



Рынок финансово-банковских услуг

Николай ГАПОНЮК

**ИНСТИТУТЫ
СОВМЕСТНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ
В СИСТЕМЕ ФАКТОРОВ
СБЕРЕГАТЕЛЬНОЙ АКТИВНОСТИ
НАСЕЛЕНИЯ УКРАИНЫ**

Резюме

Рассмотрены вопросы популяризации ценных бумаг институтов совместного инвестирования среди населения Украины. Выделены главные факторы, предопределяющие выбор индивидуальными инвесторами других направлений инвестирования на финансовом рынке Украины, обоснованы меры, направленные на рост инвестиционной привлекательности ценных бумаг отечественных ИСИ.

Ключевые слова

Институт совместного инвестирования, инвестиционный сертификат, акция корпоративного инвестиционного фонда, домохозяйство, индивидуальный инвестор, инвестиционный фонд, риск, доход, инвестиции.

© Николай Гапонюк, 2011.

Гапонюк Николай, канд. экон. наук., проф., Киевский национальный экономический университет им. Вадима Гетьмана, Украина.

Классификация по JEL: E22.

Современный финансовый рынок является средой взаимодействия многих экономических агентов, различающихся по функциям и организационно-правовой роли. Одновременно, по целому ряду причин, многие ученые признают доминирующую роль домохозяйств, как единого сектора, где формируются нетто-сбережения в границах экономической системы. Именно поэтому многочисленные программы и концепции, как в Украине, так и за границей, направлены на активизацию инвестиционной деятельности населения, стимулирование этого сектора к инвестициям в различные инструменты финансового рынка.

Исключительная роль в привлечении сбережений домохозяйств принадлежит институциональным инвесторам, в частности, инвестиционным фондам. Именно указанная группа финансовых институтов предлагает на рынке инструменты и услуги, которые более всего соответствуют параметрам сбережений, которые формируются у мелких инвесторов. Отметим, что в Украине наблюдаются значительные деформации как в плоскости инвестиционной активности домохозяйств, так и в плоскости функционирования институтов совместного инвестирования. Прежде всего, речь идет о низком уровне доходов большинства украинцев, что делает невозможным формирование сбережений. Кроме того, сами инвестиционные фонды ориентируются в первую очередь на обслуживание юридических лиц и индивидуальных инвесторов с доходами выше среднего уровня. Пути преодоления указанных диспропорций требуют научного обоснования, что и определяет актуальность этой статьи.

Вопрос функционирования институтов совместного инвестирования находится в центре внимания исследований многих известных ученых. В частности, следует отметить работы зарубежных исследователей – А. Пигу, Г. Шредера, Дж. Тобина и Г. Марковича, У. Шарпа, Дж. Линтнера и Дж. Мосина, Б. Фридмена, Р. Голдсмита, Дж. Герли, Е. Шоу. Отечественная финансовая наука начала исследовать это направление не так давно – фактически, только с середины 90-х годов прошлого века.

Однако даже за такой незначительный промежуток времени удалось достичь заметных результатов. В частности, тематикой институтов совместного инвестирования занимались следующие авторы: А. Пересада, Ю. Коваленко, Д. Леонов, Д. Казимир, В. Сутормина, В. Радзиевская, Б. Стеценко, В. Федосов, О. Мендрул, И. Павленко, В. Шелудько, В. Ходаковская, В. Беляев и другие.

Впрочем, целый ряд проблем теоретического и прагматического характера остаются нерешенными, прежде всего, в части обоснования механизмов стимулирования взаимодействия институтов совместного инвестирования и населения в Украине. Учитывая изложенное выше, цель статьи можно определить как детерминацию оптимальных механизмов взаимодействия между инвестиционными фондами и индивидуальными инвесторами на отечественном рынке финансовых услуг.

Прежде всего, отметим, что в анализе тенденций рынков ценных бумаг инвестиционных фондов в Украине следует четко выделить докризисный период и чрезвычайно острую реакцию этого сектора на глобальный финансовый кризис, который проявляется даже в объемах выпуска на первичном рынке (см. рис. 1 и рис. 2).

Объем зарегистрированных выпусков инвестиционных сертификатов паевых инвестиционных фондов, в соответствии с их темпами прироста, по отношению текущего года к предыдущему имел восходящую тенденцию к 2009 году, но в 2009 году снизился на 27,78% к 2008 году. В количественном выражении объем зарегистрированных выпусков акций корпоративных инвестиционных фондов с 2005 по 2009 год возрос с 836,86 млн грн. до 3904,36 млн грн., но в относительном показал негативную тенденцию.

Рисунок 1

Динамика первичного рынка инвестиционных сертификатов ПИФ в Украине

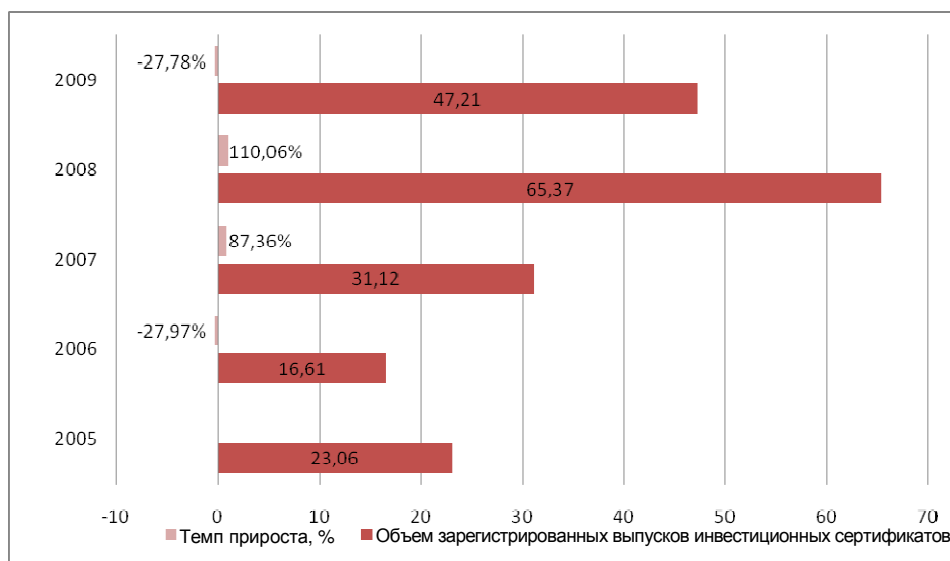
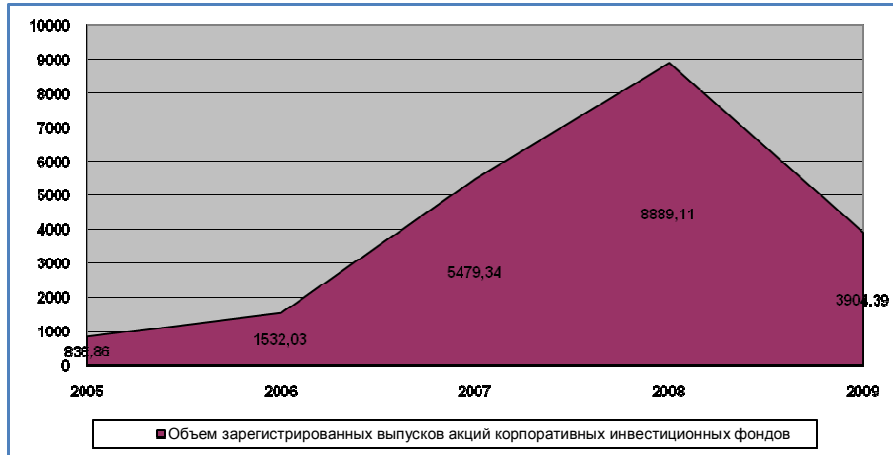


Рисунок 2

Динамика первичного рынка акций КИФ в Украине



В 2009 году имел $-56,08\%$ темпа прироста. Кроме того, высокая динамичность была характерна для 2008 года – 8889,11 млн грн. Сравнивая эти два сегмента, отметим, что настолько значительная разница между их объемами объясняется доминированием паевых инвестиционных фондов над корпоративными.

На наш взгляд, глубокое падение объемов выпуска в 2009 году можно объяснить не только проявлениями глобального экономического кризиса, но и слабой эффективностью антикризисных мер, направленных, в первую очередь, на поддержку банковской системы, даже за счет других финансовых институтов. Например, запрет на досрочное снятие депозитов в коммерческих банках остро ударил по ИСИ открытого типа, которые значительно потеряли в ликвидности от реализации подобного решения.

Эффективное функционирование системы институциональных инвесторов во многом зависит от уровня управления их активами, которое осуществляется, в соответствии с отечественным законодательством, компаниями по управлению активами. При этом законодательством установлен принудительный характер такой финансовой услуги для ИСИ с целью снижения рисков для потенциальных инвесторов.

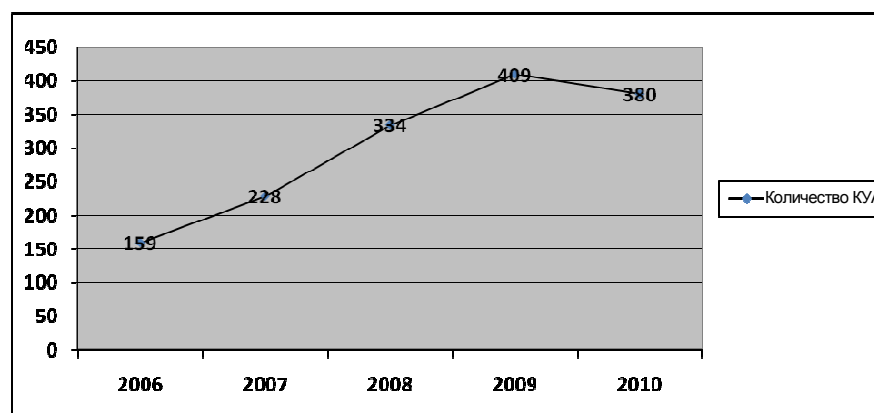
В ведущих развитых странах с этой целью стороны, ответственные за управление средствами институциональных инвесторов, при принятии инвестиционных решений должны руководствоваться так называемыми «правилами разумного поведения» – менеджеры должны действовать избира-

тельно и информативно, с целью получения прибыли и сбережения капитала (хотя подчеркнем, что в данном случае цели инвестирования рассматриваются достаточно узко).

Отметим, что в Украине этот сектор в течение кризиса тоже претерпел изменения – многие компании по управлению активами просто исчезли, другие просто ушли из этого сегмента, что привело к уменьшению их общего количества в 2010 году до 380 ед. (рис. 3).

Рисунок 3

Динамика роста компаний по управлению активами в Украине за 2006–2010 гг.

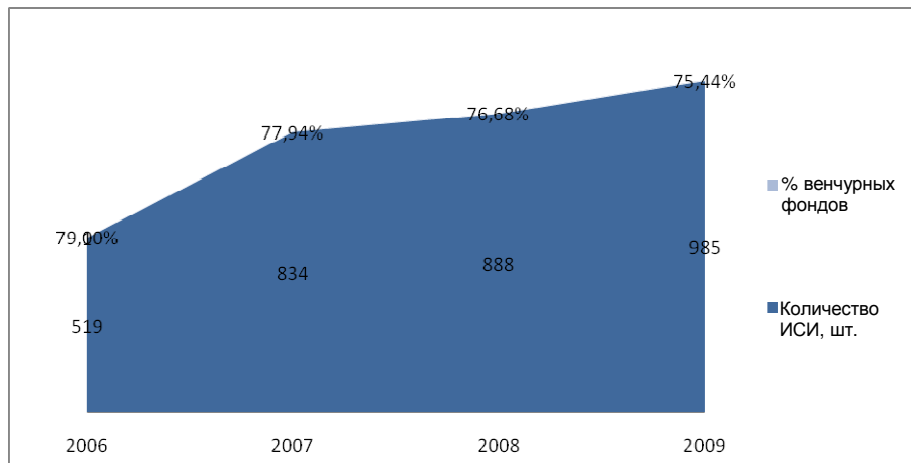


Кроме того, специфической является структура ИСИ в Украине – с доминированием венчурных фондов и довольно невысокой долей институтов совместного инвестирования открытого типа, которые, прежде всего, ориентированы на обслуживание населения и наиболее приемлемых для этой группы инвесторов (см. рис. 4).

В частности, отметим, что по данным Украинской ассоциации инвестиционного бизнеса по состоянию на конец 3 квартала 2010 года в Украине функционировало 1069 институтов совместного инвестирования, из них только 35 были открытого типа (или 3,3 % от общего количества). Подобная ситуация прямо свидетельствует о приоритетах в предоставлении финансовых услуг, сформировавшихся в отечественных ИСИ и КУА – юридические лица и физические лица со значительными доходами. Более того, доминирование венчурных фондов фактически делает невозможным инвестиции физических лиц, учитывая существование определенных запретов, которые были сняты только недавно.

Рисунок 4

Динамика количества ИСИ в Украине за 2006–2009 гг.



Источник: составлен автором по данным Украинской ассоциации инвестиционного бизнеса.

Отметим, что описанная стратегия деятельности институтов совместного инвестирования имеет и вполне объективные объяснения, которые лежат в другой плоскости и касаются уровня доходов населения Украины. Без сомнения, следует говорить о следующих явных тенденциях:

- в течение 2005–2009 гг. наблюдался рост доходов населения, но при этом в 2009 году темпы такого роста явно замедлились, что, опять-таки, предопределилось кризисом. Во-первых, произошло сокращение целого ряда социальных программ в условиях слабого бюджетного финансирования; во-вторых, большинство предприятий частной формы собственности снизили уровень заработной платы; в-третьих, произошло даже снижение отдельных составляющих доходов населения, в частности, статьи «Прибыль и смешанный доход»;
- несмотря на рост номинальных доходов, доля населения с доходами ниже прожиточного минимума была значительной и колебалась в 2007–2009 гг. в пределах 18-30 %, что, безусловно, резко снижало возможности формирования сбережений у этой группы граждан;
- симптоматично выглядит структура доходов населения, в которой значительный удельный вес занимают поступления, никоим обра-

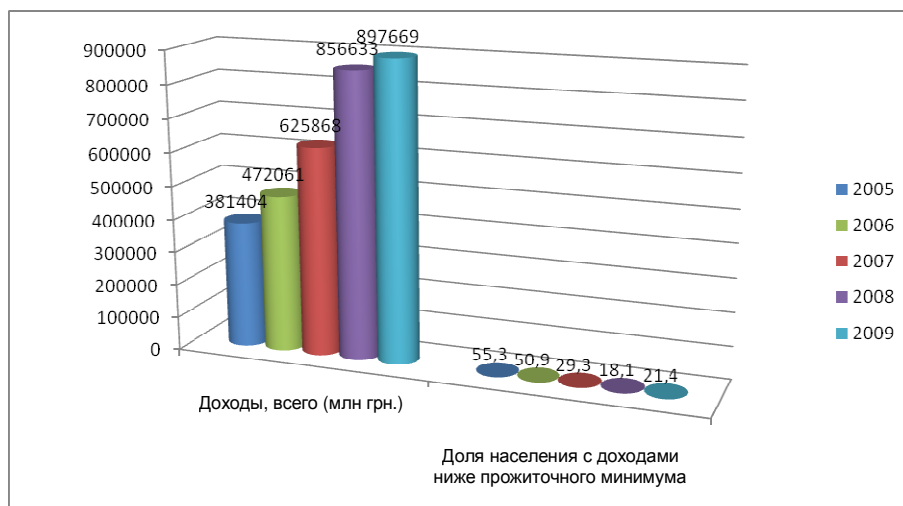
зом не связанные с собственностью физических лиц на факторы производства (кроме рабочей силы). В частности, в 2009 году 41,9 % всех доходов составляла заработная плата; 14,6 % – прибыль и смешанный доход, 39,5 % – социальная помощь и другие текущие трансферты (при этом в 2003 году доля таких доходов была несколько меньше и составляла 36,1 %) (рис. 5).

В совокупности влияние указанных факторов привело к доминированию юридических лиц на рынке услуг институтов совместного инвестирования в разрезе стоимости чистых активов ИСИ (см. табл. 1). В совокупности физическим лицам, резидентам и нерезидентам, принадлежит только 3,4 % от стоимости чистых активов ИСИ в Украине. Абсолютно неравномерной является дифференциация этого показателя в разрезе отдельных типов фондов. Так, если для открытых фондов доля ВЧА физических лиц составляет немного более 64 %, то для венчурных – только 0,9 %.

Таким образом, одним из определяющих факторов слабой инвестиционной активности физических лиц на рынке совместного инвестирования является доминирование венчурных фондов, которые по абсолютному большинству параметров являются не привлекательными (прежде всего, с точки зрения сроков существования, возможностей получения доходов и ликвидности эмитированных финансовых инструментов) для этой группы инвесторов.

Рисунок 5

Динамика отдельных показателей доходов населения Украины за 2005–2009 гг.



Источник: составлено автором по данным Госкомстата Украины

Таблица 1

Распределение ВЧА ИСИ по типам инвесторов по состоянию на 30.09.2010 г., % от ВЧА

Фонды	Юридические лица		Физические лица	
	резиденты	нерезиденты	резиденты	нерезиденты
Открытые	15,14%	20,63%	63,53%	0,708%
Интервальные	40,01%	4,89%	55,01%	0,090%
Закрытые (невенчурные)	62,36%	9,15%	28,19%	0,300%
Все (невенчурные)	60,14%	9,38%	30,17%	0,307%
Венчурные	82,78%	16,32%	0,89%	0,009%
Все (включая венчурные)	80,90%	15,75%	3,33%	0,034%

Источник: составлено автором по данным Госкомстата Украины.

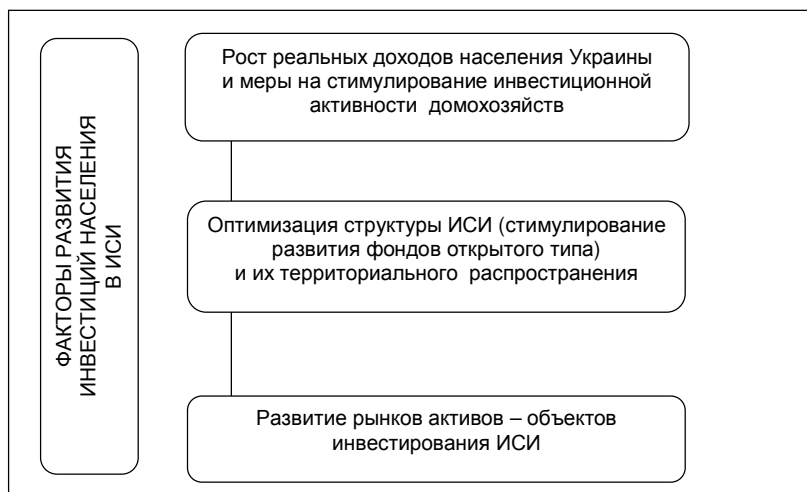
Учитывая результаты проведенного выше анализа, можно выделить следующие группы преград на пути развития индивидуальных инвестиций в секторе услуг ИСИ:

- невысокий уровень доходов абсолютного большинства населения и их резкая дифференциация;
- структура институтов совместного инвестирования по доминированию венчурных фондов и слабость фондов открытого типа, которые, прежде всего, ориентированы на население;
- неэффективность регуляторной политики государства в сфере институциональной и территориальной структуры рынка финансовых услуг с преобладанием банковских учреждений;
- низкая заинтересованность самих ИСИ в привлечении ресурсов граждан с невысокими доходами.

Исходя из существующих проблем, схематично направления оптимизации механизмов взаимодействия отечественных институтов совместного инвестирования и населения можно формально разбить на следующие блоки и представить следующим образом (рис. 6).

Рисунок 6

**Направления стимулирования инвестиций населения
в инструменты ИСИ в Украине**



Таким образом, для стимулирования инвестиций населения в инструменты, эмитированные отечественными институтами совместного инвестирования, участникам рынка финансовых услуг, прежде всего, государству, необходимо в кратко- и среднесрочной перспективе реализовать комплекс следующих мер:

1. Обеспечить рост реальных доходов населения в сочетании со снижением «теневой» части доходов. Безусловно, указанная задача лежит далеко за пределами сугубо финансовой политики, однако только ее решение даст толчок к активизации участников рынка финансовых услуг Украины на других направлениях.

2. Развитие институтов совместного инвестирования открытого типа и снижение существующей концентрации ИСИ в ведущих экономически развитых регионах. Фактически, для жителей отдельных регионов Украины услуги институтов совместного инвестирования являются недоступными из-за их отсутствия, а развитие открытых ИСИ направления зависит от ликвидности фондового рынка и системы защиты прав потребителей финансовых услуг ИСИ.

3. Чрезвычайно важной задачей является развитие рынков активов, в которые инвестируют институты совместного инвестирования, в первую очередь – рынка корпоративных ценных бумаг.

Только при условии решения указанных задач можно рассчитывать на рост взаимной заинтересованности институтов совместного инвестирования населения Украины.

Литература

1. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2009 році. [Електронний ресурс] // Річна аналітика УАІБ [сайт] / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/1050/71_4.pdf . – Назва з екрана.
2. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) № 2299-III від 15 березня 2001 року [Електронний ресурс] // Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>. – Назва з екрана.
3. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2009 рік [Електронний ресурс] // Річні звіти Комісії: [сайт] / ДКЦПФР. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>. – Назва з екрана.
4. Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів, затверджене Рішенням ДКЦПФР від 02.11.2006 р. № 1227.
5. Статистична інформація [Електронний ресурс.] // Державний комітет статистики України [сайт] Держкомстат України. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>. – Назва з екрана.
6. Фінансовий ринок : Підручник / В. М. Шелудько – 2-ге вид. – К.: Знання, 2008. – 535 с.

Статья поступила в редакцию 17 марта 2011 г.