

УДК 336.714(477)

В. Кравець, асист. (Чернівецький національний ун-т імені Юрія Федьковича), О. Яфінович, канд. екон. наук, асист. (КНУ імені Тараса Шевченка)

ІНСТИТУЦІЙНІ ЧИННИКИ РОЗВИТКУ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ В УКРАЇНІ

В статті на основі інституційного підходу розглянуто роль ІСІ в структурі фінансового ринку, визначено проблеми та перспективи розвитку інститутів спільного інвестування в Україні.

Ключові слова: інститут спільного інвестування, корпоративний інвестиційний фонд, пайовий інвестиційний фонд, венчурний фонд, приватний інвестор, фінансовий ризик.

В статье на основании институционального подхода рассмотрена роль ИСИ в структуре финансового рынка, определены проблемы и перспективы развития институтов совместного инвестирования в Украине.

Ключевые слова: институт совместного инвестирования, корпоративный инвестиционный фонд, паевой инвестиционный фонд, венчурный фонд, частный инвестор, финансовый риск.

The article is based on institutional approach that considers the role of mutual funds in the structure of the financial market, defines the problems and prospects of mutual funds in Ukraine.

Keywords: mutual fund, corporate investment fund, private investment fund, venture fund, private investor, financial risk.

В сучасних умовах, розвиток вітчизняної економіки здійснюється у тісному взаємозв'язку з економічними процесами, що відбуваються на фінансовому ринку. В розвинутих економічних системах, фінансовий ринок набуває формоутворюючої ролі, визначаючи динаміку розвитку національної економіки. Разом з тим, здійснюючи вплив на економіку держави, фінансовий ринок створює різноманітні організаційні форми – фінансові інститути, що покликані забезпечити збільшення можливостей щодо переміщення фінансових ресурсів між різними господарськими суб'єктами та підвищення ефективності їх використання в національній економіці. Тому важливим питанням розвитку економіки України є формування розвинутої мережі фінансових інститутів, здатних стимулювати економічне зростання.

В інституційній організації фінансового ринку важливе місце належить специфічним фінансовим інститутам – інститутам спільного інвестування (ІСІ), основною метою діяльності яких є консолідація капіталу приватних інвесторів та диверсифікація інвестиційних ризиків шляхом портфельного інвестування в інструменти ринку цінних паперів. Особливість діяльності інститутів спільного інвестування полягає у їх тісному зв'язку з фондовим ринком, адже управління активами ІСІ здійснюється за допомогою операцій купівлі-продажу цінних паперів в основному на організованому ринку. Тому ефективне функціонування ІСІ може сприяти розвитку фондового ринку, що особливо актуально для вітчизняної економіки, в якій роль ринку цінних паперів та його фондового сегменту є незначною і не відповідає сучасним тенденціям розвинутих економічних систем.

В загальному, питання організаційної побудови фінансового ринку та місця ІСІ в його структурі отримало досить широке висвітлення в працях як іноземних (Р.Габбарт, Л.Зінгалес, Р.Колб, Ф.Мишкін) так і вітчизняних (Л.Алексєєнко, З.Ватаманюк, В.Зимовець, В. Корнєєв, С.Науменкова, В.Федосов, Н.Шелудько) вчених. Разом з тим, слід відмітити, що в працях іноземних дослідників достатньо детально досліджено технічні аспекти функціонування ІСІ у застосуванні до національних моделей організаційно-правових форм та дещо менша увага приділена дослідженню економічних передумов їх створення. Вітчизняні економісти більшу увагу приділяють вивченню передумов та особливостей формування ІСІ у зв'язку з структурною розбудовою фінансового ринку у транзитивній економіці. Разом з тим, в дослідженнях особливостей розвитку вітчизняних інститутів спільного інвестування перспективним напрямком є застосування інституційного методу аналізу економічних функцій ІСІ та виявлення внутрішніх протиріч, що гальмують їх розвиток і обмежують можливості розбудови фінансового ринку України.

Основною метою наукового дослідження є виявлення причин інституційної нерозвиненості ІСІ в Україні та визначення напрямків активізації їх розвитку у взаємозв'язку з побудовою ефективного національного фінансового ринку. В процесі дослідження, основними завданнями є:

- визначення економічних засад організації та діяльності ІСІ;
- оцінка стану розвитку ІСІ в Україні;
- визначення особливостей розвитку вітчизняних ІСІ на підставі інституційного методу аналізу;
- розробка комплексу заходів стимулювання розвитку українських ІСІ з урахуванням інституційних передумов їх формування.

Важливе місце в структурі інститутів-організаторів фінансового ринку у розвинутих країнах належить інститутам спільного інвестування (ІСІ). ІСІ – фінансова установа, організаційно-правовою формою якої є корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, що провадить діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість. Основні положення функціонування інститутів спільного інвестування в Україні, викладено в Законі "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" [1].

Корпоративний інвестиційний фонд – це ІСІ, який створюється у формі відкритого акціонерного товариства і провадить виключно діяльність із спільного інвестування.

В пайових інвестиційних фондах для здійснення операцій з цінними паперами передбачено існування компанії з управління активами (КУА), що являють собою господарські товариства, які здійснюють професійну діяльність з управління активами ІСІ на підставі ліцензії. Пайовий інвестиційний фонд – це активи, що належать інвесторам на правах спільної часткової власності, перебувають в управлінні КУА та обліковуються останньою окремо від результатів її господарської діяльності.

Залежно від порядку здійснення діяльності ІСІ може бути відкритого, інтервального та закритого типу. Цінні папери ІСІ закритого та інтервального типу підлягають вільному обігу на ринку цінних паперів, проте обіг цінних паперів ІСІ відкритого типу обмежується. За строками здійснення діяльності розрізняють строковий або безстроковий ІСІ. За ступенем диверсифікації активів інститут спільного інвестування може бути диверсифікованого і недиверсифікованого виду. ІСІ, які не мають усіх ознак диверсифікованого, відносять до не диверсифікованих інститутів. У разі, якщо недиверсифікований ІСІ закритого типу здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів власного випуску та активи якого

більш ніж на 50 відсотків складаються з корпоративних прав та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі, він вважається венчурним фондом [2, С. 321-322, 7].

Особливістю формування ІСІ в Україні є той факт, що їх розвиток в нашій державі до 2001 року гальмувався відсутністю необхідної законодавчої бази. До прийняття відповідного закону [1], діяльність ІСІ була не визначеною чітко та фактично нерегульованою. Тому на той час їх функціонування часто набувало відверто

кримінальних форм, у яких ІСІ виконували невластиву для них роль інструменту злочину, фактично нівелювавши основну функцію їх діяльності на фінансовому ринку, а саме, довірче управління активами. Така ситуація призвела до втрати довіри приватних інвесторів у економічну дієвість ІСІ. Лише прийняття Закону про "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)", започаткувало поступовий розвиток цього сегменту фінансового ринку, який набрав швидких темпів розвитку протягом 2005-2009 рр.

Таблиця 1. Активи фінансових інститутів України у 2004-2009 рр.*

Фінансові інститути	Активи (млрд.грн.)					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Банки	134,34	223,02	353,09	619,0	973,2	941,3
Кредитні спілки	0,84	1,94	3,24	5,26	6,06	4,21
Фінансові компанії	0,816	1,87	4,8	3,27	6,01	6,37
Інші фінансово-кредитні установи	н.д.	н.д.	1,1	3,06	6,51	7,60
Страхові компанії	20,01	20,92	23,99	32,21	41,93	41,97
Пенсійні фонди	0,01	0,046	0,137	0,281	0,61	0,85
Інститути спільного інвестування	1,93	6,09	17,14	40,78	63,26	82,54
Загальні активи фінансових інститутів	157,95	253,88	403,49	703,85	1097,7	1060,7

*Джерело: складено автором на основі даних [3]

За даними таблиці 1, на сьогодні ІСІ займають друге місце (7,78% до загальних активів фінансових інститутів) після банківських установ у структурі активів фінансових інститутів. Протягом 2004-2009 рр. активи цих

фінансових посередників зросли більше ніж у 40 разів. У 2009 році незважаючи на кризові явища в національній економіці та скорочення кількості ІСІ на 3,3% в порівнянні з 2008 р., їх загальні активи зросли на 26,9%.

Таблиця 2. Динаміка кількості ІСІ, загальних активів та активів на один ІСІ в Україні у 2004-2009 рр.*

Показник	Рік					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Кількість діючих ІСІ, од.	54	165	519	834	1244	1202
Загальні активи ІСІ, млрд.грн.	1,93	6,09	17,14	40,78	63,26	82,54
Активи на один ІСІ, млн.грн.	35,74	36,91	33,03	48,90	50,85	68,66

*Джерело: [4]

Дані таблиці 2 свідчать, що протягом останніх декількох років ринок спільного інвестування в Україні демонстрував позитивну тенденцію. Приріст активів на один ІСІ у 2009 році становив 35% по відношенню до 2008 року, що говорить про збільшення концентрації капіталу та посилення ваги ІСІ на фінансовому ринку України.

Разом з тим заслуговує на увагу факт певного непропорційного розвитку кількості ІСІ та активів на один інститут спільного інвестування. До 2008 року темпи кількісного збільшення ІСІ переважали темпи формування активів на один інститут. Вони створювались у розрахунок на зростання ринку і при цьому ігнорувались об'єктивні обмеження – інвестиційні можливості вкладників, на основі яких формуються активи ІСІ.

Світова фінансова криза сприяла очищенню вітчизняного ринку інститутів спільного інвестування від нежиттєздатних гравців. Хоча кількість інститутів скоротилась, проте приріст активів на одиницю засвідчив тенденцію до концентрації капіталу та зростання довіри інвесторів до діючих ІСІ. На протиположний банківським установам, активи яких у 2009 році скоротились на 4% порівняно з 2008 роком, ІСІ виявились більш привабливими для інвесторів при цьому функціонуючи на більш ризиковому сегменті ринку.

Головною причиною такого зростання є динаміка фондового ринку, яка прямо стимулює вкладення ІСІ, адже приріст вартості їх активів визначається ринковою вартістю цінних паперів, у які ці інститути інвестують залучені кошти. Важливо відмітити, що розвиток вітчизняних ІСІ тісно корельований із розвитком фондового

ринку України. З одного боку, прибуток ІСІ формується за допомогою операцій з цінними паперами, а тому ці фінансові посередники зацікавлені у таких операціях. З іншого боку, ІСІ стимулюють розвиток ринку цінних паперів через випуск власних цінних паперів. В Україні протягом останніх років сталося різке збільшення в обігу на первинному та вторинному ринку цінних паперів, що емітовані інститутами спільного інвестування. Якщо в 2003 році цінні папери ІСІ становили всього 5% від загальної емісії цінних паперів, то в 2008 році, їхня частка становила вже 49% (43% сертифікати ПФ та 6% акції КІФ), при тому, що частка емітованих акцій підприємств реального сектору за той же період знизилась вдвічі (з 76% до 30%). На наш погляд, констатована тенденція не є однозначною у своїх наслідках для розвитку національної економіки. Адже така ситуація свідчить про перетікання капіталу з реального сектору у спекулятивний сегмент, хоча безумовно свідчить про активну розбудову фондового ринку. Разом з тим, корекція фінансового ринку у 2009 році призвела до відносного скорочення активності ІСІ – зменшення частки емітованих ними цінних паперів до 29% від загального обсягу [4].

Важливою особливістю функціонування ІСІ в Україні, на наш погляд, є їх організаційно-інституційна організація, тобто розподіл за ознаками відкритості та доступності для приватного інвестора. Слід відмітити, що у структурі вітчизняних інститутів переважну частку в активах мають венчурні ІСІ (у 2009 р. – 92%), в яких практично відсутня діяльність приватного інвестора. Адже учасниками венчурних ІСІ можуть бути лише

юридичні особи. В розвинутих економіках ІСІ є альтернативою для приватного інвестора поряд з банківським сектором, тоді як в Україні поки що їх роль у перерозподілі заощаджень населення є незначною. В основному, ІСІ використовуються юридичними особами, а відтак їх розвиток є достатньо обмеженим і спрямованим на обслуговування потреб корпоративних клієнтів, що не дозволяє в повній мірі реалізовувати їх інвестиційний потенціал.

На наш погляд, відповіді на проблемні питання, що пов'язані з диспропорціями розвитку вітчизняних ІСІ, криються у теоретичному осмисленні їх інституційних функцій. Як зазначає професор В.Корнєєв інституційна роль ІСІ у ринковому середовищі виявляється у їх функціонуванні в якості фінансових посередників, так званих продуцентів фінансових послуг та дистриб'юторів фінансових активів, що проявляється у виконанні ними перелічених нижче функцій:

- консолідація (акумуляція) заощаджень індивідуальних інвесторів у єдиний пул і наступне диверсифіковане вкладення накопиченого капіталу в різні проекти з перспективною капіталізацією;
- підвищення ліквідності фінансових вкладень шляхом професійного портфельного управління довіреними і набутими активами;
- забезпечення рівноваги на ринку капіталу через погодження пропозиції та попиту на фінансові ресурси;
- перерозподіл та зниження фінансових ризиків;
- специфікація прав власності клієнтів-довірителів (виняткова функція фінансових посередників) [5, С.80].

Розвиваючи попередню думку, на наш погляд, в інституційному аспекті, основними специфічними функціями ІСІ як фінансових інститутів є:

- перерозподіл тимчасово вільних грошових коштів;
- перерозподіл ризиків;
- перерозподіл власності.

Отже, через реалізацію специфічних інституційних функцій, ІСІ дозволяють господарським суб'єктам – власникам фінансових ресурсів здійснити вибір між інституційними контрактами трьох типів:

- такими, що дозволяють направити вільний капітал в певний об'єкт на умовах часової визначеності (строковості), поверненості та платності за використання;
- такими, що дозволяють знизити втрати від непередбачуваних обставин, шляхом фіксації у договірних умовах передачі певних фінансових ресурсів фінансовим інститутам з метою їх накопичення і створення у майбутньому своєрідної "подушки безпеки";
- такими, що дозволяють зафіксувати право власності на певні активи як гарантію отримання більш високого доходу.

Реалії розвитку вітчизняного фінансового ринку констатують інституційну слабкість ІСІ щодо реалізації їх функцій. На наш погляд, шлях інституційного поліпшення діяльності ІСІ та вектор стимулювання їх розвитку повинен визначатися вирішенням ряду проблем, зумовлених інституційними диспропорціями реалізації функцій цих інститутів.

Перш за все, нерозвиненість фінансових інструментів, слабкість технічного забезпечення операцій на ринку цінних паперів не дозволяє здійснити адекватний перерозподіл фінансових ресурсів через діяль-

ність ІСІ, а тому існує досить висока ймовірність втрати фінансових ресурсів потенційних інвесторів. В даному контексті, слід активізувати процес конструювання нових фінансових інструментів як шляхом їх копіювання із розвинутих фінансових систем з адаптацією до вітчизняних умов, так і шляхом інноваційного самостворення із стимулюючою роллю державних регулюючих інститутів.

По-друге, змістом ринкових ризиків є невизначеність, яка продукує підвищену ризиковість вкладень у ІСІ. Невизначеність, в першу чергу, пояснюється непрозорістю функціонування як фінансового ринку, так і власне непрозорістю діяльності ІСІ для приватних інвесторів. Подолати недовіру потенційних інвесторів до країни та до її фінансових інструментів, в тому числі і до ІСІ, можна шляхом інституційної зміни, застосувавши єдині стандарти обліку діяльності ІСІ з обов'язковим розкриттям інформації про діяльність фінансового посередника та сприяння її доступності широкому загалу інвесторів. Важливим в даному контексті вважається впровадження об'єктивної рейтингової системи оцінювання діяльності ІСІ, що дозволить створити систему зрозумілих критеріїв прийняття інвестиційних рішень приватним інвестором.

По-третє, для повноцінного функціонування ІСІ, важливим є чітке закріплення прав власності. В цьому напрямку необхідно розробити чітку та ефективну систему захисту прав власності учасників ІСІ з метою недопущення неправомірного використання інвестованих коштів. З іншого боку, володіння майновими цінними паперами передбачає реалізацію майнових прав, здійснення управління та отримання фінансового результату від володіння цінними паперами, отримання дивідендів. Тому необхідним є створення такого інституційного середовища, яке б дозволило повністю реалізовувати права власності та сприяло підвищенню економічної ефективності володіння цінними паперами як підприємств реального сектору, так і фінансових інститутів, до числа яких входять ІСІ.

1. Закон України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" від 15 березня 2001 року № 2299-III // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2001. – № 21, ст. 103 [із змінами та доповненнями] [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: [сайт]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2299-14>. – Назва з екрана. 2. Шелудько В.М. Фінансовий ринок [Текст]: [підручник] / Шелудько В.М. – К.: Знання, 2008. – 535 с. 3. Інститути спільного інвестування: досягнення 2009 року та передумови майбутнього зростання [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу: [сайт]. – Режим доступу <http://uaib.com.ua/files/articles/1252/63/2009.pdf>. 4. Динамічне зростання ІСІ виводить вітчизняний інвестиційний бізнес на новий рівень [Електронний ресурс] // Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку: [сайт]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>. 5. Корнєєв В.В. Модифікація форм фінансового посередництва в Україні [текст] / В.Корнєєв // Фінанси України. – 2008. – №1. – С.77-85. 6. Тропіна В.Б. Роль інститутів спільного інвестування у розвитку національної економіки [Електронний ресурс] / В.Б.Тропіна. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vcndtu/2011_48/3.htm – Назва з екрану. 7. Науменкова С.В. Ринок фінансових послуг: [навчальний посібник] / С.В. Науменкова, С.В. Міщенко. – К.: Знання, 2010. – 532 с.

Надійшла до редколегії 11 . 0 1 . 12

