

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА

На правах рукопису

ПЕРКОНОС ПАВЛО ПЕТРОВИЧ

УДК [336.714:336.763](477)

РОЗВИТОК ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ В УКРАЇНІ

Спеціальність 08.00.08.- гроші, фінанси і кредит

ДИСЕРТАЦІЯ
на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник
Науменкова Світлана Валентинівна
доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри банківської справи

КИЇВ-2012

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

- ВВП** – валовий внутрішній продукт;
- ВДШФ** – відкритий диверсифікований пайовий інвестиційний фонд;
- ВЧА** – вартість чистих активів;
- ДГП** – дисконтування грошових потоків;
- ЗНКІФ** – закритий недиверсифікований корпоративний інвестиційний фонд;
- ЗНШФ** – закритий недиверсифікований пайовий інвестиційний фонд;
- ІСІ** – інститут спільного інвестування;
- КІФ** – корпоративний інвестиційний фонд;
- КУА** – компанія з управління активами;
- НКЦПФР** – національна комісія з цінних паперів та фондового ринку;
- НПФ** – недержавні пенсійні фонди;
- НСО** – Національні стандарти оцінки;
- ОЕСР** – Організація з економічного співробітництва і розвитку;
- ПАТ** – публічне акціонерне товариство;
- ШФ** – пайовий інвестиційний фонд;
- ПрАТ** – приватне акціонерне товариство;
- ПФТС** – Перша фондова торгівельна система;
- ТОВ** – товариство з обмеженою відповідальністю;
- УАІБ** – Українська асоціація інвестиційного бізнесу;
- УБ** – Українська біржа;
- ЦП** – цінні папери;
- ЕВІТДА** – фінансовий результат до оподаткування та вирахування амортизації (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization)
- ЕФАМА** – Європейська асоціація інвестиційних фондів та управління активами (European Fund and Asset Management Association);
- ЕV** – вартість компанії (Enterprise Value);
- ІСІ (USA)** – Національна асоціація інвестиційних компаній США (Investment Company Institute).

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ.....	2
ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-ОРГАНІЗАЦІЙНІ ЗАСАДИ ДІЯЛЬНОСТІ ФІНАНСОВИХ ПОСЕРЕДНИКІВ НА РИНКУ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ.....	13
1.1. Сутність фінансового посередництва на ринку спільного інвестування.....	13
1.2. Організаційно-правові засади функціонування інститутів спільного інвестування в Україні.....	31
1.3. Зарубіжний досвід функціонування інвестиційних фондів на ринку спільного інвестування.....	49
Висновки до розділу 1.....	68
РОЗДІЛ 2. ФУНКЦІОНУВАННЯ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ.....	71
2.1. Сучасний стан та тенденції розвитку ринку спільного інвестування в Україні.....	71
2.2. Основні етапи управління активами інститутів спільного інвестування, їх зміст та особливості реалізації.....	91
2.3. Формування портфеля інвестиційного фонду та оцінювання ринкової вартості активів інститутів спільного інвестування.....	109
Висновки до розділу 2.....	124
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ АКТИВІЗАЦІЇ ЗАЛУЧЕННЯ ІНДИВІДУАЛЬНИХ ІНВЕТОРІВ ДО УЧАСТІ У ПРОЦЕСАХ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ.....	130
3.1. Розвиток відкритих інвестиційних фондів на основі розширення участі індивідуальних інвесторів у процесах спільного інвестування.....	130
3.2. Вдосконалення оціночних процедур у процесі прийняття інвестиційних рішень керуючими інвестиційними фондами.....	152
Висновки до розділу 3.....	199
ВИСНОВКИ.....	204
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	212
ДОДАТКИ	

ВСТУП

Актуальність теми. Суттєве зростання ролі фінансових установ у формуванні та перерозподілі фінансових ресурсів в умовах підвищення відкритості української економіки, розширення спектру фінансових продуктів і послуг обумовлює необхідність подальшої розбудови небанківського фінансового сектору, стратегічними завданнями розвитку якого є досягнення високого рівня стійкості, прозорості та конкурентоспроможності.

Розвиток небанківських фінансових установ в Україні, зокрема інститутів спільного інвестування, повинен базуватися на дотриманні відповідності їх діяльності міжнародним стандартам, правилам та процедурам щодо надання фінансових послуг за умов належного розкриття інформації, забезпечення відповідального ставлення до всіх категорій споживачів, удосконалення системи регулювання та нагляду за фінансовими установами, що сприятиме підвищенню фінансової стабільності, розширенню джерел мобілізації інвестиційних ресурсів та їх подальшої трансформації у інвестиції для зростання ефективності та інноваційності економіки.

У розвинених країнах інститути спільного інвестування відіграють провідну роль на ринку фінансових послуг поряд з іншими фінансовими посередниками через можливість мобілізації і ефективного використання індивідуальних капіталів в інвестиційному процесі. В Україні ринок спільного інвестування характеризується низькою капіталізацією, фрагментарністю розвитку та суттєвими дисбалансами. Потенціал зростання ринку спільного інвестування в Україні насамперед визначатиметься можливостями залучення до механізмів спільного інвестування широкого кола індивідуальних інвесторів, в першу чергу, населення, на основі підвищення дохідності, забезпечення ліквідності вкладень, диверсифікації ризику та здійснення кваліфікованого управління активами ІСІ.

У світовій теорії та практиці проблемам функціонування інститутів спільного інвестування приділяється достатня увага. Серед зарубіжних вчених на особливу увагу заслуговують праці А. Дамодарана, У. Баффета, Б. Грехема, Ф. Фішера, Ф. Фабоцці, Т. Прайса, Дж. Темплтона, У. Шарпа та ін. Протягом останніх років

проблеми розвитку інститутів спільного інвестування стали об'єктом дослідження багатьох українських вчених, серед яких необхідно назвати роботи В. Базилевича, І. Бланка, З. Васильченко, В. Геєця, М. Диби, В. Корнєєва, В. Кравченка, В. Крилової, І. Лютого, А. Мороза, С. Науменкової, В. Опаріна, Р. Слав'юка, Т. Смовженко, В. Шелудько та інших.

Відаючи належне науковим розробкам вітчизняних та зарубіжних вчених, слід зауважити, що деякі питання потребують подальшого дослідження, а саме щодо розкриття особливостей діяльності фінансових посередників на ринку спільного інвестування в Україні, вдосконалення механізму залучення до процесів спільного інвестування широкого кола індивідуальних інвесторів, організації та управління активами ІСІ з метою підвищення їх дохідності та диверсифікації ризику, впливу управлінських процедур на ефективність інвестиційних рішень, захисту прав споживачів фінансових послуг. Це обумовило вибір об'єкта, теми дослідження та її актуальність.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота є складовою комплексної науково-дослідної держбюджетної теми економічного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка «Модернізація економіки України на засадах сталого соціально-економічного розвитку: закономірності, протиріччя, ризику» (номер державної реєстрації 0111U006934) – підрозділ кафедри банківської справи «Модернізація фінансового сектору України для забезпечення сталого соціально-економічного розвитку», в межах якого розкрито основні тенденції та конкретизовано напрями розвитку вітчизняного ринку спільного інвестування на основі використання коштів населення у формуванні активів інвестиційних фондів.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретичних засад функціонування інститутів спільного інвестування в Україні та розробка практичних рекомендацій щодо визначення пріоритетних напрямків активізації інвестиційних процесів в Україні на основі розширення доступу індивідуальних інвесторів до процесів спільного інвестування. Відповідно до

поставленої мети визначено основні завдання дослідження, які полягають у наступному:

- поглибити зміст поняття «ринок спільного інвестування» та конкретизувати роль і завдання інститутів спільного інвестування в процесах фінансового посередництва;
- обґрунтувати необхідність розвитку відкритих інститутів спільного інвестування та конкретизувати підходи до розміщення цінних паперів інвестиційних фондів залежно від спрямованості обраної інвестиційної стратегії;
- розкрити основні закономірності та тенденції розвитку інститутів спільного інвестування у провідних країнах світу та в Україні;
- виявити основні перешкоди щодо мобілізації та використання нагромаджень населення у формуванні активів інвестиційних фондів;
- уточнити підходи до організації процесу управління активами інститутів спільного інвестування;
- здійснити оцінку кількісних параметрів зростання активів інститутів спільного інвестування в Україні за умов розширення участі населення у відкритих інвестиційних фондах;
- надати пропозиції щодо удосконалення оціночних процедур в процесі прийняття інвестиційних рішень керуючими фондами;
- розробити матрицю пріоритетності використання методичних підходів до оцінки вартості акцій компаній залежно від галузевих очікувань інвесторів, форми та горизонту інвестування.

Об'єктом дослідження є процес функціонування інститутів спільного інвестування в Україні.

Предметом дослідження є теоретичні засади та практичні аспекти розвитку інститутів спільного інвестування в Україні.

Методи дослідження. Для досягнення мети дисертаційної роботи та реалізації поставлених завдань використано загальнонаукові і спеціальні методи дослідження, зокрема: методи аналізу та синтезу, індукції та дедукції – для

визначення сутнісних ознак ринку спільного інвестування (п. 1.1); структурно-функціональний – для розкриття механізму функціонування корпоративних і пайових інвестиційних фондів в Україні (п. 1.2); порівняльний аналіз – для співставлення показників функціонування інвестиційних фондів в Україні та інших країнах світу (п. 1.3) статистичні та аналітичні методи, абсолютних та відносних величин, узагальнюючих характеристик – для характеристики стану та тенденцій розвитку інститутів спільного інвестування в Україні (п. 2.1); системний підхід – для визначення системи заходів з управління активами інститутів спільного інвестування (п. 2.2); метод прогнозування на основі використання регресійних ліній тренду – для оцінки потенціалу зростання вітчизняного ринку спільного інвестування (п. 3.1); дохідний (дисконтування грошових потоків), порівняльний та витратний методи оцінки вартості акцій – для розрахунку справедливої вартості акцій компаній металургійного сектору (п.3.2). Крім того, в роботі використано прийоми групування, класифікації, табличного та графічного представлення результатів дослідження.

Інформаційною базою проведення дослідження є законодавчі та нормативні документи з питань розвитку фінансового сектору, закони України, постанови Кабінету Міністрів України, нормативні акти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, офіційні статистичні матеріали Державної служби статистики України, Міністерства фінансів України, Української асоціації інвестиційного бізнесу, Нацкомфінпослуг, міжнародних інституцій, наукові праці провідних вітчизняних та зарубіжних вчених, періодичні видання.

Наукова новизна одержаних результатів. У дисертаційній роботі проведено комплексне дослідження функціонування ринку спільного інвестування в Україні та отримано нові науково обґрунтовані результати, які в сукупності вирішують важливе науково-прикладне завдання – визначення пріоритетних напрямів розвитку інститутів спільного інвестування в Україні на основі підвищення привабливості та розширення доступу до спільного

інвестування широкого кола індивідуальних інвесторів з метою активізації інвестиційних процесів в Україні. Найбільш вагомими науковими результатами, що характеризуються науковою новизною, отримані особисто і виносяться на захист, полягають у наступному:

вперше:

- здійснено комплексне оцінювання обсягів можливого зростання активів інститутів спільного інвестування в Україні на основі виокремлення категорії потенційних учасників відкритих інвестиційних фондів з урахуванням вимог прийнятності фінансової послуги для споживачів, їх фінансових можливостей та поінформованості, що дозволяє визначити масштаби мобілізації та використання заощаджень населення через розширення участі у процесах спільного інвестування; (с. 146-150)
- обґрунтовано пріоритетність застосування порівняльного, дохідного та витратного методів оцінки вартості підприємств в процесі управління активами інвестиційного фонду залежно від галузевих очікувань інвесторів, форми та горизонту інвестування, що враховує вимоги до зростання дохідності та диверсифікації ризику при вкладенні коштів у акції підприємств різних галузей та підвищує обґрунтованість рішень з управління портфелем цінних паперів інвестиційного фонду; (с.193-197)

удосконалено:

- теоретичний підхід до розкриття відмінностей розвитку інститутів спільного інвестування в Україні та провідних країнах світу, що враховує специфіку функціонування інвестиційних фондів в Україні в розрізі їх типів та видів (с. 52-55, 59-60, 67, додаток Б, 72-73, 77-78, 82-83, 83-84), а також особливості акумулювання та розміщення коштів індивідуальних інвесторів згідно з обраною інвестиційною стратегією (с. 117-118), вимогами до структури активів інститутів спільного інвестування, можливостями диверсифікації вкладень. Це дало змогу обґрунтувати доцільність розвитку відкритих інвестиційних фондів в Україні з метою збільшення джерел мобілізації інвестиційних ресурсів в економіку на основі розширення

доступу до спільного інвестування широкого кола індивідуальних інвесторів; (с. 67, 106-107)

- організаційні підходи до управління активами інвестиційного фонду на основі уточнення напрямів взаємодії основних суб'єктів управління (інвестиційних керуючих, інвестиційних стратегів, макроаналітиків, галузевих аналітиків, торговців цінними паперами), що дозволило визначити перелік та поглибити зміст оціночно-управлінських заходів, спрямованих на підвищення дохідності, збалансованості та диверсифікації ризику інвестиційного портфеля; (с. 96-99)

дістали подальшого розвитку:

- пропозиції щодо удосконалення напрямків взаємодії суб'єктів ринку спільного інвестування на основі захисту прав споживачів фінансових послуг та підвищення фінансової грамотності та обізнаності населення, що сприяють розвитку конкуренції на фінансовому ринку, підвищенню довіри до фінансових посередників та забезпеченню ефективного перерозподілу фінансових ресурсів індивідуальних інвесторів з метою активізації інвестиційних процесів в Україні; (с. 89, додаток В, с. 149-150, додаток Е)
- обґрунтування умов розміщення цінних паперів інвестиційних фондів залежно від спрямованості обраної інвестиційної стратегії, що передбачають стягнення компенсаційних зборів за проведення операцій з цінними паперами, здійснення періодичних платежів протягом строку володіння цими паперами або одноразову сплату навантаження при придбанні цінних паперів інвестиційних фондів; (с. 62-64)
- методичні підходи до оцінювання вартості акцій на основі застосування мультиплікаторів, які враховують галузеві особливості функціонування підприємств, що підвищує обґрунтованість розрахунків щодо зростання дохідності портфеля цінних паперів інвестиційного фонду; пропозиції щодо використання галузевих мультиплікаторів в процесі оцінювання вартості акцій підприємств металургійної галузі України. (с. 169, 175-176, 183-184, 192-193)

Практичне значення одержаних результатів. Дисертаційна робота містить науково обгрунтовані висновки та рекомендації, спрямовані на вдосконалення процесу управління активами ІСІ, а також підвищення ефективності використання різних методичних підходів до оцінки вартості акцій (дохідного, порівняльного та витратного) для прийняття ефективних інвестиційних рішень. Отримані результати можуть бути використані Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, компаніями з управління активами при формуванні та управлінні портфелями інститутів спільного інвестування.

Наукові положення та пропозиції, присвячені проблемам підвищення ефективності розміщення інвестиційних ресурсів на основі розвитку інститутів спільного інвестування, а також рекомендації щодо підходів до інвестування коштів у різні типи та види інвестиційних фондів на основі аналізу структури розміщення їх активів використані ПрАТ СТРАХОВА КОМПАНІЯ «ОНІКС» в процесі організації поточної роботи за вказаними напрямками та при формуванні стратегії інвестиційної діяльності (довідка №328 від 29 серпня 2011 року).

Наукові висновки, аналітичні розрахунки та результати роботи, зокрема щодо основних тенденцій та ключових проблем розвитку металургійного сектору України, а також прогностні оцінки зміни цінової ситуації та кон'юнктури світових ринків сталі були використані державним підприємством «Укрпромзовнішекспертиза» при підготовці річних досліджень «Баланс ринку та ціни на сталь у світі в 2011 році» та «Баланс ринку та ціни на сталь у світі в 2012 році» (довідка №3677 від 16.12.2011 р.).

Департаментом досліджень та департаментом управління активами ПрАТ «КІНТО» використано рекомендації, викладені в дисертаційній роботі, щодо вдосконалення організації управління активами ІСІ, а також підвищення ефективності використання різних методичних підходів до оцінки вартості акцій для прийняття ефективних інвестиційних рішень керуючими фондами, у т.ч. щодо пріоритетності використання методичних підходів до оцінки вартості акцій

компаній залежно від горизонту інвестування та поточного «ставлення ринку» до сектору (довідка №327 від 13.04.2012 р.).

Одержані теоретичні результати дисертаційної роботи використано в навчальному процесі Київського національного університету імені Тараса Шевченка (довідка № 013/83 від 10.04.2012 р.) при викладанні дисциплін «Ринок фінансових послуг» та «Небанківські фінансово-кредитні установи».

Особистий внесок здобувача. Всі наукові положення та результати виконаної дисертаційної роботи отримані автором самостійно. З наукових робіт, опублікованих у співавторстві, в дисертації використано лише ті ідеї та положення, які є результатом власних досліджень автора. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, наведено окремо в списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Основні наукові положення, результати і висновки дисертаційного дослідження обговорювались на 11 міжнародних та всеукраїнських наукових та науково-практичних конференціях, зокрема: VII Міжнародна науково-практична конференція студентів, аспірантів та молодих вчених «Шевченківська весна: ЕКОНОМІКА» (м. Київ, 23-26 березня 2009 року), Міжнародна науково-практична конференція студентів, аспірантів та молодих вчених «Суперечності та перспективи розвитку фінансової системи України в умовах світової економічної кризи» (м. Київ, 23 жовтня 2009 року), VIII міжнародна науково-практична конференція студентів, аспірантів та молодих вчених «Шевченківська весна: ЕКОНОМІКА» (м. Київ, 22-26 березня 2010 року), Міжнародна науково-практична конференція «Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу» (м. Київ, 22 квітня 2010 року), V Міжнародна науково-практична конференція «Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків» (м. Черкаси, 14-15 жовтня 2010 року), VII Міжнародна науково-практична конференція «Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України» (м. Київ, 14-15 жовтня 2010 року), Міжнародна науково-практична конференція «Соціальні аспекти процесів глобалізації та інтеграції» (м. Прага, Чехія, жовтень 2010 року), Міжнародна науково-практична конференція «Реформування фінансової системи та

стимулювання економічного зростання в нестабільній економіці» (м. Дніпропетровськ, 23 березня 2011 року), Міжнародна науково-практична конференція «Фінансова політика в контексті глобальних перетворень суспільного розвитку» (м. Ірпінь, 23-24 березня 2011 року), Міжнародна заочна науково-практична конференція «Экономика и управление: теоретические и практические аспекты» (м. Новосибірськ, Росія, 21 серпня 2011 року), V Міжнародна науково-практична конференція «Актуальные проблемы и перспективы развития экономики в условиях модернизации» (м. Саратов, Росія, 27 лютого 2012 року).

Публікації. За результатами дисертаційної роботи опубліковано 19 наукових праць загальним обсягом 7,23 друкованих аркушів, з них 8 статей у наукових фахових виданнях (4,69 друк. арк.), 4 статті в іноземних виданнях англійською та російською мовами (1,30 д.а.) та 7 – матеріали і тези конференцій. Загальний обсяг наукових публікацій, які належать особисто автору – 6,56 друк. арк., у тому числі у фахових наукових виданнях – 4,17 друк. арк. Наукові статті відображають основний зміст дослідження.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, додатків та списку використаних джерел. Основний зміст дисертації викладено на 236 сторінках друкованого тексту. Дисертаційна робота містить 31 таблицю, 35 рисунків, список використаних джерел, що включає 253 найменування, та 11 додатків.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-ОРГАНІЗАЦІЙНІ ЗАСАДИ ДІЯЛЬНОСТІ ФІНАНСОВИХ ПОСЕРЕДНИКІВ НА РИНКУ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

1.1. Сутність фінансового посередництва на ринку спільного інвестування

Сталий розвиток будь-якої економічної системи передбачає ефективне функціонування фінансового ринку, розвиток якого визначається зростанням ролі фінансових посередників у мобілізації фінансових ресурсів для економічного зростання. Подолання руйнівних наслідків фінансової кризи, що супроводжуються гострим дефіцитом фінансових ресурсів та гальмуванням відтворювальних процесів багатьох підприємств реального сектору нерозривно пов'язане з діяльністю фінансових посередників, які забезпечують реалізацію механізму взаємодії елементів економічної системи з метою забезпечення стійкого економічного розвитку країни.

Передумовою розвитку фінансового посередництва є розподіл функцій між учасниками економічних відносин з приводу обслуговування кругообігу капіталу, що згодом призвело до поступового виокремлення цієї діяльності у самостійний вид бізнесу.

З розвитком і ускладненням економічних взаємозв'язків, виникненням нових форм задоволення потреб економічних суб'єктів, підвищувалася і роль фінансових посередників у забезпеченні економічного зростання. У більш класичному розумінні діяльність фінансових посередників почала формуватися з другої половини ХХ століття. Основними передумовами для цього є такі:

- зміни в системі міжнародного кредитування, зумовлені розширенням діяльності ТНК;
- зниження дохідності операцій з фінансовими інструментами внаслідок високої інфляції;
- збільшення обсягів інвестицій у товарні активи;
- лібералізація банківської сфери;

- диверсифікація ринку корпоративних цінних паперів у зв'язку з початком масштабних структурних перетворень, активізацією процесів, пов'язаних зі злиттям, поглинанням, появою нових компаній;
- модернізація біржової та позабіржової торгівлі;
- запровадження новітніх технологій та інструментів;
- подальша концентрація фінансово-промислового капіталу, глобалізація фінансових потоків;
- зростання обсягів фінансових ринків та їх подальша інтернаціоналізація;
- дерегулювання фінансових ринків;
- подальший розвиток міжнародної фінансової системи на основі структурних перетворень і фінансових інновацій;
- запровадження сучасних електронних технологій;
- зростання ролі інституційних інвесторів (інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній тощо) у здійсненні фінансових інвестицій [103, с. 10-13].

Об'єктивні зміни в практиці господарювання слугували рушійною силою для формування нових теоретичних підходів та розробки концепцій щодо розкриття змісту фінансового посередництва.

Дослідження специфіки діяльності фінансових посередників у 70-х рр. ХХ ст. здійснювалися у межах двох теоретичних підходів: транзакційного та інформаційного.

Представники транзакційного підходу (Д. Бенстон, К. Сміт) стверджували, що основне завдання фінансових посередників полягало у задоволенні фінансових потреб клієнтів (заощадників і позичальників) на більш прийнятних умовах і з меншими споживчими транзакційними витратами (consumer borne transaction costs), порівняно з прямим фінансуванням.

Інформаційний підхід у теорії фінансового посередництва знайшов відображення у роботах Д. Акерлофа, М. Спенса, та Д. Стигліца, потім він

розвинувся у працях Х. Ліленда, Д. Пайла. Т. Кемпбелла, В. Крекоу, Д. Бойда та Е. Прескотта.

Ключовим моментом в межах цього підходу виступає визнання існування феномену асиметричної інформації в умовах ринку. Асиметричність інформації означає її нерівномірний розподіл між учасниками угоди, будь то покупець кінцевої продукції і продавець, роботодавець та найманий робітник, позичальник і кредитор та інші [44, с.379]. Тобто не всі учасники ринку володіють однаковим обсягом інформації, що створює для одних відносні переваги порівняно з іншими. Подібним чином фінансові посередники під час розробки та реалізації власних фінансових продуктів і послуг одночасно виконують функції інформаційних посередників у процесі збору та продажу надійної інформації потенційним кредиторам, що суттєво розширює межі фінансування та сприяє розвитку фінансового ринку.

Дж. Стігліц акцентує увагу на важливій ролі державної політики у сфері фінансового посередництва, що спрямовується на захист інтересів інвесторів, забезпечення прозорості діяльності фінансових посередників, подолання бар'єрів «морального ризику» та «асиметричної інформації» на всіх етапах інвестиційного процесу.

Суттєвий внесок у розвиток теорії фінансового посередництва в межах інформаційного підходу зробив Д.Даймонд на початку 1980-х рр., який є автором концепції «фінансового посередництва як делегованого моніторингу». Ця концепція ґрунтується на положенні про потребу мінімізації інформаційних витрат для стимулювання поведінки позичальника. Фінансові посередники постають як агенти багатьох інвесторів, які передають посередникам свої кошти та делегують повноваження щодо здійснення моніторингу контрактів. З метою скорочення витрат делегування посередники здійснюють випуск власних боргових контрактів з фіксованою ставкою та диверсифікують свої портфелі. Слід звернути увагу на один суттєвий момент, про який ітиметься і далі: випуск фінансовими посередниками власних фінансових інструментів, що засвідчують вже їхнє зобов'язання.

Отже, у 70-80-х рр. ХХ ст. на основі узагальнення трансакційного та інформаційного підходів виникла так звана традиційна теорія фінансового посередництва, розробники якої спробували з'ясувати роль фінансових посередників і причини існування фінансового посередництва. На основі зниження трансакційних витрат і здійснення моніторингу контрактів посередники трансформують неліквідні активи в ліквідні зобов'язання. З часом такий перехід отримав назву троїстої трансформації – трансформації капіталу, термінів та ризику (capital, maturity and risk transformation) [102, с. 14-15].

У межах напрямку «фінанси та розвиток» Р. Левін та О. Галетович досліджували вплив фінансового посередництва на економічне зростання. На їх думку, фінансові посередники не лише забезпечують розширення традиційних галузей економіки, але й сприяють створенню нового виробництва і навіть нових видів діяльності [220, с.689]. Обґрунтування цієї ідеї полягає у тому, що фінансові посередники орієнтовані на здійснення інвестування в більш дохідні проекти та активи за однакового рівня їх ризику. У свою чергу, технологічні нововведення забезпечують зростання продуктивності праці, що обумовлює притік додаткового капіталу в ці галузі [198, с.320].

Протягом 90-их рр. ХХ ст. на світових фінансових ринках відбувалися подальші зміни, пов'язані з процесами глобалізації та інтернаціоналізації ринків фінансових послуг окремих країн. До наукових розробок цього періоду належать праці Ф.Дерека, В.Малпаса, О.Доннела, Е.Балларіна та ін.

Надалі, посилення впливу фінансового сектору на економіку зумовило необхідність детальнішого дослідження ролі фінансових посередників у розвитку економічної системи. Аналізуючи різні підходи до визначення місця та ролі фінансового сектору в економічній системі, С. Науменкова та С. Міщенко виділяють два протилежні підходи, а саме:

- 1) відповідно до концепції сучасного монетаризму фінансовий сектор – детермінанта економічного розвитку, а відтак, збільшення масштабів фінансових ринків сприяє підвищенню ефективності економіки.

Диспропорції у розвитку фінансового сектору, порівняно з реальним, - тимчасове явище, якого можна (і слід) уникнути;

- 2) функціонування фінансового сектору в сучасних умовах характеризується певними суперечностями, що перетворюють його а відносно самостійну сферу та вказують на поглиблення розриву («the great divide») між фінансовим і реальним секторами економіки, так звана гіпотеза «відриву» фінансового сектору від реальної економіки – «decoupling hypothesis» [102, с. 16].

Зростання ролі фінансових посередників та їх діяльності для розвитку економіки та розширення зв'язків між економічними суб'єктами обумовлювало формування різних підходів до тлумачення сутності поняття «фінансовий посередник». Зокрема, ці питання знайшли відображення в роботах В. Базилевича, О. Бали, Є. Боброва, О. Василика, С. Герасимової, В. Зимовця, С. Зубика, В. Корнеєва, І. Лютого, С. Міщенко, С. Науменкової, В. Опаріна, В. Ходаківської, В. Шелудько.

Так, з точки зору С. Герасимової, фінансові посередники – це сукупність фінансових установ (банки, страхові компанії, кредитні спілки, пенсійні фонди). Ці установи акумулюють кошти фізичних та юридичних осіб, зокрема й шляхом випуску цінних паперів, а потім на комерційних засадах надають ці кошти позичальникам [22, с. 103-111]. Тут слід звернути увагу саме на комерційний характер діяльності фінансових посередників.

В. Корнеєв розглядає фінансових посередників як спеціалізованих операторів фінансового ринку – кредитно-інвестиційні установи, що пропонують і реалізують фінансові послуги як особливий товар на умовах провадження виняткових і поєднаних видів діяльності [59, с. 77-85]. Це визначення, з одного боку, є більш широким, оскільки охоплює діяльність з надання фінансових послуг, але з іншого воно не передбачає виділення інших притаманних лише їхній діяльності особливостей. З огляду на це слід звернути увагу на фінансові послуги як «товар», що реалізується фінансовими посередниками.

Відповідно до Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12 липня 2001 року №2664-III, фінансові послуги – операції з фінансовими активами, що здійснюються в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, - і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів [148]. Ключовими моментами є здійснення операцій на користь третіх осіб, де фінансові активи постають виключно як предмет таких операцій.

О. Бала приходять до висновку про те, що фінансові посередники представляють собою фінансові установи, які здійснюють спеціалізоване та універсальне обслуговування учасників ринку з приводу акумуляції вільних грошових коштів з метою отримання прибутку та задоволення потреб учасників фінансових відносин [9, с. 172-173].

На думку Є. Боброва, фінансові посередники є суб'єктами фінансового ринку, а саме фінансовими інститутами (банки та небанківські інститути) та інфраструктурними учасниками (біржі, позабіржові системи, депозитарії), чії функції полягають в акумулюванні коштів фізичних та юридичних осіб і в подальшому їх наданні у розпорядження позичальників на комерційних основах [13, с. 88-94]. Тут на увагу заслуговує включення до фінансових посередників «інфраструктурних учасників» фінансового ринку. На нашу думку, це є суперечливим моментом, оскільки такі суб'єкти фінансового ринку (біржі, депозитарії тощо) є «забезпечуючими» інститутами. Вони напряму не надають фінансових послуг клієнтам, не здійснюють трансформації капіталів, термінів та ризиків.

На думку М. Савлука, фінансові посередники виступають в якості самостійних і рівноправних суб'єктів грошового ринку, що формують власні зобов'язання та вимоги і на цій підставі емітують власні фінансові інструменти, які стають інструментом торгівлі на грошовому ринку. Крім того, тут науковець виокремлює фінансове посередництво, звертаючи увагу на його відмінність від

брокерсько-дилерської діяльності: фінансові посередники діють на ринку від свого імені і за власний рахунок, створюючи власні зобов'язання і власні вимоги, тому їх прибутки формуються як різниця між доходами від розміщення акумульованих коштів і витратами, пов'язаними з їх залученням [157, с. 431].

Виокремлення найважливіших ознак, притаманних фінансовим посередникам, знаходимо у визначенні вітчизняних науковців С. Науменкової та С. Міщенко, які підкреслюють їх особливу роль на ринку фінансових послуг, що знаходить свій прояв у купівлі та наступному продажу не однакових, а різнорідних фінансових активів (інструментів), тобто у процесі діяльності фінансових посередників відбувається перетворення фінансових інструментів одного виду, якими є зобов'язання позичальників, на фінансові інструменти іншого виду, які заощадники отримують від посередників в обмін на кошти [102].

Розглядаючи підходи до розкриття змісту фінансового посередництва, наведемо визначення відомого американського економіста Ф. Мишкіна [87]: «Фінансове посередництво – це процес непрямого інвестування, за якого фінансові посередники позичають кошти в тих, які їх заощадили, і, в свою чергу, надають позики іншим». Слід зауважити, що такий підхід обмежує сферу діяльності фінансових посередників, які не лише надають позики (позики надають, як правило, лише банківські установи), а й вкладають кошти в корпоративні права та інші цінні папери, а також надають інші фінансові послуги.

Таким чином, підсумовуючи та узагальнюючи різноманітні підходи до тлумачення поняття «фінансовий посередник», вважаємо за доцільне уточнити зміст цього поняття.

Фінансові посередники являють собою спеціалізовані фінансові інститути, які надають фінансові послуги з мобілізації, акумулювання та подальшого розміщення фінансових ресурсів в процесі здійснення операцій з фінансовими активами в інтересах фізичних та юридичних осіб з використанням власних фінансових інструментів. Такий підхід, на нашу думку, розкриває основні моменти, притаманні діяльності фінансових посередників, а саме:

- це спеціалізовані фінансові установи, тобто установи, які надають обмежене коло фінансових послуг відповідно до законодавчих вимог;
- надання фінансових послуг такими посередниками означає здійснення операцій виключно з фінансовими активами в інтересах третіх осіб;
- їх діяльність передбачає акумулювання та подальше розміщення вільних фінансових ресурсів фізичних та юридичних осіб задля задоволення потреб клієнтів, що визначає специфіку посередницької діяльності;
- вони здійснюють емісію власних фінансових інструментів – тут реалізується принцип троїстої трансформації – трансформації капіталу, термінів та ризику, що досягається завдяки зниженню трансакційних витрат та здійсненню моніторингу контрактів;
- діяльність фінансових посередників має комерційний характер, тобто спрямована, крім задоволення потреб клієнтів на отримання прибутків.

Наявність різних підходів до розкриття змісту фінансових посередників та особливостей їх діяльності дає підстави для виокремлення різних видів фінансових посередників.

Відмінності у класифікації можуть пояснюватися різним рівнем економічного розвитку країн, особливостями функціонування фінансових систем тощо. Хоча навіть в межах однієї фінансової системи можуть формуватися різні підходи до класифікації фінансових посередників.

Так, В. Корнеєв [60] виділяє банківські (комерційні та інвестиційні банки) та небанківські установи. Зокрема, до небанківських належать довірчі товариства, страхові компанії, пенсійні фонди, брокерські та дилерські контори тощо). Поділ фінансових посередників на дві великі групи є типовим для України, оскільки саме банківські установи є найбільш поширеними і найвагомішими учасниками фінансового ринку. Роль же небанківських фінансових посередників є переважно другорядною з огляду на невисокий рівень їхнього розвитку.

У той же час, набуває поширення і інший підхід до класифікації фінансових посередників, який передбачає вже виділення трьох груп фінансових

посередників.

Зокрема, на думку В. Зимовця та С. Зубика [43], фінансові посередники поділяються на депозитні інститути (банківські установи, ощадні та кредитні установи), договірні ощадні інститути (страхові компанії та пенсійні фонди) та інвестиційні посередники (інститути спільного інвестування).

Подібним за суттю є підхід В. Ходаківської та В. Беляєва [179], що передбачає поділ фінансових посередників на банківські установи; небанківські кредитні інститути (лізингові та факторингові компанії, кредитні спілки, каси взаємної допомоги) та небанківські фінансові інститути (інститути спільного інвестування, пенсійні фонди, страхові компанії, ломбарди, фінансові компанії). Хоча тут неоднозначним є віднесення ломбардів саме до фінансових інститутів.

Подібною є точка зору С.Науменкової та С.Міщенко щодо класифікації фінансових посередників за видами їх діяльності на ринку фінансових послуг, що відповідає вітчизняній практиці (рис. 1.1).

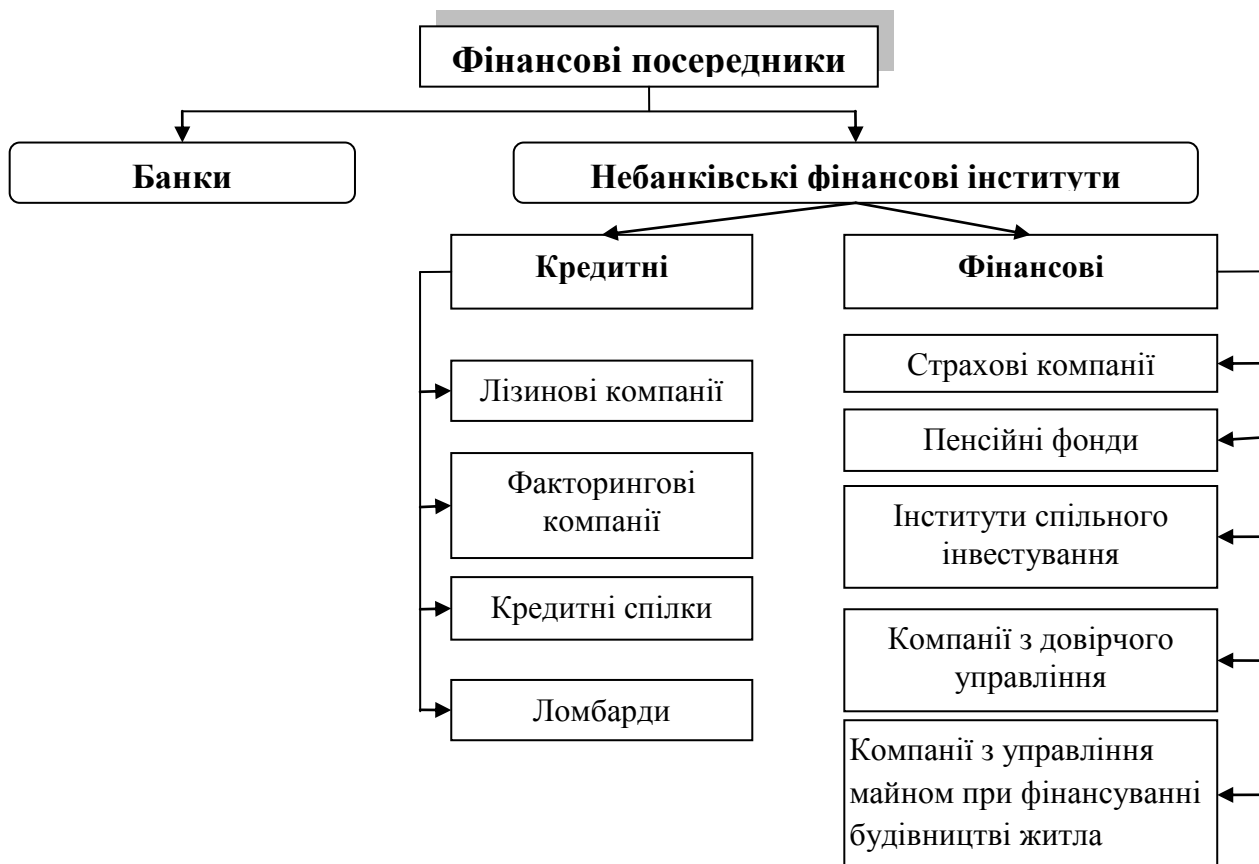


Рис. 1.1. Класифікація фінансових посередників відповідно до вітчизняної практики [102, с.26].

На наш погляд, цей підхід більшою мірою передбачає виділення в якості класифікаційної ознаки участь фінансових посередників у формуванні пропозиції грошей, враховуючи банкоцентричність вітчизняного фінансового сектора. Так, з огляду на універсальний характер діяльності банків з точки зору виконуваних ними функцій та реального впливу на пропозицію грошей, банківські установи доцільно виділяти в окрему групу. Практика ж зарубіжних країн, насамперед, США передбачає більш вузьке охоплення сфер діяльності банків та їх більш широку спеціалізацію. З огляду на це, універсальнішою вважаємо американську класифікацію, що передбачає виділення чотирьох основних груп фінансових посередників: депозитні установи, страхові компанії, пенсійні фонди та інвестиційні установи, а також двох специфічних груп: установи, що користуються підтримкою уряду та інститути ринку цінних паперів [103, с. 23] – (рис. 1.2).

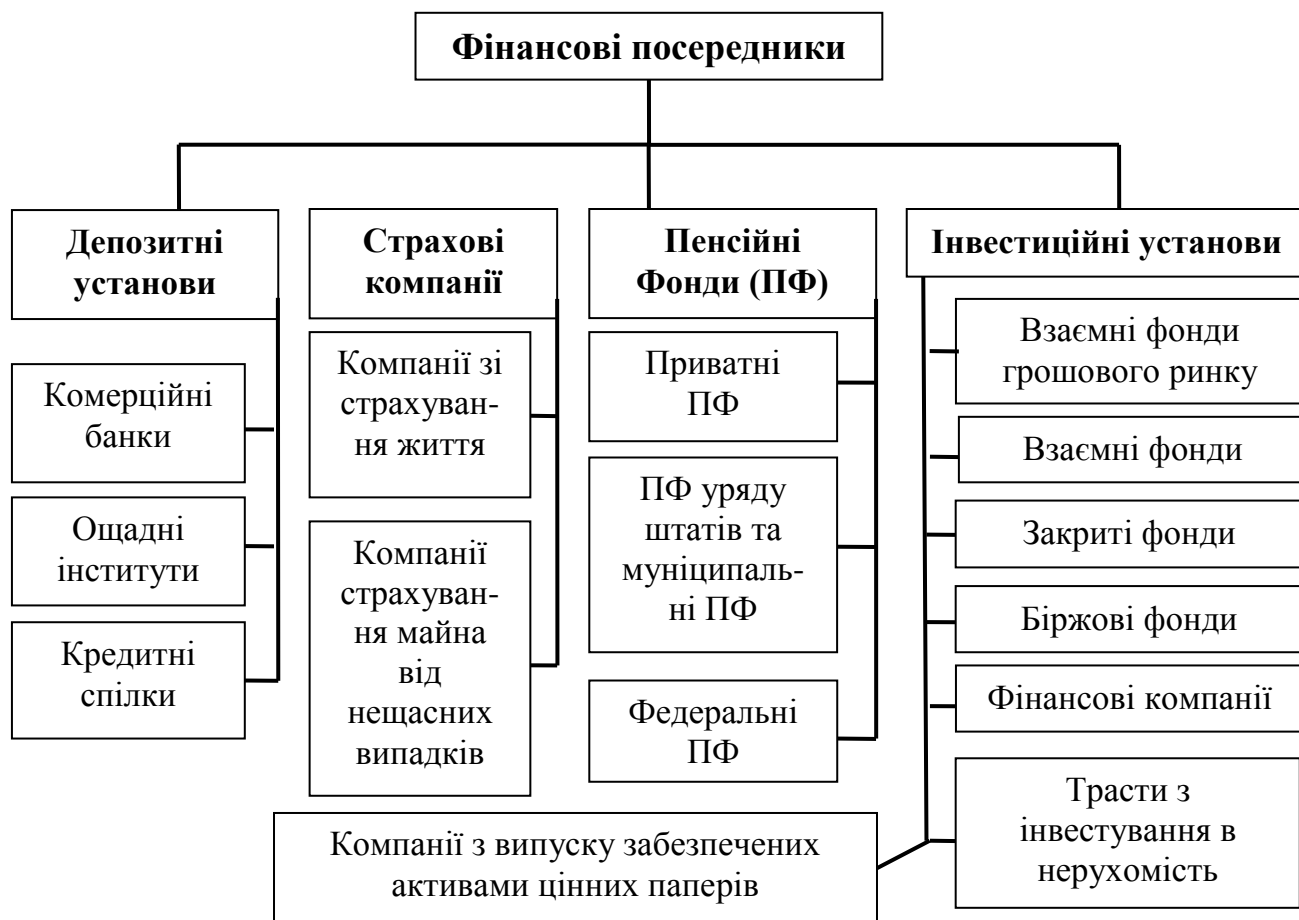


Рис. 1.2. Класифікація фінансових посередників відповідно до їх діяльності на фінансовому ринку

До фінансових посередників депозитного типу відносять комерційні банки, ощадні інститути та кредитні спілки.

Комерційні банки є найпотужнішими та найрозповсюдженішими в Україні установами депозитного типу. Основними напрямками їх діяльності є залучення грошових коштів фізичних і юридичних осіб та розміщення зазначених коштів від свого імені, на власних умовах та на власний ризик.

Ощадні інститути – це спеціалізовані фінансові організації, що залучають кошти через відкриття ощадних рахунків і використовують їх для надання цільових кредитів.

Кредитні спілки — це відносно невеликі ощадно-кредитні організації, орієнтовані на надання споживчих кредитів. Створюються релігійними організаціями, професійними спілками тощо. Вони відкривають ощадні рахунки і надають позики своїм членам. Кредитними спілками керують вкладники, як правило, на громадських засадах [169, с. 175-176].

Також в американській практиці виділяють окремо дві групи фінансових посередників, що можна віднести до фінансових посередників контрактно-ощадного типу. Особливості їх діяльності полягають в укладанні довгострокових контрактів між клієнтами і фінансовою організацією, що відповідно передбачає залучення коштів на тривалий період часу. Також слід зауважити, що цей вид фінансових посередників охоплює два великі напрямки діяльності на фінансовому ринку – страхування та пенсійне забезпечення. Розвиток цих напрямків в Україні також має надзвичайно важливе значення.

Окрему групу фінансових посередників формують інвестиційні установи. В американській практиці до них відносять взаємні фонди грошового ринку, взаємні фонди, закриті фонди, біржові фонди, фінансові компанії, трасти з інвестування в нерухомість та компанії з випуску забезпечених активами цінних паперів. Тим не менше, такий підхід має свої особливості. Зокрема, виділення в окремий вид взаємних фондів грошового ринку, на нашу думку, не є доцільним, оскільки за сутністю своєї діяльності ці інститути є взаємними фондами, що мають певні особливості щодо структури активів. Біржові фонди також скоріше є елементом

інститутів спільного інвестування, але за іншою класифікаційною ознакою – об’єкти інвестування. Тобто в наведеній класифікації застосовано декілька класифікаційних ознак. Саме на цій групі ми зосередимо увагу, оскільки вона охоплює ті компанії, які надають інвестиційні послуги шляхом залучення коштів інвесторів і вкладення їх у цінні папери, одночасно виконуючи функції інституційних інвесторів.

Інвестиційний бізнес у США на сьогодні охоплює надзвичайно широке коло інститутів, що забезпечують реалізацію інвестиційного процесу. Серед них можна виділити дві групи: інституційних інвесторів та зовнішні управляючі інвестиційні компанії [168, с. 6]. Серед інституційних інвесторів також можна виділити дві підгрупи учасників фінансового ринку: фінансові та нефінансові інститути. До фінансових інститутів належать страхові компанії, депозитні інститути (банки, ощадні заклади), інвестиційні компанії. До нефінансових відносяться пенсійні або накопичувальні фонди. Часто всі ці інституційні інвестори користуються послугами внутрішніх інвестиційних менеджерів. Проте в багатьох випадках цю роль беруть на себе зовнішні управляючі інвестиційні компанії. На думку Ф.Фабозці, останні є другою групою учасників інвестиційного бізнесу [168, с. 6]. Їх можна поділити на чотири групи:

- банківські (як правило, це дочірні компанії та підрозділи банків);
- страхові (в основному це є дочірні компанії);
- брокерські фірми (найчастіше створюються підрозділи, що здійснюють управління інвестиціями);
- незалежні компанії (не належать до попередніх підгруп. Прикладом таких компаній можуть бути американські Fidelity Investments, AIM Capital Management, Stanford C. Bernstein & Co. та ін.)

Саме інститути спільного інвестування є активними учасниками відносин з приводу акумулювання та розміщення вільних фінансових ресурсів фізичних та юридичних осіб, та потужними каталізаторами активізації інвестиційної діяльності в сучасних умовах. Сфера їх діяльності безпосередньо пов’язана з

інвестиційною діяльністю, насамперед, на основі використання інструментів фондового ринку.

У сучасній ринковій економіці фондовий ринок займає особливе місце, з огляду на те, що масштабні економічні перетворення неможливі без формування конкурентоспроможного фінансового сектора, здатного мобілізувати та перерозподіляти інвестиційні ресурси в економіці. Саме тому розвиток фондового ринку як невід'ємної частини фінансового ринку та важливого елементу національної економіки набуває першочергового значення в умовах подолання руйнівних наслідків фінансової кризи. Це питання особливо актуальним для функціонування українського фінансового ринку.

Фондовий ринок в умовах ринкової економіки виконує низку важливих функцій, а саме:

- 1) виконує роль регулятора інвестиційних потоків, який забезпечує формування оптимальної для економіки та суспільства структури використання ресурсів. Саме через ринок цінних паперів здійснюється основна частина процесу акумуляції та перерозподілу інвестиційних ресурсів між різними галузями економіки та підприємствами, які забезпечують найбільшу рентабельність інвестицій. Курс акцій на вторинному ринку, змінюючись під впливом ринкового попиту та пропозиції, визначає ціну первинного ринку, який є важливим для виробництва;
- 2) забезпечує сформування справедливої ринкової вартості підприємств;
- 3) розширює коло учасників інвестиційного процесу, дозволяючи тим економічним агентам, які не мають значного капіталу, але мають вільні грошові кошти, здійснювати інвестиції у виробництво шляхом придбання цінних паперів;
- 4) реагує на зміни у політичній, соціально-економічній, зовнішньоекономічній та інших сферах життя країни, що дозволяє використовувати різноманітні інформаційні індикатори, які є важливими для інвесторів;

- 5) за допомогою цінних паперів (насамперед, акцій) реалізується участь інвесторів в управлінні підприємством;
- 6) через купівлю-продаж цінних паперів окремих підприємств держава реалізує свою структурну політику, здійснюючи таким чином інвестиції у виробництва, які є важливими з погляду розвитку суспільства в цілому;
- 7) через фондовий ринок здійснюється залучення коштів для покриття дефіциту державного та місцевих бюджетів, фінансування державних та місцевих програм розвитку;
- 8) розвиток фондового ринку сприяє розвитку системи інститутів спільного інвестування та недержавного пенсійного забезпечення.

Також на увагу заслуговує класифікація інвесторів у цінні папери, визначений Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» [149]. Так, згідно вказаного акту, інституційними інвесторами є інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, - також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів. Зауважимо, що виходячи з особливостей практики їх функціонування в Україні, доцільно виділяти, насамперед інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії. Цей підхід є поширеним також і у світовій практиці, тому в подальших наших дослідженнях ми більш детально зупинимося на особливостях функціонування інституційних інвесторів в Україні.

Розвиток спільного інвестування у цілому обумовлюється подальшим поглибленням та розширенням сфери діяльності фінансових посередників. В Україні основні принципи та напрямки діяльності зі спільного інвестування

визначено, зокрема, в Законі України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [145].

Діяльність зі спільного інвестування – діяльність, яка провадиться в інтересах і за рахунок учасників (акціонерів) ІСІ шляхом емісії цінних паперів ІСІ з метою отримання прибутку від вкладення коштів, залучених від їх розміщення у цінні папери інших емітентів, корпоративні права, нерухомість та інші активи, визначені законами України та нормативними актами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР).

В Законі України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» міститься визначення інституту спільного інвестування (ІСІ) як корпоративного або пайового інвестиційного фонду. Однак ми вважаємо за доцільне розглядати це поняття більш широко, з охопленням інститутів, як забезпечують процес здійснення діяльності зі спільного інвестування.

У зв'язку з цим доречним є використання терміну «компанія з управління активами інституційних інвесторів» (далі – компанія з управління активами, КУА) – що відповідно до законодавства являє собою господарське товариство, яке здійснює професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів на підставі ліцензії, що видається НКЦПФР. Оскільки управління активами усіх типів інвестиційних фондів (інститутів спільного інвестування) здійснюється саме компаніями з управління активами, останні є невід'ємною складовою, що забезпечує здійснення діяльності зі спільного інвестування. Також важливими суб'єктами, пов'язаними з діяльністю ІСІ, є «інфраструктурні» суб'єкти – реєстратори, зберігачі, незалежні оцінювачі, аудиторі.

У світовій практиці діяльність зі спільного інвестування охоплює недержавні пенсійні фонди, інвестиційні фонди, страхові компанії, що займаються страхуванням життя, тощо. Тут слід звернути увагу на наступні моменти. Діяльність зі спільного інвестування слід розглядати через процес виокремлення економічних відносин з приводу мобілізації, акумулювання та розміщення коштів індивідуальних інвесторів. Йдеться про особливу сферу економічних відносин,

пов'язаних з діяльністю фінансових посередників. Слід зауважити, що діяльність зі спільного інвестування передбачає наявність не одного, а цілої низки суб'єктів таких відносин. Тобто така діяльність виокремлює, з одного боку сферу економічних відносин, а з іншого, - сукупність посередників, що діють у цій сфері. Головна відмінність такої діяльності за своїм спрямуванням полягає в акумулюванні коштів індивідуальних інвесторів через механізм фінансового ринку та управлінні цими коштами за певну винагороду. Відповідно до вітчизняного законодавства такі фінансові посередники належать до категорії інституційних інвесторів. Виходячи з призначення та функцій суб'єктів, що діють у сфері спільного інвестування, та особливостей здійснення такої діяльності, вважаємо за доцільне уточнити трактування поняття «ринок спільного інвестування», адаптоване до вітчизняної практики (слід зауважити, що тут ми погоджуємося з Н. Цигановою та А. Шпанко щодо необхідності здійснення такої «адаптації», проте вважаємо за доцільне запропонувати і обґрунтувати власне визначення – див. посилання нижче). У свою чергу, термін «ринок спільного інвестування» в законодавчо-нормативній базі відсутній [180, с. 100]. Окремі автори ринок спільного інвестування розглядають як середовище функціонування інститутів спільного інвестування [180, с. 101], виокремлюючи їх від пенсійних фондів та страхових компаній, з чим ми не можемо погодитися. Проте, такий підхід концентрується лише на суб'єктах (ІСІ) як ключових і визначальних елементах такого ринку, що є дещо обмеженим.

Ми ж пропонуємо інший, розширений підхід до тлумачення поняття «ринок спільного інвестування», який враховує особливості його функціонування як за переліком задіяних на ньому суб'єктів, так і за специфікою діяльності, механізмами та інструментами її здійснення.

З огляду на зазначене вище, пропонуємо розглядати ринок спільного інвестування як особливу сферу економічних відносин, що охоплює діяльність з приводу акумулювання коштів індивідуальних інвесторів та подальшого їх розміщення за участю професійних учасників фінансового ринку (КУА, зберігачів, реєстраторів, незалежних оцінювачів, аудиторів та ін.), що передбачає

емісію власних фінансових інструментів, має комерційний характер та спрямована на задоволення специфічних фінансових потреб індивідуальних клієнтів в отриманні доходу від операцій з фінансовими активами на фондовому ринку.

Таким чином, ринок спільного інвестування виступає складовою фінансового ринку, та знаходиться сьогодні лише на етапі становлення і має значний потенціал до розвитку. Про це свідчить зарубіжний досвід. Так, у розвинених країнах інститути спільного інвестування разом зі страховими компаніями та недержавними пенсійним фондами є провідними фінансовими акумуляторами та диверсифікаторами, які, зберігаючи кошти населення, перетворюють їх у інвестиційну базу [27, с. 112].

Місце цих фінансових посередників на розвинутих фінансових ринках забезпечує їм цілу низку переваг, до основних з яких можна віднести наступні:

- можливість залучення дрібних інвесторів до активної діяльності на фондовому ринку, що реалізується завдяки вкладенню відносно незначних сум інвесторами в корпоративні або пайові інвестиційні фонди;
- професійне управління портфелем інвестицій, що забезпечується завдяки роботі компанії з управління активами, що має ліцензію і здійснює відповідні операції з портфелем з метою максимізації його вартості;
- забезпечення диверсифікації інвестиційних ризиків завдяки можливості інвестування в різні класи фінансових активів з урахуванням законодавчо встановлених вимог до структури активів інвестиційних фондів [32, с. 30];
- оптимізація оподаткування, оскільки учасники інвестиційних фондів мають можливість отримувати частину своїх доходів у вигляді дивідендів, для яких використовується менша ставка оподаткування;
- можливість обрання інвесторами різних фондів з урахуванням власних інвестиційних стратегій, що визначається можливістю інвестування

коштів у фонди з більш чи менш агресивними інвестиційними стратегіями, що визначає співвідношення ризиків та очікуваних доходів;

- залежність доходності інвестицій від динаміки вартості чистих активів фондів, що визначається перспективами як економічного зростання держави у цілому, так і відносних переваг окремих секторів або навіть емітентів;
- висока транспарентність та контроль за діяльністю фондів з боку держави та інших регулюючих органів, що, з одного боку, підтримується можливістю надання інвесторам регулярної інформації стосовно структури активів фондів, її зміни, та, з іншого боку, жорстким контролем за виконанням законодавчих вимог щодо структури активів цих фондів.

Таким чином, переваги інститутів спільного інвестування порівняно з іншими фінансовими посередниками, насамперед, впливають з сутнісних ознак інвестиційних фондів. Також слід звернути увагу на такі їх переваги, як концентрація індивідуальних капіталів при відносно невисокому рівні ризику та можливість отримання більшої прибутковості порівняно з окремими традиційними видами інвестування. Це забезпечується участю в механізмі здійснення спільного інвестування цілої низки професійних учасників фінансового ринку – компанії з управління активами, реєстратора, зберігача, незалежного оцінювача, зовнішнього аудитора.

Слід зауважити, що інвестиційний фонд за визначенням є універсальним інститутом ринку, який одночасно виконує функції емітента та інвестора, випускаючи власні інвестиційні сертифікати та акції, з одного боку, та здійснюючи вкладення одержаних коштів у цінні папери інших емітентів – з другого [184, с. 65].

Роль інститутів спільного інвестування на фінансовому ринку надалі зростатиме з огляду на наявність значних переваг функціонування цих інститутів та недостатній рівень розвитку цієї складової вітчизняного фінансового ринку.

Це набуватиме особливої актуальності в умовах відновлення національної економіки у посткризовий період. Отже, саме інститути спільного інвестування як гнучка інституційна форма, яка позбавлена надмірних посередницьких ланок між інвестором та об'єктом інвестування, можуть зайняти лідерські позиції в процесі після кризового відновлення фінансової сфери [129].

Таким чином, в процесі зміцнення фінансового сектору в Україні інститути спільного інвестування відіграватимуть зростаючу роль, насамперед, у активізації інвестиційної діяльності внутрішніх інвесторів, що забезпечуватиме більш ефективне використання їх фінансових ресурсів, та сприятимуть спрямуванню акумульованих за допомогою механізмів фондового ринку грошових коштів для підтримки розвитку пріоритетних напрямів економіки.

1.2. Організаційно-правові засади функціонування інститутів спільного інвестування в Україні

Інституційна структура фінансового сектору України перебуває в процесі подальшого розвитку. Провідну роль на вітчизняному фінансовому ринку відіграють банківські установи, діяльність інших фінансових посередників не є визначальною та потребує активізації. Розбудова фондового ринку України, запровадження міжнародних стандартів регулювання діяльності його учасників, зростання прозорості функціонування суб'єктів господарювання сприятимуть підвищенню привабливості України як сфери вкладення інвестицій. При чому йдеться як про зацікавленість зарубіжних інвесторів, так і про активність внутрішніх інвесторів. Саме інститути спільного інвестування серед інших небанківських фінансових посередників мають найбільші перспективи для розвитку. А інвестиційні фонди є тією ланкою, що забезпечуватиме доступ населення до участі в інвестиційному процесі.

З огляду на це надзвичайно важливим є вдосконалення законодавчого та нормативного забезпечення функціонування ринку спільного інвестування, що

визначає особливості функціонування окремих його суб'єктів. Прозорий механізм функціонування таких інституційних інвесторів, стабільність та прогнозованість їх діяльності, забезпечення ефективного контролю регулюючих органів мають стати ключовими факторами подальшого розвитку інститутів спільного інвестування в Україні.

Сьогодні у сфері спільного інвестування існує ціла низка нормативно-правових актів, що регулюють діяльність окремих учасників цього ринку: компаній з управління активами, депозитаріїв, реєстраторів, торговців цінними паперами тощо. Основними з них є закони України «Про цінні папери та фондовий ринок», «Про господарські товариства», «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», «Положення про порядок реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду», «Положення про порядок реєстрації випуску акцій корпоративного інвестиційного фонду», «Положення про порядок скасування реєстрації випуску (випусків) інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду», «Положення про порядок скасування реєстрації випуску (випусків) акцій корпоративного інвестиційного фонду», «Положення про порядок оцінки вартості чистих активів інвестиційних фондів і взаємних фондів інвестиційних компаній», «Положення про склад і структуру активів інститутів спільного інвестування», затверджені рішеннями Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Також слід зазначити, що основні засади функціонування вітчизняних інститутів спільного інвестування відповідають Директиві ЄС № 85/611/ЄЕС від 20.12.1985 р. «Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери, що підлягають обігу».

Базовим і найбільш ґрунтовним є Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», який визначає основні засади здійснення діяльності зі спільного інвестування, містить тлумачення та класифікацію ІСІ в Україні, визначає особливості їх створення, функціонування та припинення діяльності тощо.

Так, діяльність зі спільного інвестування – діяльність, яка провадиться в інтересах і за рахунок учасників (акціонерів) ІСІ шляхом емісії цінних паперів ІСІ з метою отримання прибутку від вкладення коштів, залучених від їх розміщення у цінні папери інших емітентів, корпоративні права, нерухомість та інші активи [145], відповідно до законодавства України.

Також Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» містить визначення інституту спільного інвестування як корпоративного або пайового інвестиційного фонду. Як ми вже зазначали, дане визначення не повною мірою відображає основні напрямки та специфіку діяльності таких інститутів.

Слід зазначити, що змінами до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 18 грудня 2008 року № 693-VI було виключено більш детальне визначення ІСІ, що на нашу думку, не є цілком вірним. Нагадаємо, що раніше законодавче визначення поняття «інститут спільного інвестування» мало наступний вигляд: «Це корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, який 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». Також внесено уточнення щодо загальних засад діяльності ІСІ в частині розкриття поняття коштів спільного інвестування. Так, зокрема, кошти, внесені засновниками корпоративного інвестиційного фонду, вважаються коштами спільного інвестування після внесення такого фонду до Єдиного державного реєстру ІСІ, крім того сформовано більш чіткі вимоги до цінних паперів ІСІ (однакова форма існування, при чому лише у вигляді іменних).

Іншим важливим моментом, який потребує більш повного висвітлення, є класифікація інститутів спільного інвестування, яка обумовлює особливості формування ринку спільного інвестування в Україні. Так, найбільш важливою є класифікація ІСІ за формою організації, згідно якої виділяються пайові та корпоративні інвестиційні фонди, більш детальний аналіз яких буде здійснено далі.

Залежно від порядку здійснення діяльності інвестиційні фонди в Україні поділяються на:

- відкриті, якщо фонд або його компанія з управління активами беруть на себе зобов'язання у будь-який час здійснювати викуп на вимогу інвестора цінних паперів, емітованих цим фондом або його компанією з управління активами;
- інтервальні, якщо фонд або його компанія з управління активами беруть на себе зобов'язання здійснювати викуп на вимогу інвестора цінних паперів, емітованих цим інститутом спільного інвестування або його компанією з управління активами протягом обумовленого в проспекті емісії строку (не рідше одного разу на рік, але й не частіше одного разу на квартал; тривалість інтервалу – не менше десяти робочих днів протягом року та не менше одного робочого дня протягом кожного інтервалу);
- закриті, якщо фонд або його компанія з управління активами не беруть на себе зобов'язання щодо викупу цінних паперів, емітованих цим інститутом спільного інвестування до моменту припинення його діяльності.

За періодом діяльності інвестиційні фонди поділяються на:

- строкові – створюються на певний термін, зазначений у проспекті емісії цінних паперів цього фонду, після закінчення якого зазначений фонд припиняє свою діяльність;
- безстрокові – створюється на невизначений строк.

Слід зазначити, що відповідно до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» (зі змінами від 18 грудня 2008 року № 693-VI) були визначені також особливості діяльності строкових ІСІ. Зокрема, визначено можливість та описано механізм продовження терміну діяльності строкового ІСІ у разі зменшення вартості чистих активів ІСІ на 20% та більше протягом 12 місяців діяльності такого ІСІ. Це було обумовлено значним зниженням показників фондового ринку у другій половині 2008 – на початку 2009 років, у результаті чого інвестиційні фонди та їх вкладники понесли значні збитки та фактично втрачали можливість повернути навіть суму вкладених

коштів без інвестиційного прибутку. Правом продовження терміну діяльності ІСІ скористалися деякі КУА, зокрема, «КІНТО», яка здійснює управління активами Закритого недиверсифікованого корпоративного інвестиційного фонду (ЗНКІФ) «Синергія-3». Крім того, змінами до цього закону заборонено повторне продовження терміну діяльності строкового ІСІ, а також зміну виду та типу ІСІ. Ці умови є важливими, оскільки вони фактично унеможливають маніпулювання вимогами до фондів різних типів і видів та здійснення непрозорих дій компаніями з управління активами.

Важливим моментом є розподіл інвестиційних фондів за структурою активів, оскільки в межах цього підходу вирішується питання інвестиційної стратегії для КУА, а також прийняття на себе певного рівня ризику інвестором. Відповідно до чинного законодавства, інвестиційні фонди в Україні поділяються на такі види:

- диверсифіковані — інвестиційні фонди, структура активів яких відповідає спеціальним вимогам законодавства, що направлені на зменшення ризику вкладників;
- недиверсифіковані — інвестиційні фонди, структура активів яких не підпадає під певні законодавчі обмеження, що дає можливість здійснювати більш гнучке управління активами [145].

Фонд вважається диверсифікованим, якщо структура його активів одночасно відповідає наступним вимогам:

- кількість цінних паперів одного емітента в активах ІСІ не перевищує 10% загального обсягу цінних паперів відповідного випуску;
- сумарна вартість цінних паперів, що становлять активи ІСІ в кількості, більшій, ніж 5% загального обсягу їх емісії, на момент їх придбання не перевищує 40% вартості чистих активів ІСІ;
- не менш як 80% загальної вартості активів ІСІ становлять грошові кошти, банківські метали, ощадні (депозитні) сертифікати, облігації підприємств, облігації місцевих позик, державні цінні папери, а також цінні папери, що допущені до торгів на фондовій біржі [145, 146].

Також закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» додатково визначає цілу низку обмежень щодо здійснення вкладення коштів диверсифікованих інвестиційних фондів. Так, диверсифікованим ІСІ забороняється:

- тримати в грошових коштах, на банківських депозитних рахунках, в ощадних (депозитних) сертифікатах та банківських металах більше ніж 50% загальної вартості активів ІСІ, при цьому не більш як 10% загальної вартості активів ІСІ в зобов'язаннях одного банку;
- придбавати або додатково інвестувати в цінні папери та зобов'язання однієї юридичної особи більше ніж 5% загальної вартості активів ІСІ;
- придбавати або додатково інвестувати у державні цінні папери, цінні папери, доходи за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, більше ніж 50% загальної вартості активів ІСІ. При цьому забороняється інвестувати понад 10% загальної вартості активів ІСІ у цінні папери одного випуску;
- придбавати або додатково інвестувати в цінні папери органів місцевого самоврядування більше ніж 40% загальної вартості активів ІСІ. При цьому забороняється інвестувати понад 10 відсотків загальної вартості активів ІСІ у цінні папери органів місцевого самоврядування одного випуску;
- придбавати або додатково інвестувати в цінні папери, доходи за якими гарантовано урядами іноземних держав, більше ніж 20% загальної вартості активів ІСІ;
- придбавати або додатково інвестувати в акції та облігації іноземних емітентів, які допущені до торгів на організованих фондових ринках іноземних держав, більше ніж 20% загальної вартості активів ІСІ;
- придбавати або додатково інвестувати в інші активи, дозволені законодавством України, більше ніж 5% активів ІСІ;

- придбавати або додатково інвестувати в цінні папери, доходи за якими гарантовано урядом однієї іноземної держави, більше ніж 10% загальної вартості активів ІСІ;
- придбавати або додатково інвестувати в об'єкти нерухомості більше ніж 10% загальної вартості активів ІСІ;
- придбавати або обмінювати цінні папери, емітентами яких є пов'язані особи ІСІ, компанії з управління активами або зберігача [146].

Відповідно до чинного законодавства, ІСІ, які не мають усіх ознак диверсифікованого ІСІ, є недиверсифікованими. Відповідно, до недиверсифікованих ІСІ також визначено певні вимоги щодо структури активів. До цього питання ми більш детально повернемося при розгляді інвестиційних стратегій ІСІ у 2-му розділі дисертаційної роботи.

У Законі також розкрито поняття венчурного фонду, яким є недиверсифікований ІСІ закритого типу, що здійснює виключно приватне (закрите) розміщення цінних паперів ІСІ серед юридичних осіб та фізичних осіб. Також звернемо увагу, що сформульовано специфічні вимоги до структури активів венчурного фонду, який є недиверсифікованим.

Слід зазначити, що в Україні набули поширення саме венчурні фонди, що пов'язано з їх використанням для фінансування конкретних бізнес-проектів (часто – у будівельній галузі, на відміну від класичного призначення створення венчурних інвестиційних фондів) власниками крупних приватних капіталів. Так, станом на 31 грудня 2011 року частка активів венчурних ІСІ у загальній вартості активів усіх ІСІ в Україні становила 92,2% (116,901 млрд. грн.) [251]. Слід зазначити, що венчурні фонди в Україні можуть бути як корпоративними, так і пайовими. Як і в публічних інвестиційних фондах, управління активами венчурних фондів здійснюють компанії з управління активами. Компанія з управління активами венчурного пайового інвестиційного фонду здійснює виключно приватне розміщення інвестиційних сертифікатів власного випуску. Учасниками венчурного пайового інвестиційного фонду можуть бути як

юридичні особи, так і фізичні (за умови придбання цінних паперів такого фонду на суму не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат).

Аналіз структури портфельів цінних паперів венчурних ІСІ станом на 31.12.2011 р. свідчить про те, що лише 31,23% таких портфельів має визначений характер. З них на традиційні для класичного венчурного капіталу галузі (телекомунікаційну, медицину, розвиток технологій, енергетичну) припадає менше 1% у структурі портфеля цінних паперів венчурних ІСІ. За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, більшість інвестицій венчурних ІСІ спрямовуються на виробництво споживчих товарів, у промисловість, галузь сировинних матеріалів та у фінансову сферу [251].

На наш погляд, венчурні ІСІ в Україні не виконують своєї основної функції, а саме: фінансування перспективних новостворених підприємств, що мають потенціал зростання на ринку. Венчурними ІСІ за досліджуваний період профінансовано лише 1% технологічних проєктів, що є надзвичайно малим показником в контексті розвитку українського ринку венчурного інвестування. Це є основною перешкодою для запровадження інновацій та оздоровлення економіки нашої держави. Отже, венчурні ІСІ поки що не виправдовують свою назву «венчурних», що визначає їх орієнтацію на інноваційні проєкти. Звичайно, для цього потрібна структурна перебудова інвестиційного та фондового ринків, а також сприяння реалізації інноваційної спрямованості діяльності вітчизняних підприємств. Однак ці фонди не є публічними, тому на них в цій роботі ми зупинятимемося менш детально. Зауважимо лише, що цей сегмент ринку спільного інвестування вимагає серйозних структурних змін, що зорієнтовані на підвищення прозорості їх функціонування та використання їх для фінансування інноваційних проєктів.

Серед інших особливостей чинного законодавства слід виокремити наступні: ІСІ відкритого та інтервального типу можуть бути тільки диверсифікованими. За цінними паперами ІСІ відкритого та інтервального типу не нараховуються і не сплачуються дивіденди.

Інвестор, обираючи інвестиційний фонд, має враховувати не лише свої фінансові можливості, а й очікування від інвестицій (співвідношення ризику й доходності, строк інвестування, цілі інвестування тощо). Так, якщо інвестор вкладає кошти з метою збереження достатнього рівня ліквідності, краще обрати відкритий або інтервальний інвестиційний фонд, закритий же фонд є прийнятним при інвестуванні коштів на довгострокову перспективу. З точки зору співвідношення доходів і ризику окремі типи інвестиційних фондів також, як правило, відрізняються. Найбільш ризиковими є закриті недиверсифіковані інвестиційні фонди, менш ризиковими – відкриті та інтервальні (які є обов'язково диверсифікованими). Найвищу доходність, як правило, забезпечує діяльність закритих фондів, тоді як у відкритих вона порівняно нижча. Крім того, інвестиційна декларація закритих фондів може передбачати виплату дивідендів (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Переваги та недоліки вкладень у різні типи інвестиційних фондів [102, с. 317]

Ознака	Тип інвестиційного фонду		
	відкритий	інтервальний	закритий
Доходність	Невисока	Вища порівняно з відкритими фондами	Найвища порівняно з іншими типами фондів
Рівень ризику	Невисокий	Невисокий	Високий
Витрати	Загальні витрати не можуть перевищувати 10% середньорічної вартості чистих активів Фонду		
Ліквідність	Висока	Середня	Низька
Обіг цінних паперів	Обмежений	Не обмежений	Не обмежений
Викуп цінних паперів	У будь-який час	Тільки у визначені дні	Після закінчення строку діяльності фонду
Дивіденди за цінними паперами	Не сплачуються	Не сплачуються	Залежно від інвестиційної стратегії

На сьогодні відносно новим і перспективним для української практики є створення закритих недиверсифікованих пайових інвестиційних фондів з опцією у вигляді виплати дивідендів у разі, якщо отриманий протягом фінансового року прибуток досягне або перевищить розмір запланованого прибутку. Їх перевагами для інвесторів є, з одного боку, довгострокове інвестування, а з іншого – можливість одержувати прибутки протягом строку існування фонду у вигляді дивідендів. Прикладами таких фондів в Україні є лінійка фондів під управлінням

компанії з управління активами «КІНТО»: «КІНТО-Весна», «КІНТО-Літо», «КІНТО-Осінь» та «КІНТО-Зима».

Підсумовуючи вищезгадане, пропонуємо схему, що поєднує і враховує національні законодавчі вимоги до інвестиційних фондів (у розрізі їх класифікації за різними ознаками), а також вітчизняну практику їх функціонування у розрізі поширеності за кількістю станом на 1 січня 2012 року (додаток А).

Як видно з додатку А, в Україні сформовано структуру ринку спільного інвестування з кількісним домінуванням корпоративних закритих недиверсифікованих інвестиційних фондів серед невенчурних ІСІ.

Вважаємо за доцільне більш детально розглянути особливості функціонування інвестиційних фондів в Україні за формами організації. За цією ознакою виділяють корпоративні та пайові інвестиційні фонди, про що зазначалося вище.

Корпоративний інвестиційний фонд – це ІСІ, який створюється у формі відкритого акціонерного товариства і провадить виключно діяльність із спільного інвестування [145].

Діяльність корпоративних інвестиційних фондів в Україні здійснюється відповідно до статуту та регламенту. Статут ІСІ має обов'язково містити відомості про тип та вид корпоративного інвестиційного фонду, спільне інвестування як виключну діяльність тощо.

Реєстрація інвестиційного фонду та видача свідоцтва про внесення його до реєстру ІСІ здійснюється Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку на підставі зареєстрованого в установленому порядку регламенту.

Специфічним документом саме для інститутів спільного інвестування є регламент ІСІ. Так, згідно чинного законодавства, регламент ІСІ – документ, який визначає особливості діяльності ІСІ та затверджується засновниками корпоративного інвестиційного фонду [145].

Регламент корпоративного інвестиційного фонду повинен містити відомості про:

- умови, за яких може бути проведена заміна компанії з управління активами або зберігача, та порядок такої заміни із зазначенням дій, спрямованих на захист прав акціонерів;
- порядок визначення вартості чистих активів та ціни розміщення (викупу) акцій;
- розмір винагороди компанії з управління активами та покриття витрат, пов'язаних із діяльністю фонду, що відшкодовуються за рахунок його активів;
- розмір винагороди компанії з управління активами та покриття витрат, пов'язаних із діяльністю фонду, що відшкодовуються за рахунок його активів;
- порядок розподілу прибутку корпоративного інвестиційного фонду;
- порядок та строки викупу корпоративним інвестиційним фондом своїх акцій на вимогу інвесторів;
- напрями інвестицій (інвестиційна декларація);
- мінімальну вартість договорів (угод) щодо активів ІСІ, укладених компанією з управління активами, які підлягають затвердженню наглядовою радою фонду [145].

Важливою вимогою до діяльності корпоративних інвестиційних фондів (крім венчурних) є те, що 60% або більше середньорічної вартості активів, що належать йому на праві власності, мають бути вкладені у цінні папери, корпоративні права та нерухомість.

Управління корпоративним інвестиційним фондом передбачає участь цілої низки суб'єктів, механізм взаємодії яких досить детально висвітлено авторами С.Науменковою та С.Міщенко [102, с. 320]. Схему управління корпоративним інвестиційним фондом представлено на рис.1.3.

Управління активами корпоративного інвестиційного фонду на підставі відповідного договору здійснює компанія з управління активами.

Компанія з управління активами інституційних інвесторів – господарське товариство, яке здійснює професійну діяльність з управління активами

інституційних інвесторів на підставі ліцензії, що видається НКЦПФР [145].

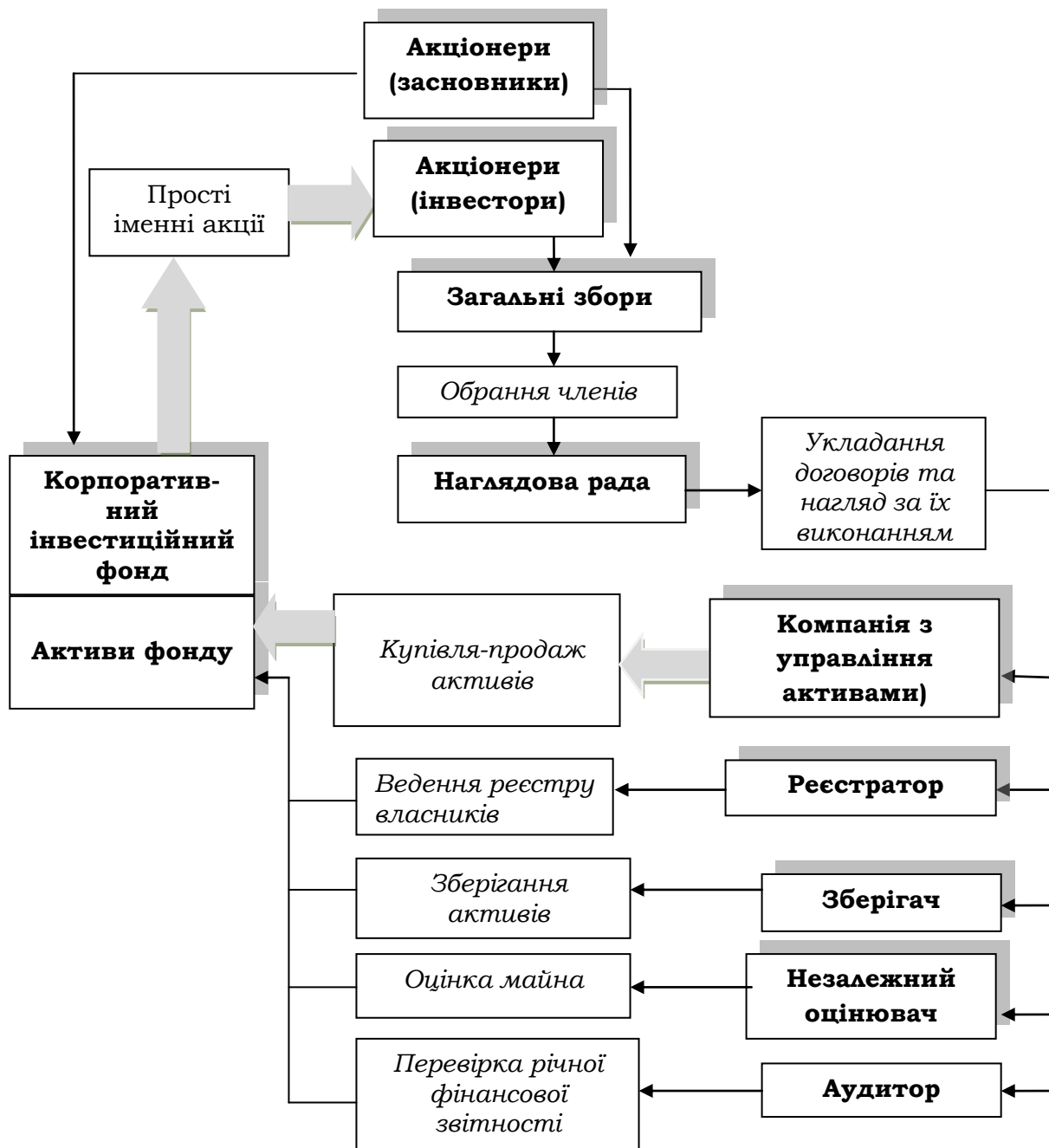


Рис.1.3. Схема управління корпоративним інвестиційним фондом [102, с. 320].

Чинне законодавство визначає, що договори між корпоративним фондом і КУА про управління активами укладаються на строк не більше трьох років і можуть бути продовжені тільки за рішенням загальних зборів акціонерів або наглядової ради.

Відповідно до наведеної схеми, органами корпоративного інвестиційного фонду є загальні збори акціонерів та наглядова рада. До компетенції загальних зборів акціонерів (вищий орган) належить затвердження укладених договорів та рішень про розірвання договорів з компанією з управління активами та

зберігачем, затвердження змін до регламенту; а також обрання членів наглядової ради.

Наглядова рада корпоративного інвестиційного фонду здійснює нагляд за діяльністю КУА та забезпечує контроль за належним виконанням умов договорів з КУА, зберігачем, реєстратором, аудитором та незалежним оцінювачем майна. До компетенції наглядової ради також належить скликання загальних зборів акціонерів, прийняття змін до проспекту емісії, підготовка пропозицій для закритих фондів про розмір та порядок виплати дивідендів.

Активи інститутів спільного інвестування у формі цінних паперів зберігаються та обліковуються на рахунку в цінних паперах у зберігача.

Зберігач активів – банк, що має ліцензію на здійснення депозитарної діяльності зберігача цінних паперів. Кожен інститут спільного інвестування може мати тільки одного зберігача. Зберігач провадить діяльність на підставі статуту та договору про обслуговування, укладеного з корпоративним фондом або з компанією по управлінню активами пайового інвестиційного фонду на строк не більше трьох років. Він зобов'язаний здійснювати обслуговування інвестиційних фондів з дотриманням регламенту та проспекту емісії цінних паперів, а також контролювати діяльність компанії з управління активами щодо розрахунку вартості чистих активів, розміщення та викупу цінних паперів, напрямів використання прибутків. Для цього зберігач зобов'язаний один раз на квартал перевіряти правильність розрахунків вартості чистих активів, виконаних компанією з управління активами.

Реєстратор веде реєстр власників іменних цінних паперів, випущених у документарній формі, за договором з корпоративним інвестиційним фондом або компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду. Реєстр власників іменних цінних паперів може вести зберігач активів без отримання ліцензії. У разі, якщо кількість акціонерів інституту спільного інвестування не перевищує 500 осіб, ведення реєстру власників іменних цінних паперів може здійснювати компанія з управління активами такого фонду без отримання

ліцензії. КУА відкритого типу може самостійно вести реєстр власників іменних цінних паперів.

Незалежний оцінювач майна ІСІ – це суб'єкт оціночної діяльності-суб'єкт господарювання, який здійснює оцінку нерухомого майна під час його придбання або відчуження в порядку, встановленому законодавством про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність.

Незалежний оцінювач майна проводить оцінку відповідно до договору, що укладається між ним та компанією з управління активами. Винагорода незалежному оцінювачу майна ІСІ виплачується за рахунок активів ІСІ в порядку, встановленому законодавством.

Аудитор (аудиторська фірма) – залучається компанією з управління активами щорічно з метою перевірки і підтвердження правильності річної фінансової звітності.

Після реєстрації корпоративного інвестиційного фонду в реєстрі ІСІ розпочинається розміщення його акцій за грошові кошти. Акції можуть бути тільки простими іменними. Розміщення здійснюється відповідно до Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів інституту спільного інвестування, затвердженого Рішенням ДКЦПФР від 9 січня 2003 року №3 [141].

Корпоративний інвестиційний фонд припиняє свою діяльність шляхом реорганізації (злиття, приєднання, поділу, перетворення) або ліквідації.

Корпоративний інвестиційний фонд ліквідується, якщо:

- внаслідок викупу акцій корпоративним інвестиційним фондом вартість його активів стала меншою, ніж початковий розмір статутного капіталу;
- закінчився строк діяльності фонду (для закритих корпоративних інвестиційних фондів);
- проспект емісії акцій фонду не зареєстровано протягом року з дати включення до реєстру ІСІ;
- в інших випадках, передбачених законодавством.

Слід зазначити, що три останні умови ліквідації корпоративного інвестиційного фонду були визначені на основі змін до Закону України «Про

інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 18 грудня 2008 року № 693-VI. Ці умови є надзвичайно важливими, оскільки конкретизують особливості механізму ліквідації корпоративного фонду, що відповідає новим вимогам щодо приведення у відповідність статутного капіталу фонду та номінальної вартості акцій цього фонду, що перебувають в обігу, після закінчення строку розміщення акцій.

Діяльність пайових інвестиційних фондів в Україні в цілому є подібною до діяльності корпоративних інвестиційних фондів. Тим не менше, існує ціла низка особливостей. Основна з них – це те, що пайовий інвестиційний фонд не є юридичною особою. Отже, його існування не передбачає ні «акціонерів», ні «акцій», ні «загальних зборів акціонерів». Закон визначає пайовий інвестиційний фонд як активи, що належать інвесторам на праві спільної часткової власності, що перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються останньою окремо від результатів її господарської діяльності [145].

На нашу думку, тлумачення інвестиційного фонду просто як майна не є абсолютно коректним. Ми вважаємо, що у цьому випадку інвестиційний фонд виступає в якості ланки або інструмента, що опосередковує відносини між інвестором та КУА. З огляду на це, пропонуємо дещо інший підхід до тлумачення поняття «пайовий інвестиційний фонд»: це форма організації відносин між вкладниками інвестиційного фонду та компанією з управління активами, що передбачає внесення інвесторами визначеного обсягу коштів та їх об'єднання задля здійснення управління цими коштами компанією з управління активами як суб'єктом ринку спільного інвестування. Інструментом, що засвідчує вкладення інвестором коштів, є інвестиційний сертифікат, емітований компанією з управління активами.

У даному випадку інвестори пайового інвестиційного фонду є його учасниками (а не акціонерами, як в корпоративному інвестиційному фонді). А право спільної часткової власності проявляється у володінні інвестиційними сертифікатами цього фонду. Розміщення інвестиційних сертифікатів може бути як відкритим (публічним), так і закритим.

До пайового інвестиційного фонду висуваються аналогічні вимоги щодо мінімального обсягу активів, що й до корпоративного інвестиційного фонду. Пайовий інвестиційний фонд вважається створеним з дня його реєстрації у реєстрі ІСІ.

Особливості діяльності пайового інвестиційного фонду (ПІФ) визначаються його регламентом, що повинен містити відомості про:

- порядок утворення, склад, компетенцію та порядок здійснення діяльності наглядової ради;
- порядок визначення вартості чистих активів та ціни розміщення (викупу) інвестиційних сертифікатів;
- порядок визначення розміру винагороди компанії з управління активами та покриття витрат, пов'язаних з діяльністю фонду, що відшкодовуються за рахунок активів такого фонду;
- порядок розподілу прибутку пайового інвестиційного фонду;
- порядок та строки викупу інвестиційних сертифікатів компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду на вимогу інвесторів;
- напрями інвестицій (інвестиційна декларація) [145].

Після розробки та затвердження регламенту ПІФ компанія з управління активами подає документи до ДКЦПФР; укладає договори з аудитором (аудиторською фірмою), зберігачем, реєстратором чи депозитарієм, оцінювачем майна. Наступним кроком є розробка та затвердження проспекту емісії інвестиційних сертифікатів фонду.

Проспект емісії інвестиційних сертифікатів – документ, який містить інформацію про публічне (відкрите) або приватне (закрите) розміщення інвестиційних сертифікатів з умовами договору про приєднання до пайового інвестиційного фонду [145]. Після цього до НКЦПФР компанія з управління активами подає документи, необхідні для реєстрації проспекту емісії інвестиційних сертифікатів фонду. Також змінами до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»

від 18 грудня 2008 року уточнено порядок дій КУА для створення ПІФа. Зокрема, прописано обов'язок організувати публічне (відкрите) або приватне (закрите) розміщення інвестиційних сертифікатів фонду.

Учасники ПІФ, кошти спільного інвестування якого залучені шляхом приватного (закритого) розміщення інвестиційних сертифікатів, можуть утворювати наглядову раду для нагляду за виконанням інвестиційної декларації, зберіганням активів фонду, веденням реєстру власників інвестиційних сертифікатів, проведенням аудиторських перевірок діяльності та оцінки майна фонду (рис. 1.4).

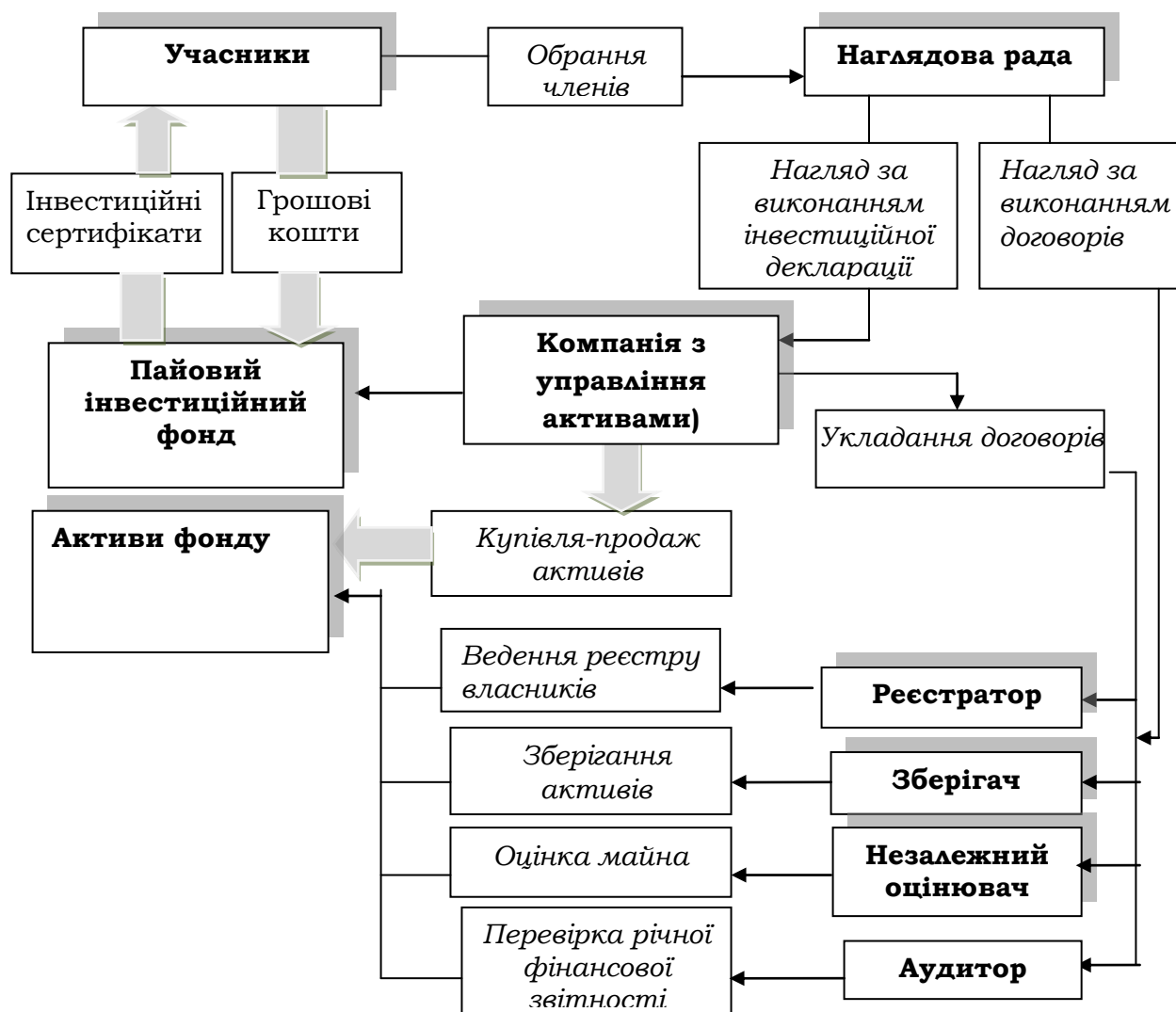


Рис. 1.4. Схема управління пайовим інвестиційним фондом [102, с. 324].

У разі якщо у пайовому інвестиційному фонді наглядову раду не створено, рішення, які відносяться до компетенції наглядової ради, приймаються уповноваженим органом компанії з управління активами такого фонду [145].

Так як пайові інвестиційні фонди можуть створюватися як у вигляді закритих, так і відкритих та інтервальних фондів, то припинення ПФів також можливе у кількох формах:

- злиття та приєднання здійснюється у разі, коли пайові інвестиційні фонди перебувають в управлінні однієї компанії з управління активами, за умови згоди всіх учасників; при чому пайові інвестиційні фонди мають бути одного типу та виду;
- ліквідація у зв'язку із закінченням строку, встановленого регламентом ІСІ (до закінчення цього строку – лише загоди всіх учасників такого ІСІ); ліквідація за рішенням НКЦПФР через неможливість заміни КУА; анулювання ліцензії, виданої зберігачу ПФу на провадження депозитарної діяльності, та неукладення КУА протягом 30 робочих днів договору з іншим зберігачем.

Також слід зауважити, що змінами до закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 18 грудня 2008 року № 693-VI більш чітко визначено умови та порядок ліквідації пайових інститутів спільного інвестування. Зокрема, заборонено поділ, перетворення та виділ пайових інвестиційних фондів, а також уточнено механізм злиття та приєднання.

На відміну від корпоративного інвестиційного фонду, у разі ліквідації пайового інвестиційного фонду компанія з управління активами складає ліквідаційний баланс. Черговість розподілу грошових коштів після реалізації активів такого фонду наступна:

- у першу чергу – здійснюються виплати учасникам, що подали заявки на викуп інвестиційних сертифікатів до моменту прийняття рішення про ліквідацію пайового інвестиційного фонду (крім закритих пайових інвестиційних фондів);
- у другу чергу – вносяться обов'язкові платежі до Державного бюджету України;
- у третю чергу – здійснюються виплати кредиторам компанії з

управління активами пайового інвестиційного фонду по погашенню заборгованості, яка виникла у зв'язку з діяльністю пайового інвестиційного фонду, що ліквідується;

- у четверту чергу – здійснюються виплати іншим учасникам пайового інвестиційного фонду.

Пайовий інвестиційний фонд вважається ліквідованим як ІСІ після його вилучення з реєстру ІСІ.

Таким чином, розширення та подальший розвиток діяльності інститутів спільного інвестування в Україні вимагає вдосконалення нормативно-правової бази та механізмів забезпечення діяльності таких інститутів. Дослідження питань організації діяльності зі спільного інвестування та механізмів управління активами інвестиційних фондів (корпоративних та пайових) свідчить про подальший розвиток системи регулювання відносин зі спільного інвестування в Україні. Наведені підходи до класифікації інститутів спільного інвестування дозволяють чітко визначити особливості їх діяльності та містять необхідну інформацію для інвесторів щодо можливостей вибору необхідного їм інвестиційного фонду з урахуванням цілей, строків, бажаного співвідношення ризику і дохідності інвестування. Однак поки що розвиток інвестиційних фондів в Україні гальмується внаслідок слабкої поінформованості населення, низького рівня фінансової грамотності та стриманого ставлення до ІСІ у цілому. Крім того, на нашу думку, потребує вдосконалення механізм діяльності з управління активами інвестиційних фондів на основі забезпечення прозорості діяльності ІСІ, більш чітких вимог до структури активів, що є предметом нашого дослідження.

1.3. Зарубіжний досвід діяльності інвестиційних фондів на ринку спільного інвестування

У сучасних умовах у розвинених країнах інститути спільного інвестування є дуже поширеним і дієвим інструментом активізації інвестиційної діяльності.

Функціонування ІСІ забезпечує ефективне використання вільних ресурсів населення, домогосподарств та юридичних осіб, що сприяє активізації інвестиційних процесів на фінансових ринках. Більше того, саме інститути спільного інвестування (наряду з пенсійними фондами, страховими компаніями) є одними з провідних інституціональних інвесторів на фінансових ринках розвинутих країн.

Розглядаючи структуру світового ринку спільного інвестування, слід виділити домінуючу роль США. З огляду на те, що в різних країнах класифікація та підходи до визначення інститутів спільного інвестування відрізняються, ускладнюється порівняння обсягів цих ринків у цілому (через специфіку збору і обробки даних національними асоціаціями). Разом з тим, дослідження структури ринків спільного інвестування за період 2006-2010 років по найбільших регіонах (США та Європа), дозволяє зробити висновок, що найбільшим їх сегментом є взаємні фонди або інвестиційні компанії відкритого типу. Так, у США та Європі на активи взаємних фондів припадає лівова частка активів усіх інститутів спільного інвестування: для США цей показник коливається в межах 90-93%, для Європи – 80-92% (рис. 1.5).

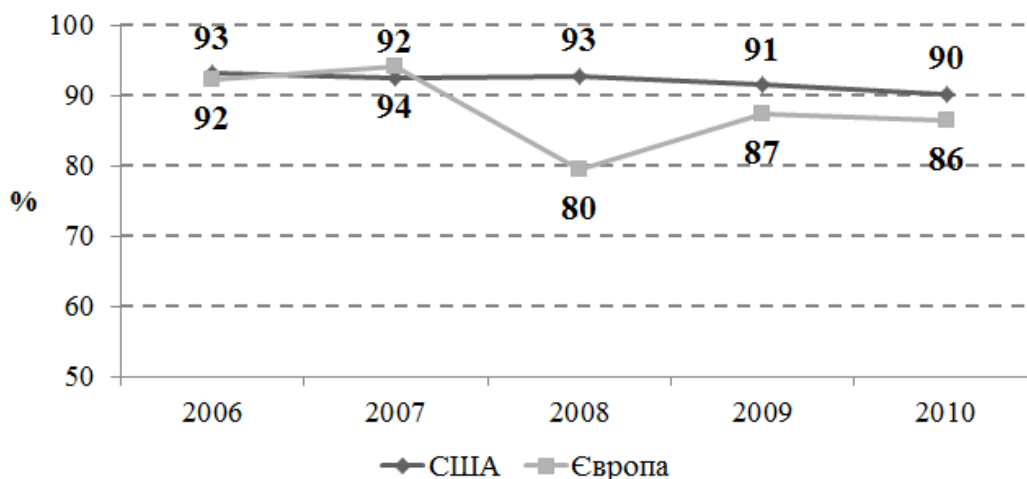


Рис. 1.5. Частка активів взаємних фондів у загальному обсязі чистих активів усіх ІСІ у США та Європі

Джерело: побудовано автором на основі даних ІСІ та EFAMA.

Також слід зауважити, що частка активів взаємних фондів США і Європи у сукупності складає не менше 80% активів взаємних фондів у світі (рис. 1.6).

Надалі з метою уникнення неточностей щодо статистичної інформації по ринках спільного інвестування різних країн та забезпечення співставності ми пропонуємо використовувати статистичні показники обсягів активів взаємних фондів у країнах світу, що збираються єдиною організацією – Національною асоціацією інвестиційних компаній США (ICI (USA)).

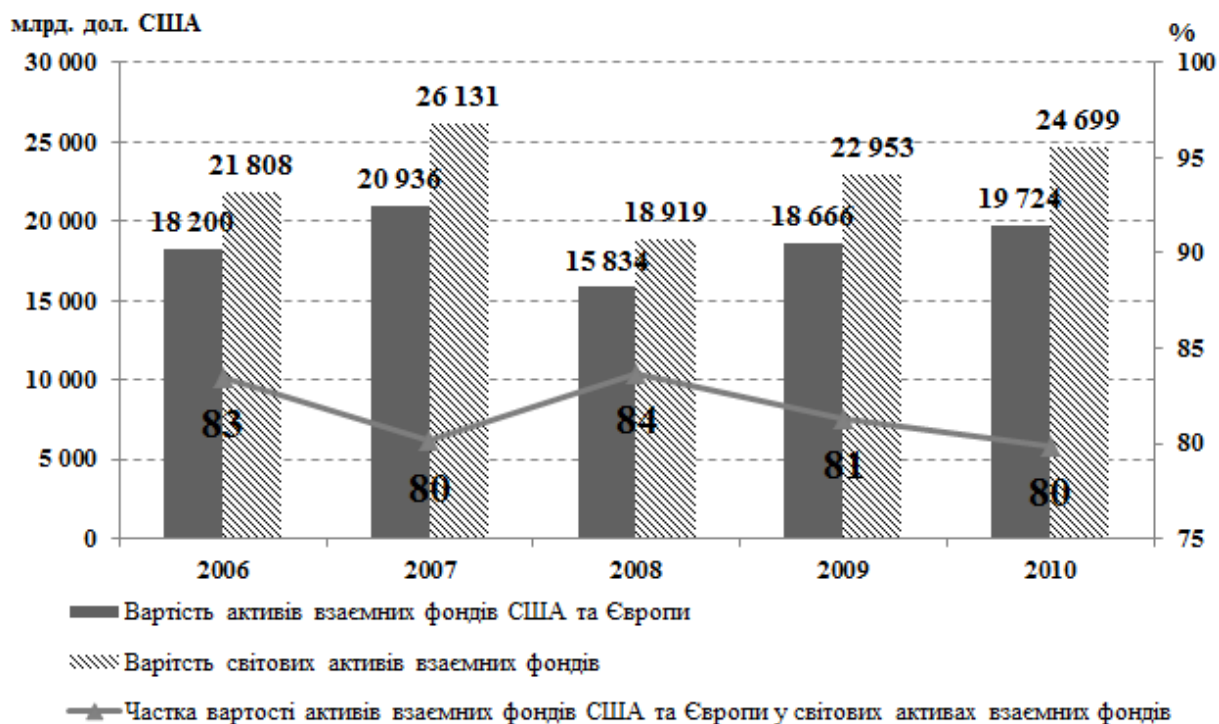


Рис. 1.6. Вартість активів взаємних фондів США і Європи та їх частка у світових активах взаємних фондів

Джерело: побудовано автором на основі даних ICI та EFAMA.

Загальна вартість чистих активів взаємних фондів у світі на кінець III кварталу 2011 року становила 23 127 млрд. дол. США [241]. Як свідчать дані рис. 1.7, найбільша частка чистих активів припадає на США – 47,8%. У той же час, частка Європи складає 31,6% (7 313 млрд. дол. США). Сукупна частка цих двох регіонів сягає 79,4% світових чистих активів взаємних фондів.

Враховуючи окреслені особливості географічного розподілу активів інвестиційних фондів, вважаємо за доцільне більш детально зупинитися на специфіці їх діяльності у Європі та США.

З огляду на те, що отримання детальної статистичної інформації по європейському регіону ускладнене через необхідність узагальнення даних по

багатьох країнах, в процесі дослідження нами отримана деталізовану інформацію лише станом на кінець 2009 року, що надавалася Європейською асоціацією інвестиційних фондів та управління активами (узагальнена інформація щодо обсягів активів була наявна станом на кінець III кварталу 2011 року, яка наведена на попередньому рисунку).

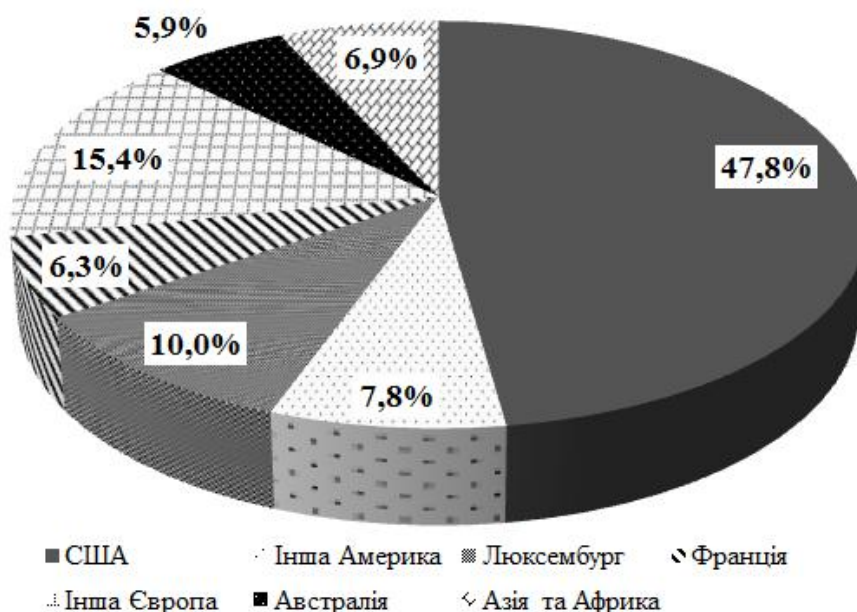


Рис. 1.7. Структура чистих активів взаємних фондів у різних країнах світу на кінець 3 кварталу 2011 року

Джерело: EFAMA

Так, на кінець 2009 року, за даними Європейської асоціації інвестиційних фондів та управління активами, найбільший обсяг активів інвестиційних фондів припав на такі країни, як Франція, Німеччина та Велика Британія (рис. 1.8).

Слід зауважити, що з точки зору доміцилію, найбільший обсяг активів припадає на Люксембург (1841 млрд. євро), Францію (1421 млрд. євро) та Німеччину (1020 млрд. євро). Це пояснюється тим, що класифікація за місцем доміцилію включає в себе також дані по фондах фондів, а також активи, передані на зовнішнє управління (управляються не в Європі).

Для більш детального аналізу тенденцій розвитку інвестиційних фондів у Європі наведемо стисло характеристику підходів до класифікації інвестиційних фондів у Європі.

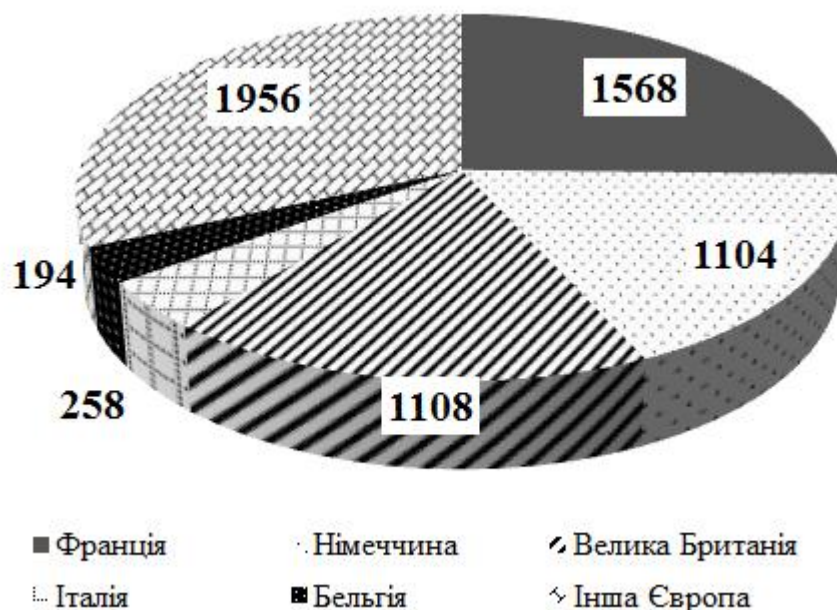


Рис. 1.8. Структура активів інвестиційних фондів країн Європи на кінець 2009 року, млрд. євро

Джерело: Європейська асоціація інвестиційних фондів та управління активами (EFAMA)

Головна класифікаційна ознака для європейських інвестиційних фондів – це приналежність або неприналежність до групи UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities).

UCITS – це інвестиційні фонди, які відповідають правилам якості Європейського Союзу, відповідно до директиви 85/611/ЕЕС, що вступила в дію ще в 1985 році й оновлюлася в середині 2010 року.

Статус UCITS містить у собі паспорт фонду, що дає кілька переваг як для фонду, так і для інвесторів:

- фонд продає свої паї в будь-якій країні ЄС, та не зобов'язаний додатково узгоджувати свої дії з дозвільними інституціями окремих країн, він має лише проінформувати регулятора окремої країни;
- щоб одержати «паспорт» інвестиційний фонд виконує суворі правила, які стосуються багатьох важливих для інвесторів факторів: адекватний ризик–менеджмент за рахунок обмеження максимальних вкладень в облігації, акції однієї компанії, заборона на використання позик (leverage), стандарт надання інформації.

Фонди, що не належать до UCITS (non-UCITS), переважно, являють собою інститути спільного інвестування, що регулюються згідно національних специфічних нормативних актів. Наприклад, це фонди нерухомості, спеціальні фонди для інституційних інвесторів.

Європейська класифікація інвестиційних фондів була розроблена Європейським форумом класифікації фондів – робочою групою EFAMA, що була утворена з представників провідних транснаціональних управляючих компаній та національних асоціацій. Згідно цієї класифікації виділяється 4 види інвестиційних фондів:

- фонди акцій (зобов'язані інвестувати принаймні 85% своїх активів у акції);
- фонди облігацій (зобов'язані інвестувати принаймні 90% своїх активів в облігації, вкладення в акції не допускаються);
- фонди грошового ринку (головний критерій віднесення фондів до цієї групи – дюрація – середньозважений показник дюрації по активах фонду має знаходитися в діапазоні від 60 днів до 1 року. Відповідно активи такого фонду можуть включати інструменти грошового ринку або короткострокові боргові цінні папери);
- змішані (збалансовані) фонди (об'єктом інвестування є і акції, і облігації, і інструменти грошового ринку).

Кожен з цих видів фондів має свою більш детальну класифікацію за різними ознаками: сектор, обсяг капіталізації для фондів акцій; валюта, відсоткова ставка, кредитний рейтинг для фондів облігацій тощо).

Також виділяють фонди абсолютного доходу (Absolute return funds), фонди загального доходу (Total return funds), фонди конвертованих цінних паперів (Convertibles), відкриті фонди нерухомості (Open-ended real estate funds), закриті фонди нерухомості (Closed-ended real estate funds) тощо.

Ми зосередимося на UCITS фондах та в розрізі названої класифікації проаналізуємо структуру їх вкладень (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Структура розміщення активів інвестиційних фондів країн ЄС за типами, %

Типи фондів	Роки					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Фонди акцій	41	40	29	34	37	33
Збалансовані	15	16	16	15	17	16
Фонди облігацій	23	22	23	23	24	27
Фонди грошового ринку	16	17	26	21	16	19
Інші фонди	5	5	6	7	6	5

Джерело: Європейська асоціація інвестиційних фондів та управління активами (EFAMA)

Як свідчать наведені дані, у цілому в Європі найбільш поширеними напрямками вкладення коштів інвестиційними фондами є акції (33%) та облігації (27%). Хоча також слід звернути увагу на той факт, що після кризового періоду 2008-2009 років європейські інвестиційні фонди так і не відновили обсяги вкладень в акції. Більше переваги віддається вкладенням в облігації та інструменти грошового ринку, що пов'язано все ще з високим рівнем невизначеності ситуації на ринку акцій. Звертаємо увагу на переважання акцій у структурі портфелів інвестиційних фондів Європи.

Крім того, хотілося б зауважити, що прийнятий на початку 2012 року у першому читанні Закон України «Про інститути спільного інвестування» передбачає створення в Україні спеціалізованих ІСІ, до яких відносяться інвестиційні фонди наступних класів:

- 1) фонди грошового ринку;
- 2) фонди державних цінних паперів;
- 3) фонди облігацій;
- 4) фонди акцій;
- 5) індексні фонди;
- 6) фонди банківських металів;
- 7) фонди фондів

Це є кроком назустріч світовій практиці функціонування інститутів спільного інвестування (насамперед, європейській), де критерій структури активів або інвестиційної стратегії є основним.

Досвід розвинених країн є показовим для етапу розвитку ІСІ в Україні. Оскільки у США ринок спільного інвестування набув найбільших масштабів та характеризується високим рівнем організації, доцільно більш детально зупинитися на окремих аспектах його функціонуванн. Використання окремих елементів та підходів до організації функціонування інститутів спільного інвестування у США з відповідною адаптацією до умов України сприятиме розвитку цієї важливої складової ринку фінансових послуг, особливо в частині розширення доступу до спільного інвестування населення.

Динамічність процесів на ринку спільного інвестування розвинених країн та особливо країн, що розвиваються, у т.ч. України, обумовлює необхідність постійного відстежування сучасних тенденцій його розвитку. Необхідність активізації вітчизняного фінансового ринку обумовлює нові вимоги до функціонування його складових. Принципи організації функціонування інститутів спільного інвестування в США (як одні з найбільш прогресивних), мають стати основною для впорядкування діяльності вітчизняних інвестиційних фондів, але з урахуванням національних особливостей. Крім того, реалізація цього процесу має відбуватися у відповідності з Загальними принципами «ВЕЛИКОЇ ДВАДЦЯТКИ» щодо захисту прав споживачів фінансових послуг, розроблених ОЕСР у жовтні 2011 року [41]

З огляду на окреслені перспективи вважаємо за доцільне більш детально зупинитися на дослідженні як сучасного стану ринку спільного інвестування у США, так і структури та принципів організації діяльності інститутів спільного інвестування цієї країни з метою виявлення напрямків вдосконалення функціонування інвестиційних фондів в Україні.

Саме інститути спільного інвестування на сьогодні є одними з провідних інституційних інвесторів на світових фінансових ринках. Американські ІСІ є найбільшими і найчисельнішими у світі. Так, за даними Національної асоціації інвестиційних компаній США (Investment Company Institute), станом на 31 грудня 2010 року чисті активи американських взаємних фондів становили

11820 млрд. дол. США, що складає 47,8% усіх чистих активів взаємних фондів у світі [204].

Розглядаючи ринок спільного інвестування Сполучених Штатів Америки, слід звернути увагу на той факт, що він має досить тривалу історію і на сьогодні є одним з найбільш розвинених і ефективних у світі. Хоча витoki спільного інвестування було закладено в Європі (Нідерландах та Великій Британії), у США інститути спільного інвестування почали активно розвиватися з 30-х років ХХ ст., коли були прийняті перші нормативні акти, що регулювали їх діяльність. Слід зауважити, що майже всі найважливіші нормативні акти у цій сфері були прийняті у 30-40-і роки ХХ ст., хоча й до них вносилися зміни та коригування. Такими основоположними нормативними актами у США на сьогодні є:

- Закон про інвестиційні компанії 1940-го року, який регулює структуру активів та діяльність інвестиційних компаній через систему вимог та обмежень на щоденні операції фондів та визначає вимоги до структури капіталу, умов реєстрації та зберігання активів тощо;
- Закон про цінні папери 1933 року, який визначає процедуру публічного розміщення цінних паперів, включаючи акції інвестиційних фондів;
- Закон про цінні папери та біржі 1934 року, який регулює процедуру торгівлі цінними паперами, діяльність фінансових посередників на ринку цінних паперів (андерайтерів, брокерів, дилерів) тощо;
- Закон про інвестиційних консультантів 1940 року, який встановлює вимоги до реєстрації всіх інвестиційних консультантів, регламентує домовленості між консультантами та їх клієнтами щодо винагороди, визначає вимоги до здійснення реєстрації, обліку та зберігання активів інвестиційних фондів.

Насамперед, слід звернути увагу на те, що існують певні розбіжності у тлумаченні терміну «інвестиційна компанія» у США та європейській практиці. Так, поняття «інвестиційної компанії» у законодавстві США відповідає поняттю

«інвестиційного фонду» в європейській практиці, а «інвестиційний банк» - поняттю «інвестиційної компанії» відповідно.

Відповідно до Закону про інвестиційні компанії 1940 року у США інвестиційні компанії поділяються на наступні види:

- 1) об'єднані інвестиційні трасти (Unit Investment Trusts, UITs);
- 2) управляючі інвестиційні компанії:
 - інвестиційні компанії закритого типу (Closed-End Investment Companies);
 - інвестиційні компанії відкритого типу або взаємні фонди (Open-End Investment Companies або Mutual Funds).

Іноді також виділяють окремі компанії, які випускають «особисті сертифікати» або «сертифікати з готівковою вартістю» (face amount certificates), за якими гарантуються визначені виплати. Такі компанії (FA-компанії) емітують сертифікати, що мають визначену номінальну вартість. Ці сертифікати за сутністю — форма контракту між інвестором і компанією. У них визначається номінал, еквівалентний сумі коштів інвестора, термін дії контракту про управління таким капіталом, умови управління, сплати базової інвестиційної суми і доходу, які відбуваються після завершення терміну дії контракту. Таким чином, FA-компанії виступають боржником інвесторів і несуть ризики від інвестицій капіталів клієнтів у фінансові активи.

Термін погашення сертифікатів компанією складає в середньому вісім років, а середній розмір номіналу — приблизно три тисячі доларів. Звичайно номінальна вартість таких сертифікатів сплачується інвестором частками протягом певного часу. Об'єкти інвестування таких компаній — іпотека, кредитування будівництва, цінні папери [15, с. 37]. Ці компанії користувалися великою популярністю в інвесторів в тридцяті роки двадцятого сторіччя, але на сьогодні їх частка є дуже малою і вони фактично не використовуються.

Найбільшими як за обсягом активів в управлінні, так і за кількістю власне фондів, є взаємні фонди. Такі фонди можуть мати портфелі, що активно управляються; акції таких фондів можуть бути викуплені в будь-який момент на

вимогу вкладника фонду за чистою вартістю активів. Станом на 31 грудня 2010 року вартість чистих активів взаємних фондів у США становила 11 821 млрд. дол. США або 90,2% чистих активів усіх ІСІ у США.

Інвестиційні компанії закритого типу випускають фіксовану кількість цінних паперів, що торгуються на фондовій біржі. Інвестиційна компанія не бере на себе зобов'язань викупати акції таких фондів до завершення строку їх існування. Станом на 31 грудня 2010 року вартість чистих активів інвестиційних компаній закритого типу у США становила 241 млрд. дол. США або 1,8% чистих активів усіх ІСІ у США.

Об'єднані інвестиційні трасти мають характеристики як інвестиційних компаній закритого типу, так і взаємних фондів. Так, об'єднані інвестиційні трасти подібно до інвестиційних компаній закритого типу, як правило, випускають фіксовану кількість акцій (що називаються паями). Але подібно до взаємних фондів, паї об'єднаних інвестиційних трастів є такими, що підлягають викупу. Іншою особливістю таких фондів є те, що портфелі їх активів не змінюються часто, а утримуються незмінними протягом тривалого періоду. Станом на 31 грудня 2010 року вартість чистих активів об'єднаних інвестиційних трастів у США становила 51 млрд. дол. США або 0,4% чистих активів усіх ІСІ у США.

Також іноді в окремий тип виділяють біржові індексні фонди (Exchange-Traded Funds – ETFs). Це є по суті гібридним типом інвестиційних компаній. Відповідно до структури та законодавства, такі фонди класифікуються як взаємні фонди або об'єднані інвестиційні трасти, але цінні папери цих фондів торгуються на фондових біржах. Національна асоціація інвестиційних компаній США виділяє цей вид інвестиційних фондів у окремий (разом з взаємними фондами, закритими фондами та об'єднаними інвестиційними трастами). Станом на 31 грудня 2010 року вартість чистих активів біржових індексних фондів у США становила 992 млрд. дол. США або 7,6% чистих активів усіх ІСІ у США.

Здійснюючи порівняльний аналіз з інвестиційними фондами, що діють в Україні, слід зазначити, що інвестиційним компаніям закритого типу у США

відповідають закриті фонди в Україні, взаємним фондам – відкриті фонди відповідно, хоча і слід зауважити, що в Україні відкриті інвестиційні фонди є виключно пайовими, відповідно, емітуються інвестиційні сертифікати, а не акції.

Виходячи з розповсюдженості та обсягів чистих активів найбільш цікавими для нас є взаємні фонди, інвестиційні компанії закритого типу та об'єднані інвестиційні трасти. Саме ці типи інвестиційних компаній ми і розглянемо детальніше.

Як ми вже згадували раніше, саме взаємні фонди у США є найбільш поширеними – в їх управлінні знаходиться 90% усіх активів інвестиційних фондів країни [204, с.9].

Інвестиційні компанії, які зобов'язуються у будь-який момент часу викупати свої акції по ціні, що дорівнює або наближається до вартості їх чистих активів (ВЧА), називаються інвестиційними компаніями відкритого типу (або відкритими фондами). Більшість таких компаній, відомих як взаємні фонди, також постійно пропонують нові акції до публічного розміщення по ціні, що дорівнює або наближається до вартості їх чистих активів. Таким чином, вони здійснюють «відкрити» капіталізацію (тобто збільшення капіталу), при цьому число акцій в обігу змінюється щоденно [183, с. 745].

Вартість акцій взаємних фондів визначається виходячи з вартості чистих активів (ВЧА) на одну акцію (Net Asset Value (NAV) per share), яка розраховується як відношення різниці ринкової вартості активів та зобов'язань взаємного фонду до загальної кількості акцій фонду в обігу [168, с. 198]:

$$ВЧА_{акції} = \frac{\text{Ринкова вартість активів} - \text{Вартість зобов'язань}}{\text{Кількість акцій фонду в обігу}} \quad (1.1)$$

Взаємні фонди створюються згідно із законами штатів як корпорації або «ділові трасти» (business trusts). Взаємні фонди мають усіх відповідних посадових осіб, включаючи довірену особу (trustee). Однак на відміну від більшості інших компаній, управління взаємними фондами, як правило, здійснюється сторонніми особами. Взаємні фонди управляються третіми особами, що є або афілійованими

організаціями, або незалежними компаніями, що здійснюють управління активами таких фондів [202, с. 174].

Структура функціонування взаємного фонду включає як звичайні складові, так і специфічні елементи (див. рис. 1.9).

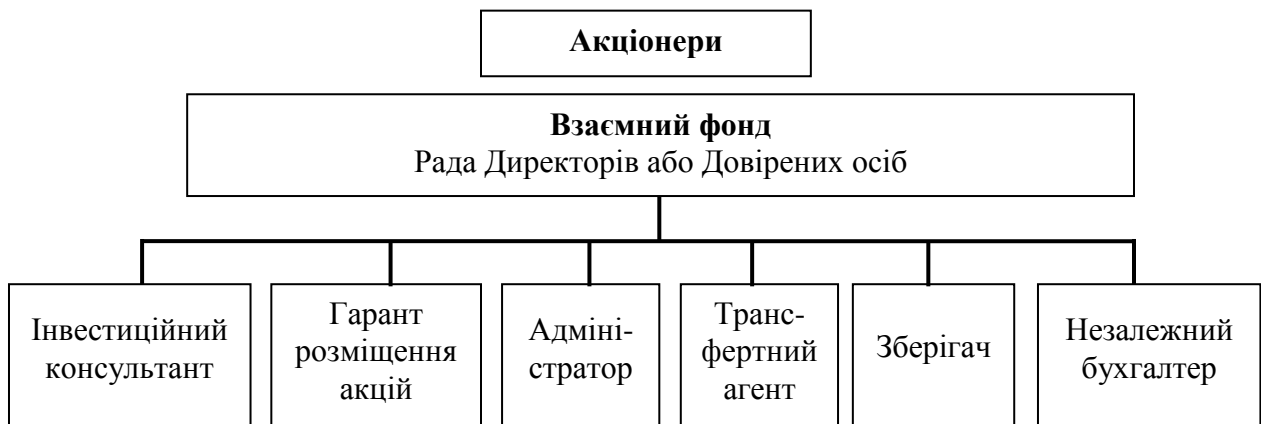


Рис. 1.9. Структура взаємного фонду у США [203, с. 189]

Рада Директорів (Board of Directors or Trustees) взаємного фонду обирається акціонерами для виконання функцій управління фондом. Основними обов'язками Ради Директорів є нагляд за діяльністю фонду, в тому числі схвалення угод з управляючою компанією та іншими компаніями, послугами яких користується фонд.

Інвестиційний консультант (Investment Adviser) управляє портфелем фонду відповідно до інвестиційних цілей та політики, визначених в інвестиційній декларації фонду.

Гарант розміщення акцій (Principal Underwriter) відповідальний за продаж акцій фонду безпосередньо інвесторам через публічне розміщення або опосередковано через брокерів.

На адміністратора (Administrator) покладено функції «бек-офісу». Серед його обов'язків – нагляд за діяльністю компаній, послугами яких користується фонд, забезпечення відповідності діяльності фонду законам, внутрішній аудит, бухгалтерські функції тощо.

Трансфертний агент (або реєстратор, Transfer Agent) зобов'язаний вести реєстр акціонерів фонду, розраховувати та розподіляти дивідендний та

капітальний дохід по акціях фонду. Також через реєстратора здійснюються будь-які операції з акціями фонду.

Основною функцією зберігача (Custodian) є зберігання активів взаємного фонду окремо від активів управляючої компанії.

В механізмі діяльності відкритих фондів в Україні, які є найближчим аналогом серед наших фондів, присутня більшість особливостей, притаманних функціонуванню американських взаємних фондів. В Україні в якості «інвестиційного консультанта» виступає компанія з управління активами (КУА). В іншому, практика є подібною.

Іншою важливою складовою і характеристикою діяльності взаємних фондів у США є механізм розміщення акцій фонду. Взаємні фонди використовують два способи продажу своїх акцій – безпосередньо на ринку та за допомогою посередників. Як правило, при безпосередньому продажу на ринку ціна акцій дорівнює вартості чистих активів на одну акцію. Фонди, що не додають націнку до ВЧА, називаються фондами «без навантаження» (no-load funds). Інший спосіб продажу акцій фонду передбачає використання посередників, яким сплачуються комісійні, виходячи з кількості проданих акцій. До таких посередників належать брокери, фінансові агенти тощо. Компанії відкритого типу, які використовують такий спосіб розповсюдження своїх акцій, називаються фондами «з навантаженням» (load funds), оскільки оплата комісійних означає «навантаження» (load charge) на вартість чистих активів. Величина навантаження по закону не може перевищувати 8,5% інвестованої суми.

Коли акціонери взаємного фонду бажають продати свої акції, вони, зазвичай, отримують суму, що дорівнює вартості чистих активів у розрахунку на одну акцію, помножену на кількість акцій, що продаються. Однак деякі фонди стягують компенсаційний збір (redemption fee), який зазвичай не перевищує 1% вартості чистих активів фонду, і, як правило, не стягується з акціонера, що володіє акціями більше 60 днів. Тому його основне призначення полягає в тому, щоб протидіяти продажу акцій інвестором одразу ж після купівлі [183, с. 747-748].

Як правило, якщо фонд не стягує націнку за продаж акцій, то він вимагає додаткової плати за викуп (погашення) акцій у інвестора. Такі фонди називаються фондами «з платою за вихід» (back-end load fund). У такому випадку плата може складати від 4 до 6%. Формально така плата називається умовно відстроченими витратами (contingent deferred sales charge, CDSC).

У США існують фонди, що не стягують комісійних ні при купівлі, ні при продажу акцій, але відраховують кожен рік до 1,25% середньої за рік щоденної величини активів фонду для покриття торгових витрат. Такий механізм відшкодування збитків офіційно був затверджений Правилком 12b-1 Комісії по цінних паперах та біржі (SEC), прийнятим 1980 року [168, с. 200].

Відповідно до описаних систем «навантаження» у США існують різні класи акцій взаємних фондів. У такому разі інвестор має можливість вибрати той клас, який його більше влаштовує. Наприклад, клас А може передбачати 5% навантаження, але не включати щорічного збору 12b-1, у той час як клас В – не передбачати навантаження та включати збір 12b-1 в розмірі до 0,5% на рік плюс умовно відстрочені витрати (CDSC), що сплачується при продажу акцій інвестором. Цей збір дорівнює 5%, якщо інвестор продає належні йому акції протягом року після придбання і потім зменшується на 1% на рік, досягаючи нуля через 5 років. Крім того, клас В за своїми умовами може конвертуватися в клас А через 5 років (коли умовно відстрочені витрати досягають нуля). Ця характеристика дозволяє інвесторам, що купили акції класу В, уникнути через 5 років збору 12b-1. Може існувати також клас акцій С, коли інвестор щорічно протягом усього часу володіння акціями платить збір 12b-1 в розмірі 1% [183, с. 748].

Така практика організації продажу акцій взаємних фондів у США може бути надзвичайно корисною в Україні, підвищуючи гнучкість механізму акумулювання коштів дрібних інвесторів. Існування акцій фондів різних класів розширює перелік інструментів, що визначають обрання інвесторами певного горизонту інвестування коштів. Так, якщо інвестор здійснює вкладення коштів на відносно короткий проміжок часу, більш привабливим для нього інструментом

будуть акції класу С; у разі ж здійснення більш довготривалого вкладення коштів доцільним є придбання акцій класу А. Такий вибір інструментів дає можливість інвесторам формувати свої інвестиційні стратегії по роботі з інвестиційними фондами. Єдиною перешкодою запровадження такої практики в Україні є невисокий рівень поінформованості інвесторів, однак з розвитком інвестиційних фондів і залученням більшої кількості фізичних осіб до практики спільного інвестування, ця перешкода буде поступово зникати.

Іншим типом інвестиційних фондів є інвестиційні компанії закритого типу. За обсягом активів такі фонди у США на кінець 2010 року були на другому місці після взаємних фондів (не враховуючи ETF). Їх активи склали 241 млрд. дол. США. Однак за кількістю фондів ця група є найменшою в США. Інвестиційних компаній закритого типу на початок 2010 року налічувалося 624, у той час як кількість взаємних фондів склала 8545, об'єднаних інвестиційних трастів – 5971 [204, с. 9, 16].

На відміну від взаємних фондів, інвестиційні компанії закритого типу в США не викупають свої акції. Акції таких фондів, як правило, обертаються на біржових та позабіржових ринках цінних паперів. Брокерські комісійні сплачуються інвестором як при купівлі, так і при продажу акцій.

Ціна акцій таких фондів визначається попитом і пропозицією, відповідно вона може відхилитися від вартості чистих активів. У разі, коли акції торгуються за ціною нижче за чисту вартість активів, вони називаються дисконтними, а коли вищою ВЧА – преміальними.

Більшість закритих фондів не обмежено за строками існування. Дивіденди та проценти, отримувані фондом на цінні папери зі свого портфеля, а також чистий прибуток від приросту капіталу розподіляються серед акціонерів. Однак більшість фондів допускають реінвестування таких виплат. У такому разі «капіталізація» фонду є «закритою», тобто рідко передбачає випуск нових акцій.

Зазвичай, акції інвестиційних компаній закритого типу пропонуються для публічного розміщення за ціною, вищою за вартість чистих активів майже на 10%, що пов'язано з необхідністю виплати фондом винагороди андеррайтеру.

Після цього акції таких фондів вільно обертаються на вторинному ринку, і самі фонди мають право викупати свої акції. Однак на практиці така ситуація зустрічається досить рідко.

Протягом усього часу існування інвестиційних фондів у США закриті фонди були менш поширеними, ніж взаємні фонди. Результати досліджень свідчать про те, що загальна сума інвестицій в інвестиційні компанії закритого типу були в 12 разів меншими, ніж у відкриті [232, с. 232]. Останнім часом цей розрив зростає і становить більше 30 разів.

Окремим видом інвестиційних компаній закритого типу є фонди з фіксованим строком життя. Такі фонди називаються строковими трастами (term trust). Перший такий фонд – Blackstone Target Term Trust – був закритим фондом, спонсором якого була компанія Blackstone Financial Management (зараз вона називається Black Rock Financial Management). Фонд було відкрито у 1988 році. Строкові трасти, як правило, інвестують кошти в облігації, строк погашення яких пов'язаний, але не обов'язково співпадає зі строком життя самого трасту. Ціль таких фондів полягає у поверненні інвестору початкових інвестицій та виплаті доходу, що забезпечує дохідність вище тієї, яку дають цінні папери Казначейства США зі строком погашення, що співпадає зі строком життя фонду [168, с. 201-202].

Таким чином, інвестиційні компанії закритого типу у США відрізняються від закритих фондів в Україні. Основна відмінність – переважно відсутність обмежень за строками існування таких фондів. Разом із тим, обидва типи передбачають котирування акцій таких фондів на вторинному ринку. Особливості щодо строків можуть бути пов'язані з невисокою ліквідністю таких акцій в Україні, що відповідно обумовлює визначення строку діяльності фонду, по настанні якого акції погашаються інвестиційною компанією. Надалі по мірі розвитку інвестиційних фондів доцільним також є менш жорстке регулювання по строках існування таких фондів, що менше впливатиме на ринкову вартість таких акцій на вторинному ринку.

І ще одним типом інвестиційних фондів у США є об'єднані інвестиційні трасти. Об'єднані інвестиційні трасти являють собою інвестиційні компанії, які протягом усього часу свого існування володіють портфелем цінних паперів встановленого розміру та структури, тобто структура портфелю змінюється рідко.

У випадку створення об'єданого інвестиційного трасту управляюча компанія випускає сертифікати, що підлягають погашенню (redeemable trust certificates), які розповсюджуються серед інвесторів.

Більшість інвестиційних трастів володіють цінними паперами з фіксованою доходністю, і припиняють своє існування, коли витікає строк обігу цінних паперів. Строк існування трастів коливається від шести місяців (для об'єднаних інвестиційних трастів, що оперують інструментами грошового ринку) до 20 років (для компаній, що працюють з облігаціями) [183, с. 742].

Однак пайові інвестиційні трасти мають низку особливостей порівняно з інвестиційними компаніями закритого або відкритого типу. По-перше, по інструментах з портфеля об'єднаних інвестиційних трастів фактично не проводиться активних торгів. По-друге, пайові трасти мають фіксований строк існування. І по-третє, на відміну від інвесторів закритих та взаємних фондів, інвестор пайового трасту знає, що портфель фонду складається з визначеного набору цінних паперів і його структура не буде суттєво змінюватися протягом існування трасту [168, с. 202].

Тобто об'єднані інвестиційні трасти по суті є формою довгострокового вкладення коштів інвесторів у стійкий портфель цінних паперів (що залишається майже незмінним протягом строку існування фонду). Така інвестиція, як правило, передбачає невисокий рівень доходів, але й відносно невисокий ризик. Оцінюючи перспективи поширення інвестиційних фондів такого типу в Україні, слід відмітити, що їх функціонування стане можливим за умов розвитку ринку цінних паперів. Ці інститути на ринку спільного інвестування можуть скласти конкуренцію іншим фінансовим посередникам, які працюють з державними цінними паперами, та банкам.

Узагальнюючи види інститутів, що діють на ринку спільного інвестування у США, ми упорядкували різні типи інвестиційних фондів, виокремивши їх ключові характеристики, а також дослідили відповідність класифікації інвестиційних фондів у США українській практиці. Отримані результати представлені в додатку Б.

Таким чином, в Україні в умовах становлення ринку спільного інвестування очевидною відчувається потреба у вдосконаленні механізму спільного інвестування. Запровадження зарубіжного досвіду можливо за умов подальшого розвитку ринку цінних паперів, забезпечення відповідного доступу до послуг зі спільного інвестування дрібних інвесторів (населення), вдосконалення нормативної бази регулювання процесів спільного інвестування, забезпечення прозорості діяльності компаній з управління активами, підвищення рівня фінансової грамотності та поінформованості учасників, зміцнення довіри до діяльності фінансових посередників у цілому.

Ми не можемо нехтувати тенденціями розвитку ринків спільного інвестування, які склалися в розвинутих країнах. Насамперед, мова йде про домінування інвестиційних фондів відкритого типу (взаємних фондів у США).

І саме у США ринок спільного інвестування характеризується різноманітністю форм організації та масштабністю. Важливим моментом є необхідність розвитку саме відкритих фондів, які у США є найпоширенішими. Це є підтвердженням активної участі населення в інвестиційних процесах в країні. Розвиток фондів закритого типу також має бути пов'язаний з лібералізацією регулювання щодо строків існування фондів, що одночасно сприятиме збільшенню ліквідності акцій таких фондів на вторинному ринку. Тим не менше, на сьогоднішньому етапі розвитку ринку спільного інвестування в Україні ці елементи є лише першими кроками. Подальшого вдосконалення потребують такі напрямки, як оптимізація системи оподаткування вкладників інвестиційних фондів, визначення різних інвестиційних стратегій фондів компаніями з управління активами, формування диверсифікованих портфелів активів, забезпечення адекватного рівня ризику за портфелем тощо. Саме на питаннях

інвестиційних стратегій та стратегічних рішень інвестиційних управляючих, формування портфелів інвестиційних фондів, особливостей структури вкладених коштів за типами активів ми детальніше зупинимося в наступному розділі.

Висновки до розділу 1

Дослідження теоретичних засад діяльності інститутів спільного інвестування в Україні, особливостей їх функціонування на фінансовому ринку з урахуванням виконуваних ними функцій дозволило автору отримати такі висновки:

1. Передумовою розвитку фінансового посередництва є розподіл функцій між учасниками економічних відносин з приводу обслуговування кругообігу фінансових активів, що згодом призвело до поступово виокремлення цієї діяльності у самостійний вид бізнесу. Об'єктивні зміни в практиці господарювання слугували рушійною силою для формування нових теоретичних підходів та розробки концепцій щодо сутності фінансового посередництва: трансакційної та інформаційної. Відповідно, виокремлені нами основні умови виникнення фінансових посередників дозволили нам виявити специфіку їх функціонування в Україні.
2. Узагальнивши підходи вітчизняних та іноземних науковців на визначення сутності поняття «фінансовий посередник», ми дійшли висновку, що фінансовими посередниками є спеціалізовані фінансові установи, які надають фінансові послуги з мобілізації, акумулювання та подальшого розміщення фінансових ресурсів в процесі здійснення операцій з фінансовими активами в інтересах фізичних та юридичних осіб з використанням власних фінансових інструментів.
3. На основі аналізу різних підходів до класифікації фінансових посередників визначено місце інститутів спільного інвестування в

системі надання фінансових послуг з мобілізації, акумулювання та подальшого розміщення фінансових ресурсів фізичних та юридичних осіб, яке полягає у створенні дієвого механізму залучення до інвестиційних процесів широкого кола індивідуальних інвесторів. Наголошено на необхідності врахування Загальних принципів «ВЕЛИКОЇ ДВАДЦЯТКИ» щодо захисту прав споживачів фінансових послуг, розроблених ОЕСР в процесах спільного інвестування з метою розширення доступу до них індивідуальних інвесторів.

4. Запропоновано авторське тлумачення поняття «ринок спільного інвестування» на основі виділення ключових ознак діяльності зі спільного інвестування згідно чинного законодавства, а також практики їх функціонування в Україні та зарубіжного досвіду. Запропоновано розглядати ринок спільного інвестування як особливу сферу економічних відносин з приводу акумулювання коштів індивідуальних інвесторів та подальшого їх розміщення за участю професійних учасників фінансового ринку (КУА, зберігачів, реєстраторів, незалежних оцінювачів, аудиторів та ін.), що передбачає емісію власних фінансових інструментів, має комерційний характер та спрямована на задоволення специфічних фінансових потреб дрібних клієнтів в отриманні доходу від операцій з фінансовими активами на фондовому ринку.
5. Досліджено організаційно-правові засади функціонування інститутів спільного інвестування, зокрема:
 - узагальнено основні підходи до класифікації ІСІ: за формою організації (корпоративні та пайові), залежно від порядку здійснення діяльності (відкриті, інтервальні та закриті), за періодом діяльності (строкові, безстрокові), за структурою активів (диверсифіковані та недиверсифіковані);
 - розкрито зміст, місце та особливості функціонування венчурних ІСІ на ринку спільного інвестування в Україні;

- визначено специфіку діяльності корпоративних та пайових інвестиційних фондів відповідно до законодавчих вимог щодо їх функціонування в Україні.
6. В процесі досліджень світового ринку спільного інвестування обґрунтовано домінуючу роль інвестиційних посередників США у регіональному розрізі, а також абсолютне переважання взаємних фондів (відкритого типу) у світовій практиці функціонування інститутів спільного інвестування. Запропоновано використання ключових підходів до організації функціонування інститутів спільного інвестування в США (як одних з найбільш прогресивних) як основи для впорядкування діяльності вітчизняних інвестиційних фондів, але з урахуванням національних особливостей. Зокрема, наголошено на необхідності розвитку сегменту відкритих інвестиційних фондів як потенційно дуже потужного механізму активізації інвестиційних процесів у країні через залучення до них коштів фізичних осіб. Крім того, на основі більш детального аналізу особливостей діяльності взаємних фондів у США сформовано пропозиції щодо запровадження деяких елементів американського механізму розміщення акцій взаємних фондів в українській практиці. Акцентовано увагу на необхідності лібералізації регулювання щодо строків існування фондів, що одночасно сприятиме збільшенню ліквідності акцій таких фондів на вторинному ринку, а також оптимізації системи оподаткування вкладників інвестиційних фондів.

Висновки, рекомендації та пропозиції автора, що містяться у першому розділі, знайшли відображення в публікаціях автора [112, 114, 115, 117, 118, 121, 124, 126, 231], наведених у списку використаних джерел.

РОЗДІЛ 2

ФУНКЦІОНУВАННЯ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ

2.1. Сучасний стан та тенденції розвитку ринку спільного інвестування в Україні

Зародження ринку спільного інвестування в Україні припадає на період 1994-1995 років, коли було прийнято Положення «Про інвестиційні фонди і інвестиційні компанії». З того часу діяльність зі спільного інвестування обмежувалася лише використанням приватизаційних сертифікатів. І лише з 2001 року ринок спільного інвестування отримав потужний поштовх до розвитку – після прийняття закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», який визначив правове підґрунтя для виокремлення нового напрямку діяльності, пов'язаного з можливістю більш ефективного використання вільних ресурсів як фізичних, так і юридичних осіб [119, с.49].

З того часу діяльність зі спільного інвестування в Україні поширюється, обумовлюючи зростаючу увагу до даного напрямку наукової спільноти. Аналіз зарубіжного досвіду функціонування інститутів спільного інвестування дозволяє зробити висновок стосовно того, що у розвинених країнах інститути спільного інвестування поряд з іншими інституційними інвесторами є ключовими учасниками ринку фінансових послуг, що забезпечують мобілізацію, акумулювання та розміщення фінансових ресурсів, насамперед, індивідуальних інвесторів на фондовому ринку, сприяючи тим самим його розвитку.

За ці 10 років ринок спільного інвестування поступово розвивався, долаючи певні проблеми, однак динаміка була однозначно позитивною. Проте існує ціла низка як структурних, так і функціональних проблем, які перешкоджають подальшому його розвитку, що, у свою чергу, обмежує перспективи більш ефективного використання вільних фінансових ресурсів інвесторів.

Слід зазначити, що більш динамічний етап розвитку ринку спільного інвестування розпочався з 2006 року, що обумовило необхідність виокремлення та більш детальне дослідження даного етапу.

За останні 6 років ринок спільного інвестування в Україні характеризувався високою динамікою розвитку – загальна вартість активів за період 2006-2012рр. зросла більш ніж у 18 разів з 6,9 до 126,8 млрд. грн. (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Вартість активів інститутів спільного інвестування в Україні у 2006-2011 рр.

Показники	01.01.2006	01.01.2007	01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011	01.01.2012
Вартість активів ІСІ, млн. грн.	6 903,8	17 145,2	40 474,3	62 979,9	82 540,9	105 866,6	126 789,6
темп приросту до попереднього року, %	-	148	136	56	31	28	20
Вартість активів венчурних ІСІ, млн. грн.	5 650,1	15 771,8	36 452,0	58 694,3	76 028,2	96 976,2	116 901,4
темп приросту до попереднього року, %	-	179	131	61	30	28	21
Вартість активів невенчурних ІСІ, млн. грн.	448,8	1 373,4	4 022,3	4 285,6	6 512,7	8 890,4	9 888,2
темп приросту до попереднього року, %	-	206	193	7	52	37	11

Джерело: розрахунки автора за даними НБУ, Державної служби статистики, УАІБ

Не дивлячись на такі високі темпи зростання обсягу ринку, він все ще знаходиться на початковому етапі розвитку і має значний потенціал. Як видно з рис. 2.1, протягом аналізованого періоду відношення сукупних активів ІСІ в Україні до ВВП незмінно зростало і на початок 2012 року досягло 9,6%. Однак значення цього показника є надзвичайно малим порівняно зі світовою практикою. Наприклад, у середньому по Європі на кінець 2009 року частка активів в управлінні інвестиційних фондів відносно ВВП сягала 48%, а в деяких країнах значно перевищувала цей рівень. Так, у Франції та Великій Британії співвідношення активів в управлінні інвестиційних фондів до ВВП досягало 70-80% (Франція, Велика Британія) [194, с. 19]. Такі показники свідчать як про значущість сектору спільного інвестування загалом, так і про здатність

інвестиційних управляючих цих країн залучати до управління активи, що за юридичним статусом належать до інших країн.

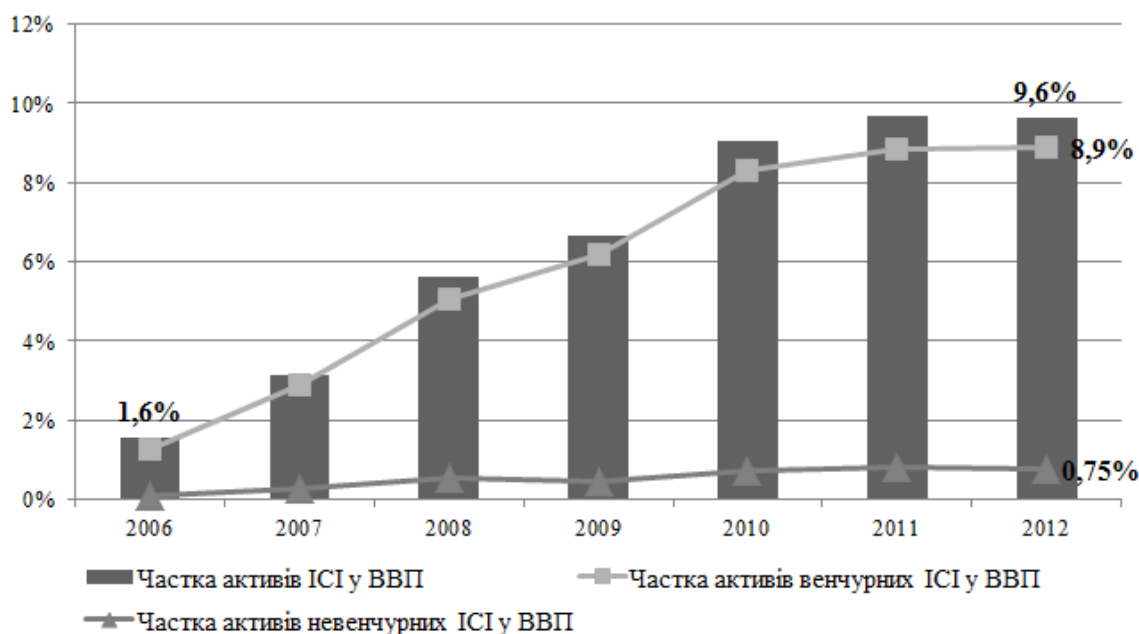


Рис. 2.1 Частка активів ІСІ у ВВП у 2006-2012 рр.*

* Активи ІСІ на початок відповідного періоду, ВВП – за попередній період

Крім того, додатковим підтвердженням існування значного потенціалу щодо зростання обсягу ринку спільного інвестування в Україні є порівняння сукупних активів ІСІ з активами банківського сектору. Як ми уже згадували, частка активів інститутів спільного інвестування у ВВП складає 9,6%. Водночас відношення активів банківської системи до ВВП станом на початок 2012 року склало 80,1%. Це свідчить про існування значних перекосів функціонування вітчизняного фінансового ринку, як у розрізі різних видів фінансових посередників, так і щодо світової практики. Тому надзвичайно малі обсяги ринку спільного інвестування порівняно з іншими сегментами фінансового ринку вважаємо першою і ключовою проблемою розвитку спільного інвестування в Україні. Домінування банків як посередників на ринку фінансових послуг визначає необхідність посилення конкуренції на ринку надання послуг дрібним інвесторам на основі зміцнення довіри та підвищення привабливості, виходячи з принципу прийнятності послуги.

З огляду на зазначене вище доцільно розглянути основні показники, що характеризують функціонування ринку спільного інвестування в Україні з метою

виокремлення ключових тенденцій, визначення основних проблем та напрямків їх вирішення.

У першу чергу, слід звернути увагу на особливість розподілу коштів спільного інвестування між венчурними та невенчурними інвестиційними фондами.

Так, станом на початок 2012 року обсяг активів в управлінні венчурних фондів становив 116 901 млн. грн. (92,2% всіх активів ІСІ), у той час як на всі публічні фонди (відкриті, інтервальні й закриті) припадало лише 9 888 млн. грн. (7,8%) [251].

В Україні венчурні ІСІ – являють собою свого роду синдикати венчурного капіталу. Але українські венчурні ІСІ мають відмінності порівняно з «класичними» венчурними фондами США та розвинених країн Європи і Азії. Зокрема, цільове спрямування вітчизняних фондів мало пов'язане з інвестуванням коштів у інноваційні проекти, переважно вони орієнтовані на такі сфери і галузі промисловості, як будівництво, харчування, транспортування тощо. Це робить їх подібними до історично перших форм венчурних фондів. Таким чином, за своєю функціональною спрямованістю вони не є класичними представниками фінансових посередників, що діють у сфері спільного інвестування.

Невенчурні фонди в класичному вигляді представляють сегмент інститутів спільного інвестування відповідно до світової практики, оскільки задовольняють інтереси, насамперед, дрібних інвесторів.

З огляду на окреслені особливості функціонування венчурних ІСІ в Україні, вважаємо за доцільне зупинитися на основних, на нашу думку, напрямках вдосконалення їх функціонування з метою приведення їх діяльності до прийнятої у світовій практиці моделі.

Насамперед, вимагає законодавчого та нормативного регулювання сама діяльність з венчурного інвестування. Поняття венчурного фонду на сьогодні міститься в законі України «Про інститути спільного інвестування». Згідно згаданого закону, недиверсифікований ІСІ закритого типу, який здійснює виключно приватне (закрите) розміщення цінних паперів ІСІ серед юридичних

осіб та фізичних осіб, є венчурним фондом. Відповідно, у законодавстві визначено лише особливості діяльності такого фонду з точки зору структури активів (менш жорсткі вимоги) та механізмів розміщення цінних паперів. У той же час, немає жодних формулювань, що визначали б цільове спрямування створення таких фондів (наприклад, фінансування інноваційних проектів). Більше того, так як венчурні ІСІ підпадають під норми регулювання будь-яких ІСІ в Україні, їх функціонування, виходячи із законодавчого визначення сутності діяльності зі спільного інвестування, спрямована на отримання прибутку від вкладення коштів, залучених від розміщення цінних паперів ІСІ у цінні папери інших емітентів, корпоративні права, нерухомість та інші активи. Тобто об'єктом інвестування у такому випадку є, насамперед бізнес, що вже функціонує, на противагу інноваційним проектам, які являють собою в більшості випадків лише ідею, що має бути втілена в життя в тій чи іншій формі. Відповідно по суті ключовою реальною функцією, яку виконують венчурні ІСІ в Україні відповідно до норм національного законодавства, є оптимізація оподаткування та відмивання капіталу, оскільки венчурні ІСІ не є платниками податку на прибуток.

Відповідно, згаданий закон має містити норми, що регулювали б діяльність венчурних фондів з точки зору саме цільового спрямування такої діяльності. Окремі позиції щодо таких механізмів містяться у Концепції розвитку національної інноваційної системи, розробленій Державним агентством України з інвестицій та інновацій та схваленій Розпорядженням Кабінету Міністрів України від 17.06.2009 р. № 680-р [146]. Одним із заходів реалізації напрямів розвитку національної інноваційної системи є створення умов для інвестування венчурного капіталу у високотехнологічні інноваційні проекти. Іншою важливою складовою досягнення визначених цілей є створення умов для трансферу технологій та підвищення ефективності охорони прав інтелектуальної власності шляхом:

- формування та забезпечення розвитку ефективної системи капіталізації результатів інтелектуальної діяльності;
- впровадження ефективного механізму трансферу технологій;

- у напрямі створення ефективної системи державної підтримки модернізації економіки на основі технологічних інновацій

Однак варто зауважити, що Концепція не містить конкретних пропозицій щодо реалізації вказаних завдань.

Позитивними за своєю суттю є 2 проекти законів, що на сьогодні знаходяться в роботі. Це Проект Закону України «Про венчурні фонди» та Проект Закону України «Про венчурну діяльність в інноваційній сфері» [133] від 29.11.2007р., хоча й останній з них було знято з розгляду 07.07.2011 року.

Проект Закону України «Про венчурні фонди» [132] містить III розділ «Венчурні інноваційні фонди», у якому визначено, що за рахунок коштів венчурних інноваційних фондів, але не виключно, здійснюється фінансування діяльності інноваційних підприємств, визнаних такими відповідно до порядку, затвердженого спеціально уповноваженим органом виконавчої влади, визначеним Кабінетом Міністрів України. Венчурні інноваційні фонди здійснюють діяльність з венчурного інвестування, результатом якого є виробництво інноваційної продукції, що відповідає вимогам, встановленим законодавством.

Слід зауважити, що ініціативи щодо впорядкування діяльності венчурних фондів, насамперед, щодо спрямування їх на реалізацію інноваційних проектів, є позитивними напрямками вдосконалення діяльності зі спільного інвестування. Однак, на нашу думку, ключовою ідеєю такого вдосконалення має стати наступне:

- венчурні фонди мають бути чітко розмежованими на такі, що спрямовані на реалізацію інноваційних проектів та інші;
- для венчурних фондів мають бути прописані особливості оподаткування таких фондів. Зокрема для неінноваційних венчурних фондів має бути визначено режим оподаткування, що обмежує можливість ухилення від сплати податків на прибуток (на сьогодні ставка оподаткування інвестиційного доходу для юридичних осіб складає 21%, для фізичних осіб – 5%);
- для венчурних інноваційних фондів має бути створене правове поле для їх функціонування за основним призначенням, в тому числі

механізми функціонування інфраструктури таких фондів, включаючи технопарки.

Реалізація зазначених напрямків вдосконалення функціонування дозволить принаймні частково вивести з тіні функціонування венчурних ІСІ в Україні, як це відбувається в поточних умовах. Обмеження можливостей оптимізації оподаткування сприятиме «очищенню» ринку спільного інвестування України від «схемних» фондів. А чітке визначення умов функціонування інноваційних венчурних фондів сприятиме забезпеченню економічної безпеки держави, створенню високотехнологічної конкурентоспроможної екологічно чистої продукції, наданню високоякісних послуг та збільшенню експортного потенціалу держави з ефективним використанням вітчизняних та світових науково-технічних досягнень.

Також слід звернути увагу на деякі позитивні тенденції в динаміці обсягів активів венчурних та невенчурних ІСІ. Зокрема, протягом періоду 2006-2012 року (цей етап розвитку ми вважаємо вже більш «зрілим») активи невенчурних ІСІ зростали більшими темпами, ніж венчурних (див. табл. 2.1). Виключенням був лише 2008 рік, що пояснюється впливом негативних наслідків світової фінансової кризи, зокрема спостерігався значний відплив коштів з публічних інвестиційних фондів. Насамперед, це стосується відкритих та інтервальних інститутів спільного інвестування. У той же час динаміка обсягів активів закритих фондів залишилася позитивною, що забезпечило зростання загальних обсягів активів невенчурних ІСІ. Щодо венчурних фондів, то протягом 2008 року спостерігалася стійка тенденція до зростання обсягу їх активів.

В процесі дослідження ситуації на ринку спільного інвестування, на наш погляд, особливу увагу слід звернути на публічні фонди.

Так, частка активів невенчурних ІСІ до ВВП на початок 2012 року дорівнювала лише 0,75%, що є мізерним показником, адже акумулювання коштів через невенчурні ІСІ більшою мірою відображає поширеність цих фінансових посередників серед широкого кола інвесторів, насамперед, дрібних. І саме значення цього показника доцільніше порівнювати з відношенням активів

іноземних ІСІ до ВВП. Порівняння цих показників є віддзеркаленням фактично зародкового етапу розвитку вітчизняного ринку спільного інвестування.

Таким чином, домінування венчурного інвестування є другою важливою проблемою розвитку інститутів спільного інвестування в Україні (після вказаної вище проблеми обсягу ринку порівняно з іншими сегментами фінансового ринку) і основною перешкодою розвитку українського ринку спільного інвестування.

Іншою важливою характеристикою рівня розвитку ринку спільного інвестування є кількість інвестиційних фондів та компаній з управління активами (рис. 2.2).

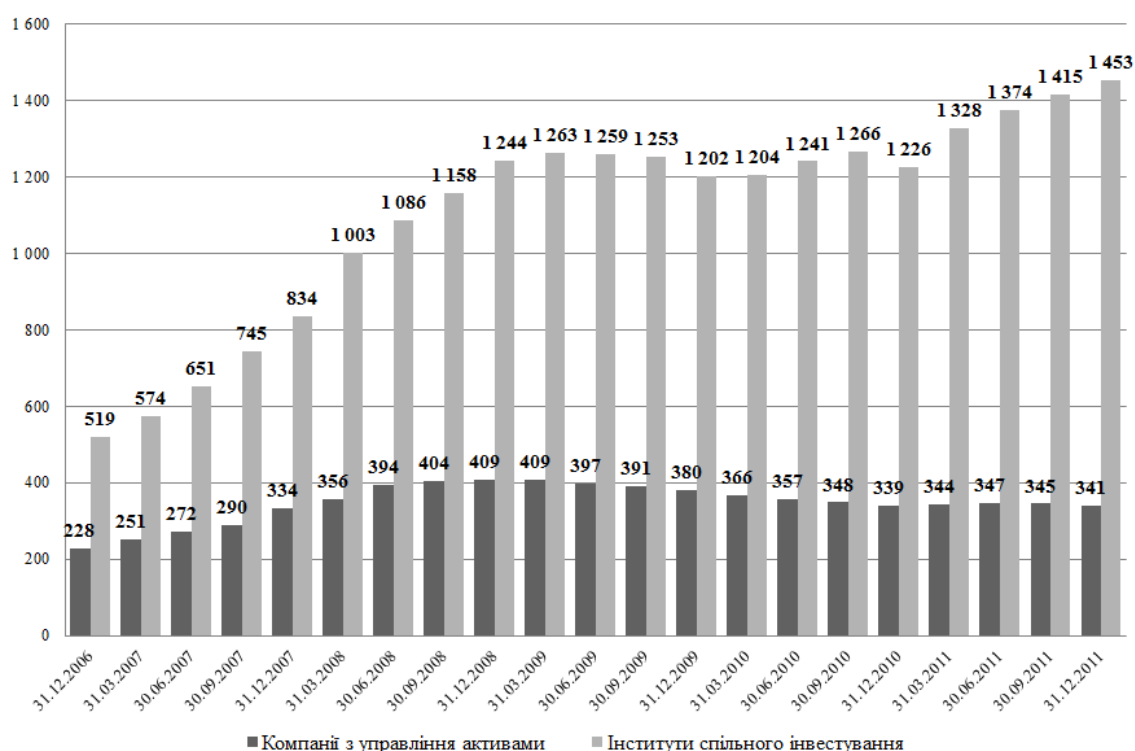


Рис. 2.2. Кількість КУА та ІСІ в Україні у 2007-2011 роках

Джерело – Українська асоціація інвестиційного бізнесу

Як видно з рис. 2.2, кількість учасників ринку спільного інвестування з кінця 2008 року стабілізувалася і навіть мала тенденцію до зменшення аж до початку 2011 року. Після цього тенденція до зростання кількості інвестиційних фондів відновилася, що було пов'язано подоланням значних невизначеностей щодо ситуації на ринку.

Максимальна кількість компаній з управління активами була зафіксована на кінець I кварталу 2009 року, і з того періоду спостерігається стійка тенденція до

зменшення їх кількості. Це може свідчити про певного роду «очищення» ринку спільного інвестування від малих, неефективних компаній з управління активами, оскільки саме друга половина 2008 року стала надзвичайно важким періодом для КУА з огляду на масштабний обвал фондового ринку. Щодо інститутів спільного інвестування, то тут тенденція є подібною, хоча й має свої особливості. Низхідний тренд по кількості інвестиційних фондів протягом 2009 року (після вказаного обвалу фондового ринку) був пов'язаний з проблемами з виконанням законодавчих вимог щодо досягнення нормативів та визнання фондів такими, що відбулися. Кількісні зміни щодо учасників ринку спільного інвестування також свідчать про «укрупнення ринку» - показник кількості ІСІ в розрахунку на одну КУА збільшився за період з 1 січня 2007 року до 1 січня 2012 року з 2,28 до 4,26.

Звертає на себе увагу структура інвестиційних фондів за типами. Так, станом на 1 січня 2012 року в Україні кількість ІСІ, що досягли нормативів, становила 1125 фондів (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Кількість ІСІ, що досягли законодавчих нормативів станом на 1 січня 2012р.

		Кількість	Частка, %
Пайові	Відкриті	43	3,8
	Інтервальні	40	3,6
	Закриті диверсифіковані	10	0,9
	Закриті недиверсифіковані	35	3,1
	Закриті венчурні	772	68,6
Корпоративні	Інтервальні	2	0,2
	Закриті недиверсифіковані	128	11,4
	Закриті венчурні	95	8,4
Усього		1125	100,0

Джерело: Українська асоціація інвестиційного бізнесу

Показовим є той факт, що понад 77% від загальної кількості інвестиційних фондів в Україні – це венчурні фонди (див. табл. 2.2).

Таким чином, на невенчурні фонди припадає лише 23% від кількості інститутів спільного інвестування. Разом з тим, серед них переважають закриті

недиверсифіковані фонди. Саме ці фонди серед невенчурних є найбільш ризикованими (мають більш агресивну інвестиційну стратегію) та передбачають інвестування коштів на тривалий проміжок часу без зобов'язань компаній з управління активами викупати інвестиційні сертифікати до моменту завершення строку існування фонду. До недиверсифікованих ІСІ висуваються менш жорсткі законодавчі вимоги щодо структури активів, що передбачає можливість більш гнучкого управління активами.

Відповідно, це є свідченням більшої зацікавленості інвесторів саме у можливостях отримання більшого інвестиційного доходу не дивлячись на підвищені ризики, пов'язані з інвестуванням у фонди такого типу.

Щодо розподілу обсягу чистих активів ІСІ, то, як ми вже зазначали раніше, найбільша частка припадає на венчурні інвестиційні фонди. Аналогічна ситуація спостерігалася протягом останніх років (табл. 2.3).

Так, станом на 1 січня 2012 року чисті активи венчурних ІСІ досягли 103 657 млн. грн., а їх частка в загальному обсязі чистих активів інвестиційних фондів в Україні перевищувала 92%.

Серед невенчурних інститутів спільного інвестування переважають закриті фонди не тільки за кількістю, а й за обсягом чистих активів в управлінні. Так, станом на 1 січня 2012 року на них припадало близько 95% усіх чистих активів публічних інвестиційних фондів в Україні, частка відкритих фондів дорівнювала 3%, інтервальних – 2%.

Слід звернути увагу на той факт, що протягом усього аналізованого періоду обсяг чистих активів закритих невенчурних ІСІ стрімко зростає. Навіть у кризовий період 2008-2009 років спостерігалася позитивна динаміка. Це було забезпечено, насамперед, зростанням кількості закритих недиверсифікованих інвестиційних фондів. За своєю природою такі фонди орієнтовані на довгострокове інвестування коштів вкладників, тому локальні кризові ситуації меншою мірою відображаються на показниках фондів.

Таблиця 2.3

Обсяги чистих активів інститутів спільного інвестування за типами фондів в Україні у 2006-2012 роках*

Типи ІСІ	Вартість чистих активів інститутів спільного інвестування за роками													
	2006р.		2007р.		2008р.		2009р.		2010р.		2011р.		2012р.	
	млн. грн.	% від загальної вартості	млн. грн.	% від загальної вартості	млн. грн.	% від загальної вартості	млн. грн.	% від загальної вартості	млн. грн.	% від загальної вартості	млн. грн.	% від загальної вартості	млн. грн.	% від загальної вартості
Невенчурні, усього	400,3	8,2	1 182,5	8,5	3 620,1	-	4 068,1	7,4	5 893,2	8,1	8 302,3	8,8	9 034,2	8,0
у т.ч.						-								
відкриті	28,0	0,6	62,0	0,4	555,4	-	503,3	0,9	234,4	0,3	281,4	0,3	227,0	0,2
інтервальні	31,3	0,6	41,4	0,3	283,4	-	182,8	0,3	246,5	0,3	245,2	0,3	181,8	0,2
закриті	341,0	7,0	1 079,2	7,7	2 781,3	-	3 382,0	6,2	5 412,3	7,5	7 775,7	8,2	8 625,3	7,7
Венчурні	4 497,8	91,8	12 743,7	91,5	н/д	-	50 557,0	92,6	66 662,1	91,9	86 439,1	91,2	103 656,9	92,0
Загалом	4 898,0	100,0	13 926,3	100,0	н/д	-	54 625,1	100,0	72 555,3	100,0	94 741,3	100,0	112 691,1	100,0

Джерело: розрахунки автора за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу

* станом на початок відповідного періоду

Крім того, значно м'якші вимоги до структури недиверсифікованих невенчурних фондів дозволяють управляючим такими фондами більш гнучко працювати з видами інструментів фінансового ринку, у які вкладаються кошти. У результаті, саме недиверсифіковані інвестиційні фонди мають у структурі своїх активів значну частку цінних паперів та інших фінансових інструментів, що не торгуються на організованих ринках. Це призводить до відносної стабільності вартості таких вкладень інвестиційних фондів, особливо в кризові періоди.

Щодо динаміки вартості чистих активів інтервальних та відкритих ІСІ в Україні протягом 2006-2012 років, то слід звернути увагу на наступні особливості. Піковий обсяг чистих активів інтервальних ІСІ було досягнуто у 2008 році – більше 283 млн. грн. На початок 2009 року відбулося більш ніж 35% зниження цього показника. Протягом 2009-2010 років чисті активи поступово зростали, сягнувши на 1 січня 2011 р. 245 млн. грн., що на 13% нижче аналогічного показника початку 2008 року. Однак уже на початок 2012 року відбулося чергове відчутне зниження обсягу активів для цих фондів – до 182 млн. грн., що пов'язано з черговим погіршенням кон'юнктури на фондовому ринку у другій половині 2011 року. У той же час динаміка обсягів чистих активів відкритих ІСІ є дещо відмінною. Саме відкриті ІСІ є найбільш вразливими до коливань на фондових ринках, оскільки вкладники таких фондів мають можливість у будь-який момент звернутися до інвестиційного фонду або компанії з управління активами щодо викупу останніми своїх цінних паперів. У результаті, в періоди погіршення ситуації на фондових ринках саме у відкритих інвестиційних фондах може спостерігатися значний відтік коштів. Така ситуація спостерігалася в Україні у 2008-2009 роках. Аналіз динаміки вартості чистих активів відкритих ІСІ за роками свідчить про те, що пік було зафіксовано на 1 січня 2008 року – 555,4 млн. грн. Різкий обвал фондових ринків наприкінці 2008 року призвів до суттєвого зниження вартості чистих активів саме відкритих ІСІ. Негативна динаміка фондових індексів і недовіра до інструментів фінансового ринку спричинила подальше зниження вартості чистих активів відкритих ІСІ у 2008-2009 роках. На 1 січня 2010 року цей показник зменшився більше ніж удвічі до 234 млн. грн. Але

протягом 2010 року відбувалося поступове відновлення вартості чистих активів, і вже на початок 2011 року вона зростає до 281 млн. грн., наблизившись до 50% пікового рівня 2008 року. Однак чергова хвиля негативу у світовій економіці знову обумовила відтік коштів з відкритих фондів – на 1 січня 2012 року обсяг чистих активів скоротився до 227 млн. грн. Отже, динаміка вартості чистих активів відкритих невенчурних ІСІ у посткризовий період є найгіршою. Це є третьою (після нерозвиненості сегменту ІСІ в межах фінансового ринку та абсолютного домінування венчурних ІСІ) надзвичайно важливою проблемою розвитку вітчизняного ринку спільного інвестування, оскільки саме відкриті інвестиційні фонди у світовій практиці є найбільш поширеним каналом залучення вільних фінансових коштів як юридичних, так і (особливо) фізичних осіб. Це є потенційно дуже потужним внутрішнім джерелом розвитку вітчизняного фондового ринку та активізації інвестиційних процесів в Україні.

Підтвердженням цього висновку є результати комплексного аналізу структури вартості чистих активів інститутів спільного інвестування в Україні за типами інвесторів (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Структура чистих активів інститутів спільного інвестування за типами інвесторів в Україні станом на 1 січня 2012 року

Інвестори	Вартість чистих активів інститутів спільного інвестування за роками			
	усі типи ІСІ		невенчурні ІСІ	
	млн. грн.	% від загальної вартості	млн. грн.	% від загальної вартості
юридичні особи				
резиденти	91 281,4	81,0	5 813,7	64,4
нерезиденти	16 608,8	14,7	860,1	9,5
фізичні особи				
резиденти	4 734,1	4,2	2 347,8	26,0
нерезиденти	66,7	0,1	12,6	0,1
Загалом	112 691,1	100,0	9 034,2	100,0

Джерело: Українська асоціація інвестиційного бізнесу

Як видно з табл. 2.4, майже 96% чистих активів усіх інститутів спільного інвестування в Україні належить юридичним особам, у тому числі 81% - резидентам. Відповідно, на фізичних осіб припадає лише близько 4% чистих

активів. Однак слід звернути увагу, що така структура є характерною, насамперед, через домінування венчурних ІСІ. Якщо ж розглянути розподіл вартості чистих активів невенчурних ІСІ за типами інвесторів, то тут ситуація дещо відрізняється (див. табл. 2.4).

Тут також серед інвесторів домінують юридичні особи, хоча їх частка є дещо меншою. Фізичним особам належить близько 26% чистих активів невенчурних ІСІ (трохи більше 2,36 млрд. грн.), що є достатньо низьким показником і свідчить про низький рівень поширеності серед населення даного напряму інвестування вільних коштів. Як свідчить зарубіжна практика, саме кошти населення є потенційно дуже потужним джерелом інвестиційних ресурсів для економіки будь-якої країни. Залучення населення до інвестиційних процесів сприяє розширенню ресурсної бази інвестування, розвитку фінансового сектору та підвищенню рівня інвестиційної привабливості країни для зарубіжних інвесторів. Це є четвертою ключовою проблемою, яка не лише стримує подальший розвиток ринку спільного інвестування в Україні, а й обмежує перспективи розширення інвестиційної діяльності. На більш детальному розгляді цих питань ми зупинимося в наступному розділі.

Щодо непопулярності інвестиційних фондів серед як фізичних, так і юридичних осіб, то слід зауважити, що причина такої ситуації полягає, насамперед, у недостатній поінформованості, рівні фінансової грамотності та надто обережному ставленні потенційних інвесторів до такого напрямку вкладення власних вільних коштів. Співставлення рівня дохідності вкладень у інвестиційні фонди дозволяє виявити доцільність здійснення таких вкладень порівняно зі стандартними та поширеними в Україні іншими напрямками інвестування коштів (рис. 2.3).

На рис. 2.3 наведено показники дохідності різних типів інститутів спільного інвестування, фондового індексу ПФТС, вартості золота, дохідності гривневих депозитів, вартості нерухомості в Києві та показники інфляції в Україні за період 2007-2010 років. Цей проміжок часу є показовим, оскільки він охоплює цілу низку періодів, що дозволяли отримувати як високі рівні дохідності від різних

інструментів інвестування коштів, так і могли призводити до значних фінансових втрат.

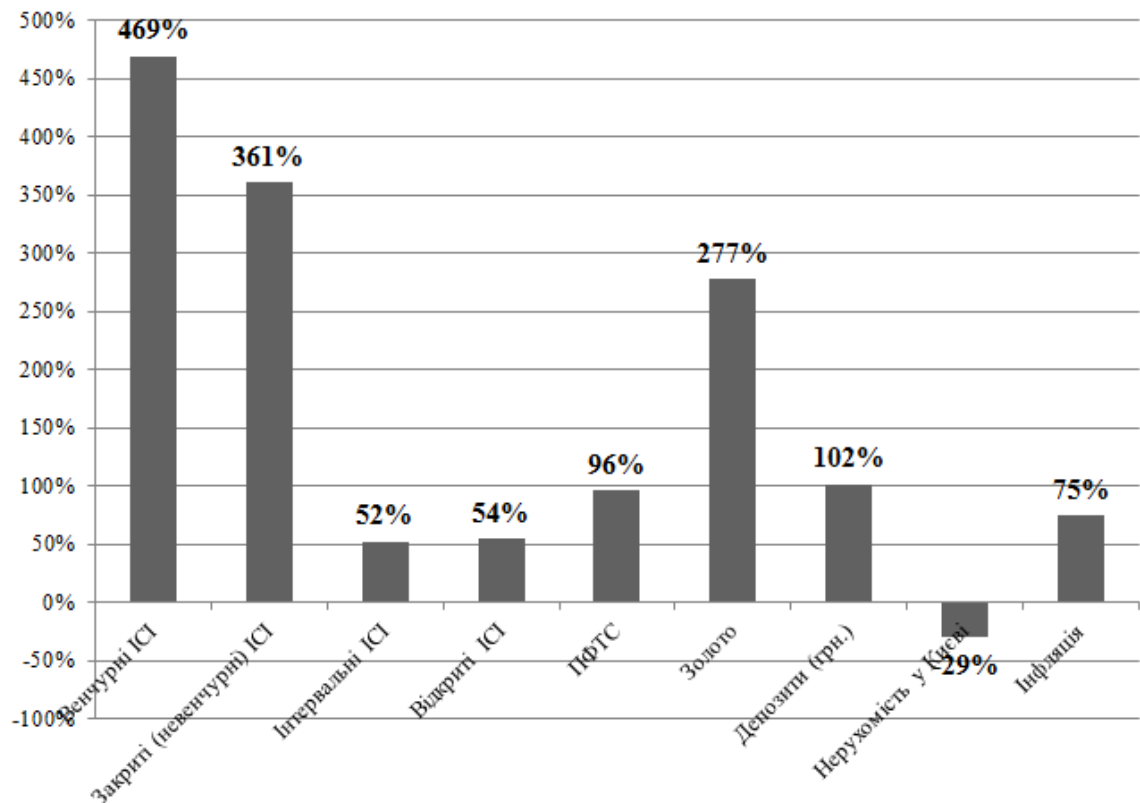


Рис. 2.3. Кумулятивна дохідність ІСІ, інших інструментів інвестування коштів та рівень інфляції в Україні за період 2007-2010 років

Джерело: Українська асоціація інвестиційного бізнесу

Серед таких періодів можна виділити наступні:

- 2007-початок 2008 років – стрімке зростання фондового ринку, що створило можливості для отримання високої дохідності від інвестування коштів безпосередньо у цінні папери (акції, облігації), а також від вкладення коштів у інвестиційні фонди;
- друга половина 2008-початок 2009 років – різкий обвал світових та українських фондових індексів в умовах ескалації фінансової кризи, що призвело до негативних результатів діяльності інвестиційних фондів;
- кінець 2008-середина 2009 років, коли національна грошова одиниця девальвувала більш ніж на 60%;

- 2009-2010 роки, коли на фоні значного зниження схильності до ризику інвесторів у світі ціна золота зросла у доларовому еквіваленті більш ніж на 60%;
- 2009-2010 роки, коли після стрімкого зростання цін на нерухомість в Україні спостерігалася стагнація ринку житлової та комерційної нерухомості.

Тому якщо подивитися на акумульовані показники дохідності різних інструментів інвестування коштів за вказаний період, ми дійшли висновку, що вкладення коштів в інститути спільного інвестування є цілком адекватною альтернативою. Зокрема, дохідність венчурних ІСІ перевищила 450%, що є найбільшим показником серед аналізованих.

Але з огляду на згадувані вище особливості діяльності таких інститутів в Україні, зосередимося на показниках публічних ІСІ. Так, найбільшу дохідність за цей період показали закриті ІСІ – 361%. Це є значно вище за дохідність інвестицій в золото (навіть у гривневому еквіваленті, з урахуванням девальвації національної валюти) та інвестицій у індексний кошик ПФТС, що найчастіше виступає бенчмарком при оцінюванні ефективності діяльності інститутів спільного інвестування. Також важливим показником є випередження дохідності інвестування в закриті ІСІ порівняно з дохідністю депозитів, оскільки на сьогодні саме депозити є основним напрямком вкладення вільних коштів як фізичних, так і юридичних осіб. За своєю природою інвестування коштів у закриті ІСІ передбачає тривалий період діяльності таких інститутів, як правило, не менше 3-5 років. Саме тому, як свідчать результати проведеного аналізу, закриті ІСІ виконують свою основну функцію та дозволяють отримати дохід не тільки вищий за рівень інфляції чи дохідність за банківськими депозитами, а й забезпечує найбільш ефективне використання вкладення коштів серед досліджуваних напрямків.

Щодо результатів діяльності відкритих та інтервальних ІСІ, то за період 2007-2010 рр. вони забезпечували дуже близькі рівні дохідності – трохи більше 50%. Ці показники є нижчими за дохідність вкладення коштів в індексний кошик ПФТС та зберігання коштів на гривневому депозиті. Однак вкладення коштів у ці

типи інститутів спільного інвестування передбачає більш активну позицію інвесторів. Як уже згадувалося раніше, учасники таких фондів мають можливість вимагати в інвестиційного фонду або компанії з управління активами викупу емітованих ними цінних паперів. Тобто особливістю такого виду інвестування є відстежування вкладником ринкової кон'юнктури та прийняття відповідних заходів – придбання додатково сертифікатів та акцій відкритих та інтервальних ІСІ на фазі росту ринку та їх реалізація на фазі зниження фондового ринку. Тому для цих інструментів більш доцільно аналізувати ефективність на коротких проміжках часу – принаймні річних інтервалах (табл. 2.5). Зокрема, у 2007 та 2009 роках вкладення коштів у відкриті та інтервальні ІСІ забезпечувало покриття не лише інфляції, а й дохідності гривневих депозитів.

Таблиця 2.5

Рівень інфляції, дохідність ІСІ та інших інструментів інвестування коштів в Україні у 2007-2010 роках, %

Дохідність або показники зміни вартості	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
Венчурні ІСІ	100	23	43	62	н/д
Закриті (невенчурні) ІСІ	84	-5	100	33	-8
Інтервальні ІСІ	52	-35	34	15	-19
Відкриті ІСІ	66	-30	18	13	-22
ПФТС	135	-74	90	70	-45
Золото	30	60	37	32	17
Депозити (грн.)	15	17	21	24	17
Нерухомість у Києві	13	4	-32	-11	-5
Інфляція	17	22	12	9	8

Джерело: Українська асоціація інвестиційного бізнесу

Наприклад, у 2008 році, коли відбувся різкий обвал фондових індексів, найбільш ефективним напрямком інвестування коштів стало золото, оскільки саме в періоди фінансових криз золото стає ледь не єдиним активом, вартість якого зростає. Також показовим моментом є те, що протягом будь-якого з аналізованих років (крім 2008) нерухомість виявилася найменш дохідним напрямком інвестування коштів. Таким чином, доведено, що інститути спільного інвестування є серйозною альтернативою класичним інструментам вкладення вільних фінансових ресурсів фізичних та юридичних осіб внаслідок забезпечення

значно вищого рівня дохідності. Однак непоширеність ІСІ серед потенційних інвесторів в Україні багато в чому пояснюється як недостатнім рівнем поінформованості та фінансової освіти останніх, так і відносно низьким рівнем довіри більшої частини населення України. Вказані можливості отримання надлишкових дохідностей пов'язані з необхідністю здійснення усвідомлених дій інвестора, на відміну від пасивної позиції при зберіганні коштів на депозитних рахунках.

З огляду на зазначене вище, слід відмітити значний потенціал зростання вітчизняного ринку спільного інвестування, про що уже згадувалося раніше. В якості додаткової ілюстрації цього твердження вважаємо за доцільне проаналізувати середні обсяги чистих активів венчурних та невенчурних ІСІ в Україні (рис. 2.4).

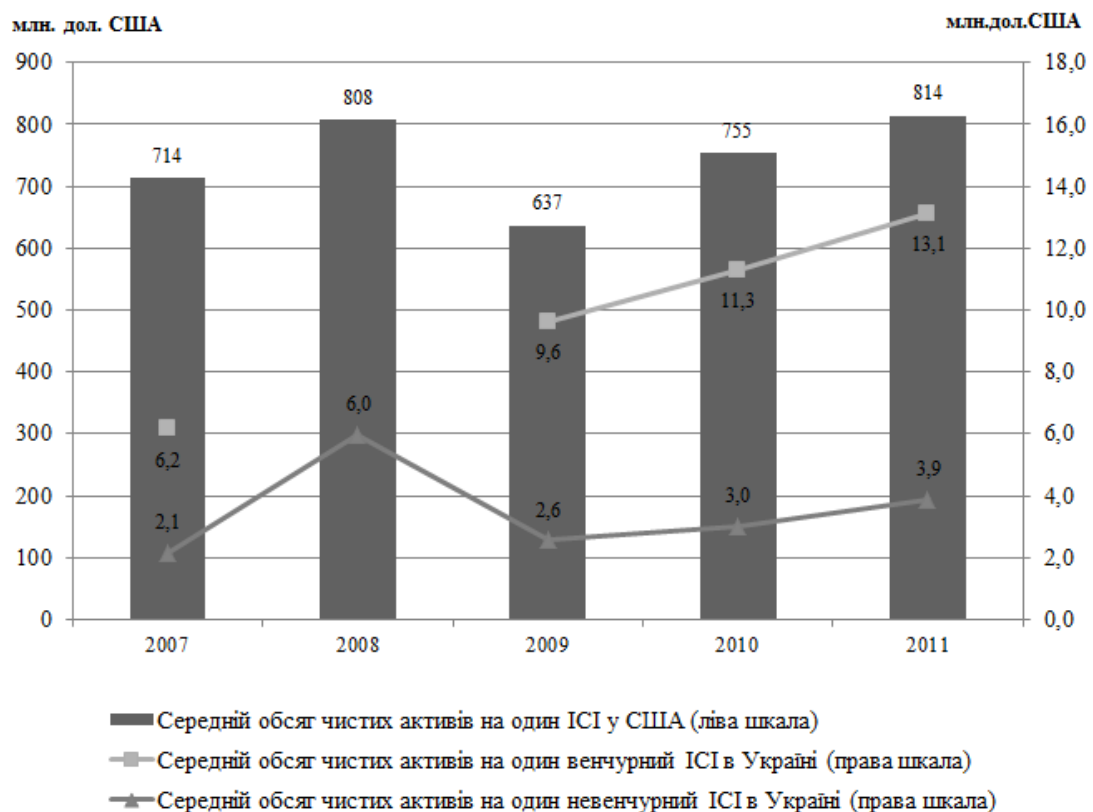


Рис. 2.4. Середній обсяг чистих активів інститутів спільного інвестування в Україні та США у 2007-2011 роках*

Джерело: розрахунки автора за даними Національної асоціації інвестиційних компаній США та Української асоціації інвестиційного бізнесу

* Інформація про обсяг чистих активів венчурних ІСІ на початок 2008 року відсутня

Як видно з рис. 2.4, протягом 2007-2011 років середній обсяг активів на один ІСІ в США коливався в межах 630-815 млн. дол. США. У той же час, обсяг українського ринку спільного інвестування є незначним. Для венчурних ІСІ за останні 5 років середня вартість чистих активів на один ІСІ зросла більш ніж удвічі з 6,2 до 13,1 млн. дол. США. У той же час, для невенчурних ІСІ, які є більш показовими для рику спільного інвестування у класичному його розумінні, відповідний показник зріс на початок 2011 року лише до 3,9 млн. дол. США. Більше того, саме у доларовому еквіваленті цей рівень є нижчим за показник 2008 року. Таким чином, відновлення ринку спільного інвестування в Україні в посткризовий період тільки починається, що свідчить про певний потенціал його зростання.

Виходячи із зазначених проблем і особливостей функціонування ринку спільного інвестування в Україні, вважаємо за доцільне запропонувати основні напрями вдосконалення взаємодії суб'єктів ринку спільного інвестування (додаток В), реалізація яких сприятиме поширенню діяльності інститутів спільного інвестування в Україні, насамперед, через залучення населення до механізмів спільного інвестування. Більш детально зупинятися на вказаних напрямках ми будемо в межах подальших наших досліджень перспектив розвитку інститутів спільного інвестування в Україні.

Таким чином, на сьогоднішній день вітчизняний ринок спільного інвестування все ще знаходиться на початковому етапі розвитку. Інститути спільного інвестування, порівняно з іншими фінансовими посередниками, не є достатньою мірою поширеними та розповсюдженими. Це створює передумови для подальшого розвитку і зростання ролі інвестиційних фондів у процесах активізації інвестиційної діяльності та більш ефективного використання вільних фінансових ресурсів фізичних та юридичних осіб. В ході аналізу сучасного стану та тенденцій розвитку інститутів спільного інвестування в Україні ми дійшли висновку про існування низки проблем, що є характерними для поточної ситуації та стримують подальший розвиток ринку спільного інвестування в Україні, а саме:

- надзвичайно малі обсяги ринку спільного інвестування порівняно з іншими сегментами фінансового ринку та світовою практикою. Частка активів інститутів спільного інвестування у ВВП складає 9,6%. Для країн Європи відповідний показник сягає 50% і більше. Станом на початок 2012 року відношення активів банківської системи до ВВП склало 80,1%. Це свідчить про наявність значних викривлень у структурі вітчизняного фінансового ринку, у т.ч. щодо акумулювання та обслуговування потоків грошових коштів індивідуальних інвесторів;
- домінування венчурного інвестування та незначна частка публічних ІСІ. Так, частка активів невенчурних ІСІ до ВВП на початок 2012 року складала лише 0,75%, що є мізерним показником, адже саме активи невенчурних ІСІ більшою мірою відображають рівень поширення цих фінансових посередників серед широкого кола інвесторів, насамперед, дрібних;
- незначні обсяги активів відкритих ІСІ серед інших невенчурних ІСІ. Так, станом на 1 січня 2012 року на відкриті ІСІ припадало лише 2,5% вартості чистих активів невенчурних ІСІ в Україні. А саме відкриті інвестиційні фонди у світовій практиці є найбільш поширеним каналом залучення вільних фінансових коштів юридичних та особливо фізичних осіб. Це є потенційно дуже потужним внутрішнім джерелом розвитку вітчизняного фондового ринку та активізації інвестиційних процесів в Україні;
- надзвичайно низький рівень участі фізичних осіб у інвестиційних фондах. 96% чистих активів усіх інститутів спільного інвестування в Україні належить юридичним особам, у тому числі 81% - резидентам. Відповідно, на фізичних осіб припадає лише близько 4% чистих активів. У сегменті невенчурних ІСІ серед інвесторів також домінують юридичні особи, хоча їх частка є дещо меншою. Фізичним особам належить близько 26% чистих активів невенчурних ІСІ, що

складає трохи більше 2,36 млрд. грн. А саме кошти населення, як свідчить зарубіжна практика, є потенційно дуже потужним джерелом інвестиційних ресурсів для економіки будь-якої країни. Залучення населення до інвестиційних процесів в Україні в подальшому сприятиме більш ефективному використанню їх заощаджень для вкладання в інвестиційно привабливі фінансові активи.

Таким чином, вирішення вищезазначених проблем дозволить забезпечити більш ефективне використання внутрішніх і зовнішніх фінансових ресурсів, сприятиме розвитку вітчизняного фондового ринку та активізації інвестиційних процесів в Україні.

2.2. Основні етапи управління активами інститутів спільного інвестування, їх зміст та особливості реалізації

Динамічний розвиток фінансового ринку України обумовлює подальше розширення сфери діяльності фінансових посередників. Діяльність інститутів спільного інвестування в Україні набуває все більшого поширення з огляду на зростання зацікавленості як фізичних, так і юридичних осіб до портфельного інвестування. Сприяє подібним процесам подальший розвиток фінансового ринку на основі використання все більшої кількості фінансових інструментів та розширення переліку доступних для інвесторів фінансових активів, удосконалення їх обігу, створення сприятливих можливостей для фінансових посередників щодо розміщення вільних фінансових ресурсів інвесторів у ці активи. І саме підходи ІСІ до формування структури інвестиційного портфеля впливають на ефективність їхньої діяльності, а отже, визначають місце таких фондів на ринку спільного інвестування.

З огляду на це, структура розміщення активів інвестиційних фондів має надзвичайно важливе значення не лише для ІСІ як господарюючого суб'єкта і професійного учасника фінансового ринку, а й для його вкладників, які

розраховують на ефективну діяльність обраного ними фінансового посередника, що забезпечуватиме їм отримання інвестиційного прибутку.

Діяльність інвестиційних фондів, насамперед, спрямована на забезпечення зростання вартості інвестиційного портфеля та отримання індивідуальними інвесторами інвестиційного прибутку за рахунок ефективного розміщення активів компанією з управління активами інституту спільного інвестування. Тому підходи до формування інвестиційного портфеля є ключовим фактором, що визначає ефективність діяльності ІСІ.

З огляду на це основна мета вдосконалення управління фінансовими активами полягає у забезпеченні умов зростання конкурентних переваг, вчасного виконання зобов'язань, а також поліпшення фінансового стану як власників цінних паперів ІСІ, так і його клієнтів. Саме тому для ІСІ — професійного учасника фінансового ринку — найважливішим є розширення його частки на ринку, посилення довіри клієнтів, підвищення рейтингових оцінок діяльності тощо [47, с. 71].

Інструментом досягнення зазначених цілей є формування такої структури розміщення активів, яка забезпечуватиме максимізацію дохідності інвестиційних вкладень та мінімізацію рівня ризику. Тобто інвестиційний менеджер, або компанія з управління активами приймає рішення про формування портфеля інвестицій на основі певних підходів, які мають узгоджуватися з нормативними вимогами.

Слід зауважити, що формування інвестиційного портфеля є ключовим, але не першим етапом в механізмі спільного інвестування.

Процес інвестування охоплює цілу низку етапів, що здійснюються суб'єктами, на яких покладено реалізацію конкретних завдань. Тому вважаємо за доцільне більш детально зупинитися на особливостях здійснення цього процесу для інвестиційних фондів з розмежуванням ролі та функцій окремих суб'єктів.

Основними етапами процесу інвестування є:

- 1) формулювання інвестиційної стратегії або мети діяльності фонду;

- 2) визначення загальних вимог та обмежень щодо складу та структури активів фонду та узгодження їх із законодавчими нормативно-правовими актами;
- 3) вибір типу інвестиційної політики;
- 4) проведення аналізу потенційних об'єктів інвестування;
- 5) прийняття рішення про структуру інвестиційного портфеля в розрізі класів активів (акції, облігації, грошові кошти та їх еквіваленти, нерухомість тощо);
- 6) аналіз та вибір інвестиційно привабливих інструментів в межах кожного з класів активів – формування інвестиційного портфеля;
- 7) перегляд інвестиційного портфеля;
- 8) бенчмаркінг – зіставлення показників структури портфеля та доходності інвестицій з «еталонним» портфелем;
- 9) моніторинг ринкової ситуації та зміни вартості інвестиційного портфеля та окремих його складових;
- 10) оцінка ефективності вкладень у фінансові інструменти.

Усі вищезгадані етапи лежать у площині відповідальності компанії з управління активами. Проте важливим моментом є виділення тих суб'єктів, які забезпечують реалізацію конкретних заходів. Зокрема, такими ключовими суб'єктами є інвестиційні керуючі, інвестиційні стратеги, макро- та галузеві аналітики, торгівці цінними паперами.

Для більшої наочності й уточнення взаємозв'язків розглянемо організаційно-функціональну схему управління активами інвестиційного фонду (додаток Д).

Першим етапом в інвестиційному процесі виступає формулювання інвестиційної стратегії або мети діяльності фонду. Ці елементи знаходять своє відображення в інвестиційній декларації фонду та визначають загальну мету здійснення діяльності з управління активами з точки зору принципів проведення такої діяльності та задоволення вимог індивідуальних інвесторів. В українській

практиці це може мати наступний вигляд (далі наводяться уривки з інвестиційних декларацій ПрАТ «КІНТО»): «Мета діяльності фонду полягає в:

- «отриманні стабільного доходу, який за рівнем прибутковості значно перевищує рівень інфляції і не поступається банківським депозитам, але з істотним зменшенням ризику втрати вкладень, що досягається за рахунок інвестування коштів у різні класи активів» - ВДПФ «КІНТО-Класичний».
- «максимальному зростанні капіталу шляхом середньострокових інвестицій в акції українських компаній, що мають потенціал росту вищий за середній по ринку» - ЗНКІФ «Синергія-4».
- «отриманні доходу, який суттєво перевищить рівень інфляції та девальвації національної валюти при середньостроковому інвестуванні. Кошти інвесторів будуть інвестуватися переважно в акції українських компаній, що мають потенціал росту вищий за середній по ринку» - ВДПФ «КІНТО-Еквіті».
- «мінімізації ризику при отриманні цільової середньорічної доходності на рівні двох депозитних ставок провідних банків завдяки використанню всіх наявних на ринку України інвестиційних можливостей - інвестування в акції, державні, муніципальні та корпоративні облигації, банківські метали, корпоративні права, нерухомість» - ЗНПФ «КІНТО-Весна».
- «отриманні доходності, максимально наближеної до доходності Індексу українських акцій Української біржі (без врахування витрат Фонду), як у періоди зростання, так і у періоди падіння індексу. Відповідно до традиційної класифікації, Фонд може бути класифікований як «індексний фонд» - ЗНПФ «Індекс Української біржі».

На цьому етапі основним суб'єктом виступає інвестиційний керуючий або управляючий фондом.

Наступним етапом є визначення загальних вимог та обмежень щодо складу та структури активів фонду. Як правило, ця інформація також фіксується в

інвестиційній декларації фонду та визначає види фінансових інструментів, з яких формуватиметься інвестиційний портфель та обмеження щодо часток цих фінансових інструментів. Важливим моментом тут є узгодження вказаних обмежень із вимогами чинних нормативно-правових актів щодо складу і структури активів інвестиційних фондів відповідних типів та видів.

Комплексно з попереднім етапом здійснюється вибір типу інвестиційної політики. Тут існують різні підходи до класифікації інвестиційної політики. Зокрема, В. Зимовець та С. Зубик виділяють такі форми (типи) інвестиційної політики за різними класифікаційними ознаками:

Залежно від ступеня ризику:

- консервативна інвестиційна політика полягає у виборі надійніших об'єктів інвестування (акцій та облігацій відомих і стабільних компаній, боргових цінних паперів урядів держав з високим кредитним рейтингом). Характерною ознакою такої інвестиційної політики є низькі ризики інвестування і, відповідно, невисока, але передбачувана дохідність;
- агресивна інвестиційна політика характеризується вибором високо ризикованих об'єктів інвестування (акцій та облігацій маловідомих перспективних компаній, боргових цінних паперів урядів держав з невисоким кредитним рейтингом) і, відповідно, вищою дохідністю, яка прогнозується з низькою вірогідністю (паралельно з можливістю отримати вищі доходи існує значний ризик втрати вкладених коштів узагалі);
- помірна інвестиційна політика.

Залежно від терміну виплати доходу:

- політика максимізації капіталу інвесторів;
- політика максимізації поточного доходу інвесторів.

Залежно від джерел отримання доходу (від структури активів):

- базується на придбанні акцій;
- базується на придбанні облігацій;

– базується на придбанні інструментів грошового ринку [43, с.127-129].

Варто зауважити, що в українській практиці немає чітко визначених підходів до класифікації інвестиційної політики, однак поширеним є використання таких типів, як агресивна, збалансована та консервативна політика.

Відповідальність за здійснення описаних вище перших трьох етапів процесу інвестування для інвестиційних фондів покладається на інвестиційних керуючих або управляючих фондами. Це є ті етапи, реалізація яких передбачається при створенні фонду. В межах цих етапів визначаються основні принципи діяльності фонду в майбутньому, які відображаються в проспекті емісії, зокрема в інвестиційній декларації.

Наступним етапом реалізації процесу інвестування є проведення аналізу потенційних об'єктів інвестування. За цей блок завдань відповідають інвестиційні стратеги та макроаналітики. Зокрема, вони оцінюють стан фінансових ринків, розробляючи рекомендації щодо переваг при інвестуванні в ті чи інші види фінансових інструментів (наприклад, таким як державні облігації та інструменти грошового ринку в періоди спаду фондового ринку, або найбільш ліквідні акції в період пожвавлення фондового ринку, або цінні папери «другого ешелону» в періоди тривалого зростання фондових ринків), або цінні папери тих чи інших галузей: наприклад, акції металургійних компаній в періоди зростання цін на метал, або енергетичні компанії напередодні проведення приватизації компаній галузі.

На основі цієї інформації інвестиційні керуючі приймають рішення про структуру інвестиційного портфеля в розрізі класів активів.

Вибір класів активів та їх відносної ваги має істотний вплив на очікуваний результат. У тривалій перспективі політика вибору класів та їх відносної довгострокової ваги у портфелі зазвичай більшою мірою впливає на ефективність інвестицій, ніж перерозподіл коштів між активами [47, с. 72]. Тому саме цей етап є одним з найбільш відповідальних з точки зору формування цілісної стратегії управління інвестиційним портфелем фонду та забезпечення необхідного рівня його дохідності.

Наступним етапом є аналіз та вибір інвестиційно привабливих інструментів в межах кожного з класів активів. Ця функція покладається, насамперед, на галузевих аналітиків, які здійснюють відбір найбільш привабливих цінних паперів в межах відповідних секторів (металургія, видобувна галузь, машинобудування, енергетика, фінансовий сектор тощо) з метою отримання максимального прибутку. На основі проведеного аналізу аналітики надають рекомендації щодо операцій з цінними паперами з їхнього покриття: придбавати, тримати, продавати. Як правило, рекомендації готуються у вигляді інвестиційних звітів, які розглядаються та обговорюються на інвестиційних комітетах.

До складу інвестиційного комітету включаються інвестиційні керуючі, інвестиційні стратеги, макроаналітики, галузеві аналітики та торгівці цінними паперами. Рекомендації аналітиків є вихідною інформацією, що використовується управляючими фондами для прийняття рішень щодо формування або зміни структури інвестиційного портфеля. Присутність торгівців цінними паперами на інвестиційних комітетах є доцільною з огляду на необхідність оцінки реальної можливості реалізації рекомендацій аналітиків. Насамперед, це стосується інвестиційних характеристик та доступності тих чи інших цінних паперів на ринку, проблем їх ліквідності, що особливо актуально в умовах вітчизняного фондового ринку, адекватності цінових рівнів, рівня зацікавленості інших учасників ринку цими цінними паперами. Даний етап передбачає взаємодію більш широкого кола суб'єктів інвестиційного процесу в компанії з управління активами інвестиційного фонду – від галузевих аналітиків, до управляючих фондами, включаючи торгівців цінними паперами.

На основі рекомендацій аналітиків інвестиційні керуючі спільно з інвестиційними стратегами приймають рішення про формування інвестиційного портфеля.

Надалі на постійній основі проводиться цілий комплекс заходів, що дозволяє оцінювати ефективність попередніх інвестиційних рішень та переглядати інвестиційну тактику для забезпечення реалізації цілей, визначених в інвестиційній декларації. До таких заходів можна віднести наступні:

- моніторинг змін ринкової ситуації (макрорівень). Ці заходи дозволяють ідентифікувати нові тенденції розвитку економічної системи, або загрози, що можуть обмежувати можливості отримання позитивних результатів від вкладення коштів у ті чи інші напрямки. Аналіз зовнішніх факторів створює можливості для зміни інвестиційної тактики: зміщення акцентів в бік інших класів активів (акції, облігації, нерухомість тощо), або в бік конкретних секторів економіки (в межах одного чи кількох класів активів). У результаті виявлення вказаних змін ринкової ситуації відбувається автоматичне повернення до 4 етапу інвестиційного процесу;
- бенчмаркінг – зіставлення показників структури портфеля та дохідності інвестицій з «еталонним» портфелем. Оцінка ефективності діяльності будь-якого фонду здійснюється шляхом порівняння показників дохідності та структури активів з «еталоном». Найчастіше в якості такого «еталону» може виступати фондовий індекс (загальний, галузевий тощо), іноді це може бути фонд-аналог в управлінні іншої компанії. Для деяких видів фондів «еталоном» виступає рівень інфляції, дохідність за депозитами або дохідність деяких металів (найчастіше – золото). Відповідно, виявлення суттєвої різниці в показниках дохідності може слугувати сигналом до зміни структури інвестиційного портфеля в розрізі класів активів;
- моніторинг зміни вартості окремих активів у портфелі, який здійснюється в комплексі з оцінкою ефективності вкладень у фінансові інструменти. Випереджаючі темпи росту вартості окремих активів протягом короткого проміжку часу часто можуть свідчити про «перегрів» даного активу та ризик подальшого зниження його вартості або, принаймні, гіршої динаміки в майбутні періоди. Це є сигналом до зменшення частки інвестицій у даний вид активу або навіть взагалі виведення його із портфелю. І навпаки, відставання динаміки вартості певного активу від його аналогів може свідчити про можливість

реалізації потенціалу зростання вже протягом найближчого періоду. У такій ситуації доцільним є збільшення частки інвестицій в даний актив. Крім того, подібний аналіз дозволяє здійснювати оцінку ефективності вкладень у ті чи інші активи з метою виявлення «кращих» та «гірших» активів у своїх класах, з'ясування особливостей динаміки їх вартості в різні періоди часу (залежно від ринкової ситуації, фази економічного циклу тощо).

На кожному з цих етапів інвестиційний керуючий має контролювати виконання законодавчих вимог щодо структури активів інституту спільного інвестування та відповідність обмеженням, встановленим регламентом ІСІ та проспектом емісії інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду та акцій корпоративного інвестиційного фонду.

Як правило, законодавчі акти більшості країн містять норми, що встановлюють лише загальні обмеження у виборі потенційних об'єктів інвестування коштів фінансовими посередниками, визначаючи, що такими можуть бути фінансові та окремі види матеріальних активів на кшталт нерухомості чи дорогоцінних металів [43, с.149].

В Україні склад і структура активів ІСІ визначаються регламентом ІСІ та проспектом емісії інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду та акцій корпоративного інвестиційного фонду відповідно до вимог Положення про склад та структуру активів інститутів спільного інвестування, затвердженого Рішенням ДКЦПФР від 11 січня 2002 року №12 [144].

Відповідно до чинного законодавства, активи інституту спільного інвестування – сукупність майна, корпоративних прав та вимог, сформована за рахунок коштів спільного інвестування [145]. Положення про склад та структуру активів інститутів спільного інвестування визначає, що активи ІСІ складаються з грошових коштів, у тому числі в іноземній валюті, на поточних та депозитних рахунках, відкритих у банківських установах, банківських металів, об'єктів нерухомості, цінних паперів, визначених Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок», цінних паперів іноземних держав та інших іноземних емітентів,

корпоративних прав, виражених в інших, ніж цінні папери, формах, а також інших активів, дозволених відповідно до законодавства України з урахуванням обмежень, визначених Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» безпосередньо для конкретних типів та видів інвестиційних фондів. До складу активів ІСІ входять грошові кошти, цінні папери, банківські метали, корпоративні права, нерухомість, грошові вимоги за реалізовані активи ІСІ та видані позики, інші активи відповідно до вимог законів України [144].

Активи ІСІ не можуть включати:

- 1) цінні папери, випущені компанією з управління активами, зберігачем, реєстратором та аудитором (аудиторською фірмою) цього ІСІ та їх (його, її) пов'язаними особами;
- 2) цінні папери іноземних держав та іноземних юридичних осіб, не допущені до торгів на одній з провідних іноземних бірж чи торговельно-інформаційних систем, перелік яких визначається Комісією;
- 3) цінні папери інших ІСІ;
- 4) векселі та ощадні (депозитні) сертифікати на суму більш як 10 відсотків вартості активів ІСІ, якщо інше не встановлено нормативно-правовими актами Комісії;
- 5) похідні (деривативи), товаророзпорядчі цінні папери, заставні, якщо інше не встановлено нормативно-правовими актами Комісії;
- 6) сертифікати фондів операцій з нерухомістю (сертифікати ФОН);
- 7) приватизаційні цінні папери;
- 8) договори про участь у фонді фінансування будівництва (ФФБ) [145];
- 9) цінні папери іноземних емітентів, якщо вартість таких цінних паперів становить понад 20 відсотків загальної вартості активів ІСІ (з урахуванням вимог пункту 2)

Вимоги пунктів 2, 4, 5 та 6 не застосовуються до венчурних фондів.

Важливою характеристикою фонду є його вид – диверсифікований чи недиверсифікований фонд.

На рис. 2.5 наведено основні вимоги та обмеження щодо структури активів диверсифікованого ІСІ згідно чинного законодавства.

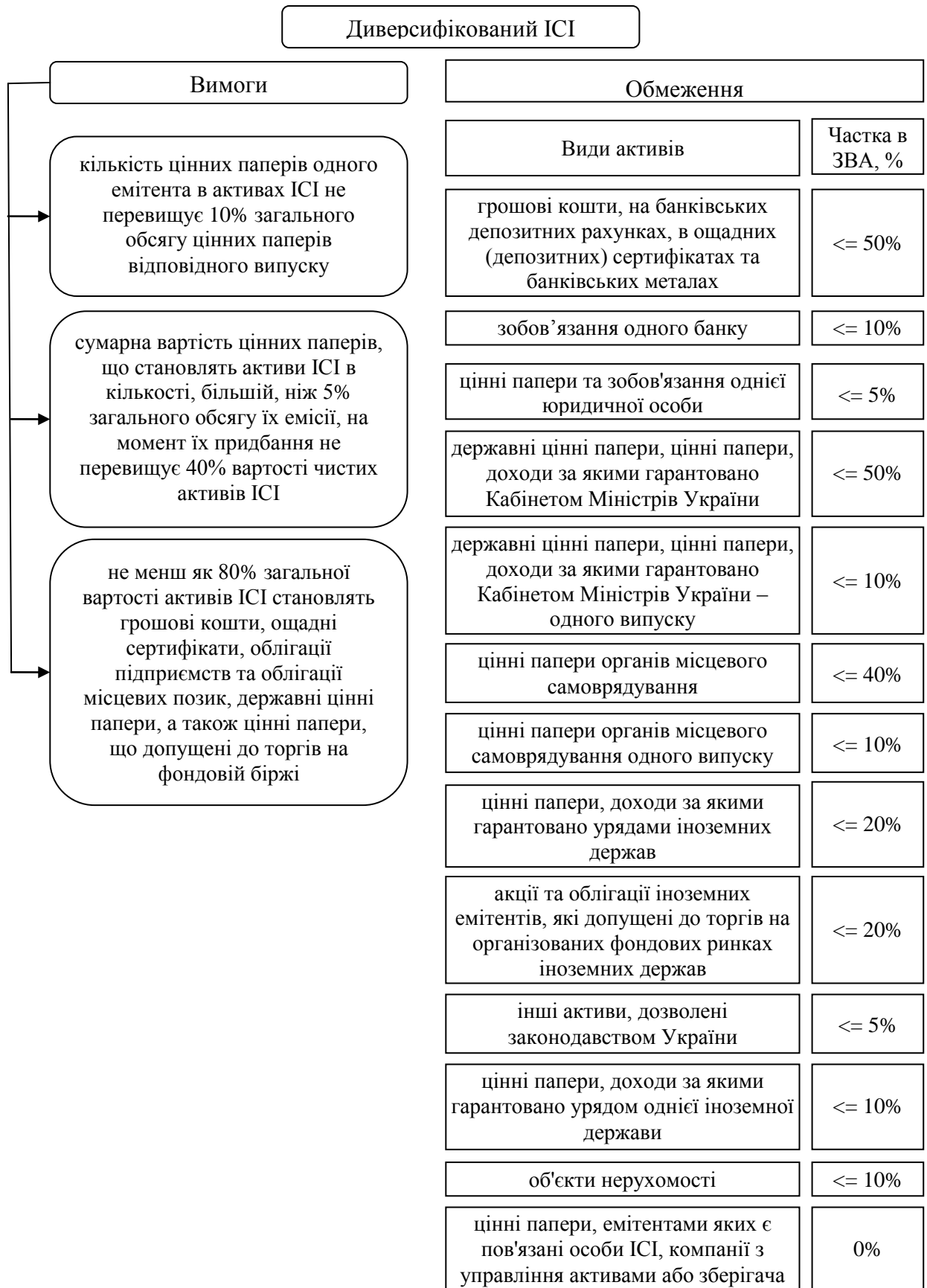


Рис. 2.5. Вимоги та обмеження щодо структури активів диверсифікованого ІСІ

ІСІ, які не мають усіх ознак диверсифікованого ІСІ, є недиверсифікованими.

Для недиверсифікованих ІСІ (крім венчурних) вимоги до структури активів є значно м'якшими. Основними обмеженнями є:

- вартість цінних паперів, які не допущені до торгів на фондовій біржі та які не отримали рейтингову оцінку відповідно до закону, а також нерухомості не може становити більш як 50% загальної вартості активів недиверсифікованого ІСІ;
- активи не можуть включати векселі та ощадні (депозитні) сертифікати на суму більше як 30% активів недиверсифікованого ІСІ.

Активи венчурного фонду можуть повністю складатися з нерухомості, корпоративних прав та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі, або з цінних паперів, які не отримали рейтингової оцінки відповідно до закону [144].

Таким чином, інвестиційний менеджер при прийнятті рішення про розміщення активів ІСІ аналізує досить широке коло фінансових інструментів, що можуть стати об'єктом інвестування. Одне з ключових рішень, яке повинен прийняти інвестор, - рішення про розподіл активів. Під розподілом активів слід розуміти вибір процентного вмісту в портфелі основних класів активів, до числа яких відносяться: активи грошового ринку (грошові еквіваленти); цінні папери з фіксованим доходом (головним чином, облігації); акції; іноземні акції і облігації; нерухомість; дорогоцінні метали та інші товари [174, с. 249].

З огляду на вищезазначене, вважаємо за доцільне окремо розглядати особливості структури активів венчурних та невенчурних ІСІ.

Аналіз даних про структуру активів венчурних інвестиційних фондів свідчить про те, що за час кризи українські венчурні фонди стали частіше використовуватися як казначейські центри великих корпорацій, які, як і раніше, є невід'ємним елементом податкового планування великого бізнесу. Разом з тим через стагнацію на ринку нерухомості венчури стали рідше використовуватися у фінансуванні будівельних проектів.

Структура чистих активів венчурних фондів досить специфічна. Відповідно

до статистики УАІБ, найпоширенішими фінансовими інструментами є векселі й заставні. Це пояснюється тим, що ці цінні папери практично не регулюються в Україні, проте дозволяють оперативно й негласно перерозподіляти значні грошові потоки між різними компаніями й фондами. Також суттєвою складовою в портфелях українських венчурних фондів є корпоративні права компаній неакціонерного типу, а також боргові зобов'язання фірм, у яких венчурні фонди є співвласниками.

В Україні венчурні ІСІ – являють собою свого роду синдикати венчурного капіталу. Але українські венчурні ІСІ мають відмінності порівняно з «класичними» венчурними фондами США та розвинених країн Європи і Азії, про що ми уже згадували раніше. Зокрема, цільове спрямування вітчизняних фондів мало пов'язане з інвестуванням коштів у інноваційні проекти (це, на нашу думку, є ключовим напрямком розвитку для вказаного сегменту ІСІ), переважно вони орієнтовані на такі сфери і галузі промисловості, як будівництво, харчування, транспортування тощо. Це робить їх подібними до історично перших форм венчурних фондів. Таким чином, специфіка діяльності венчурних інвестиційних фондів обумовлює і дещо нестандартний підхід до розміщення активів таких фондів. Тому ми вважаємо за доцільне виокремлювати самі такі фонди в Україні з точки зору мети їх діяльності та, відповідно особливостей управління активами.

Більш показовою є структура портфелів публічних інвестиційних фондів в Україні – відкритих, інтервальних та закритих. Хоча і обсяг активів таких фондів є значно меншим порівняно з венчурними ІСІ, проте вони у класичному вигляді представляють сегмент інститутів спільного інвестування відповідно до світової практики, оскільки задовольняють інтереси, насамперед, дрібних інвесторів.

Невенчурні ІСІ багато в чому є подібними між собою з точки зору підходів до розміщення активів у різноманітні інструменти фінансового ринку (табл. 2.6).

Як видно з табл. 2.6, більша частина активів таких фондів розміщується у цінні папери, на які станом на 31.12.2011 року припадало 60-68% усіх активів. Слід звернути увагу, що для закритих фондів частка «інших активів» у структурі активів є найбільшою і сягає 32%.

Структура активів інвестиційних фондів в Україні станом на 31.12.2011 р., %

	Невенчурні ІСІ				Венчурні ІСІ
	Відкриті	Інтервальні	Закриті	Загалом	
<i>Цінні папери:</i>	62,46	68,04	60,12	60,32	31,23
ОВДП	17,1	2,6	0,7	1,1	0,0
Облігації місцевих позик	5,4	0,2	0,0	0,2	0,0
Акції	29,6	55,8	47,8	47,6	10,1
Облігації підприємств	10,4	9,0	5,9	6,1	8,0
Ощадні сертифікати	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
Інші цінні папери	0,0	0,5	5,6	5,4	13,0
Інші активи	0,0	0,0	0,3	0,3	2,6
Грошові кошти та банківські депозити	28,6	23,1	6,7	7,5	3,6
Банківські метали	0,7	1,1	0,5	0,5	0,0
Інші активи	8,2	7,7	32,4	31,4	62,6
Загалом	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Джерело: УАІБ [251]

Це пояснюється тим фактом, що до закритих фондів (абсолютна більшість яких є недиверсифікованими) висуваються найменш жорсткі законодавчі вимоги щодо структури їхніх портфелів, а також вони не несуть зобов'язань перед своїми вкладниками щодо викупу своїх цінних паперів до завершення строку їх обігу. Відповідно, компанії, що управляють активами таких фондів, мають можливість вкладати більшу частину коштів спільного інвестування в менш ліквідні, більш ризикові, але й потенційно більш дохідні фінансові інструменти.

На підтвердження цієї тези можна також звернути увагу на частку в їх портфелі грошових коштів та банківських депозитів – 6,7%, що значно менше, ніж у будь-яких інших публічних інвестиційних фондах. Також показовим є той момент, що перевага при формуванні портфелів закритих фондів віддається саме акціям – найбільш ризиковим інструментам, що забезпечуватимуть більш високий рівень дохідності порівняно з облігаціями чи інструментами грошового ринку.

Напрямки розміщення активів невенчурних відкритих та інтервальних інвестиційних фондів в Україні є дуже подібними. Частки найбільш ліквідних груп активів є близькими між собою і перевищують 20%, що обумовлюється необхідністю для таких фондів бути готовими у певні проміжки часу (а для відкритих – фактично у будь-який момент) викупити власні цінні папери на

вимогу їх вкладників. Відмінності в структурах активів відкритих та інтервальних фондів полягають у ступені ліквідності об'єктів інвестицій. Відкриті фонди є найбільш уразливими до дій їх вкладників (бажання продати свої цінні папери), тому мають проводити максимально гнучку інвестиційну політику, що передбачає можливість для них у будь який момент викупити власні цінні папери. Відповідно, у структурі портфелів відкритих інвестиційних фондів порівняно з портфелями інтервальних інвестиційних фондів більшою є частка інструментів грошового ринку та меншою є частка акцій.

У світовій практиці загальноприйнятим є підхід, який передбачає виділення чотирьох укрупнених класів активів, які формують портфель інвестиційних фондів: акції, облігації, інструменти грошового ринку та інші активи. Розглянемо структуру активів українських ІСІ у такому розрізі, а також порівняємо практику розміщення активів в Україні та інших країнах світу (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

Структура активів інвестиційних фондів у різних країнах світу за класами*

Країна (види фондів)	Частка активів у загальному обсязі, %			
	акції	облігації	Інструменти грошового ринку	Інше
Словенія	80	10	9	1
Велика Британія	63	22	10	5
Болгарія	42	15	35	9
Греція	33	31	20	16
Угорщина	23	25	44	8
Франція	29	23	36	13
Німеччина	21	56	5	17
Італія	18	39	24	19
Австрія	17	55	8	20
Португалія	11	30	15	44
Туреччина	4	40	53	2
Країни Європи	33	34	19	14
США (взаємні фонди)	65	31	4	0
Україна (всі ІСІ)	13	8	4	75
Україна (не венчурні ІСІ)	48	7	8	38

Джерело – складено автором на основі даних EFAMA, ICI, VAIB [231, 185, 232]

* Для Європи – на кінець 2009 р., для США – на кінець 2010 р., для України – на кінець 2011 р.

Як свідчать дані, наведені в табл. 2.7, підходи до формування портфелів інвестиційних фондів у США та Європі відрізняються. Так, якщо у США

найбільшу частку (близько 65%) активів взаємних фондів розміщено в акції, то в цілому по Європі на акції припадає 33%. Переважним об'єктом інвестування коштів інвестиційних фондів у країнах Європи є облигації – їх частка у сукупному портфелі ІСІ цього регіону сягає 34% (хоча слід зауважити, що наявні дані станом на кінець 2009 року відображають період лише початку відновлення світових ринків у посткризовий період, коли апетити інвесторів до акцій – найбільш ризикових цінних паперів – були значно меншими).

Тим не менше, підходи окремих європейських країн також суттєво різняться. У більшості країн інвестиційні фонди при розміщенні коштів спільного інвестування дійсно віддають перевагу облигаціям (Німеччина, Австрія, Туреччина, Італія, Греція, Угорщина, Франція, Португалія). Проте для цілої низки країн також характерним є переважання акцій у структурі портфелів інвестиційних фондів (Словенія, Велика Британія, Болгарія). Такий підхід є близьким до практики США, де інвестиційні менеджери акцентують увагу, насамперед, на акціях як основному об'єкті інвестування коштів. Хоча слід зауважити, що в даному випадку мова йде про взаємні фонди, на які припадає понад 90% чистих активів інвестиційних фондів усіх типів у США [204].

Аналізуючи узагальнені дані по ІСІ в Україні (як не венчурних, так і венчурних), ми дійшли висновку про наявність суттєвих викривлень у політиці розміщення активів інвестиційних фондів в Україні порівняно зі світовою практикою. Як уже зазначалося раніше, подібне викривлення виникає через домінуючу роль венчурних ІСІ в сегменті національного спільного інвестування. В результаті, більша частина активів українських ІСІ розміщено в так звані «інші активи», серед яких на перший план виходять векселі та заставні. Тому для проведення більш адекватного співставлення ми наводимо також дані по невенчурних ІСІ в Україні порівняно з відповідними показниками у різних країнах світу. У даному випадку структура розміщення активів інвестиційних фондів в Україні є наближеною до американської моделі інвестиційної політики інвестиційних фондів. Зокрема, переважна частина активів українських невенчурних ІСІ розміщена в акції – 48%, на облигації припадає лише 7%, на

інструменти грошового ринку – 8%. Тим не менше, частка «інших активів» є досить значною і сягає 38%.

З огляду на отримані результати, можна зробити висновок, що в сегменті невенчурних ІСІ підходи українських інвестиційних управляючих відповідають світовій практиці з наданням переваги пайовим цінним паперам. Саме акції є найбільш ризиковим, але й потенційно найбільш дохідним фінансовим інструментом. Тому абсолютно логічним є переважання в структурі портфелів саме цих цінних паперів. Як свідчить практика, вкладниками вітчизняних інвестиційних фондів переважно є юридичні особи та фінансово обізнані фізичні особи, які свідомо приймають рішення про інвестування своїх коштів у відносно ризикові активи опосередковано через ІСІ. Зазначимо, що саме американська модель розміщення активів інвестиційних фондів, на нашу думку, є потенційно найбільш прийнятною для України. Так найбільшими вкладниками взаємних фондів у США є фізичні особи. В Україні ж частка активів фізичних осіб у невенчурних ІСІ складає близько 26% що є надзвичайно низьким показником. Це свідчить про невисокий рівень поінформованості та фінансової грамотності населення, а також відсутність достатнього обсягу коштів для інвестування. Проте саме кошти фізичних осіб та домогосподарств в умовах посилення тезавраційних процесів, а також кошти таких фінансових посередників, як недержавні пенсійні фонди, є потенційним джерелом залучення фінансових ресурсів, що можуть бути використані як інвестиційні кошти та спрямовані на розширення економічного зростання країни.

Узагальнюючи практику формування інвестиційної стратегії та особливості управління активами інститутів спільного інвестування в Україні, нами здійснено спробу щодо систематизації основних етапів процесу управління активами ІСІ та чіткого усвідомлення змісту та особливостей реалізації усіх його етапів. Серед таких етапів слід виділити: формулювання інвестиційної стратегії або мети діяльності фонду; визначення загальних вимог та обмежень щодо складу та структури активів фонду; вибір типу інвестиційної політики; проведення аналізу потенційних об'єктів інвестування; прийняття рішення про структуру

інвестиційного портфеля в розрізі класів активів (особливо слід наголосити на важливості саме цього етапу); аналіз та вибір інвестиційно привабливих інструментів в межах кожного з класів активів. Ці всі етапи мають передувати власне формуванню інвестиційного портфеля. Подальший же перегляд інвестиційного портфеля має відбуватися на основі здійснення постійного комплексу оціночних заходів, до яких слід включати моніторинг змін ринкової ситуації (макрорівень); бенчмаркінг; моніторинг зміни вартості окремих активів у портфелі та оцінка ефективності вкладень у фінансові інструменти. Також важливим моментом щодо реалізації такого процесу є розподіл повноважень та відповідальності між відповідними суб'єктами – інвестиційними керуючими (управляючими фондами), інвестиційними стратегами, макроаналітиками та галузевими аналітиками. Для забезпечення умов для прийняття найбільш адекватних, релевантних та ефективних рішень має створюватися так званий «інвестиційний комітет», що, окрім вищеназваних суб'єктів, має включати також торговців цінними паперами для оцінки реальної можливості реалізації рекомендацій аналітиків (з урахуванням проблем ліквідності, що особливо актуально на вітчизняному фондовому ринку; адекватності цінових рівнів тощо).

Дослідження структури розміщення активів усіх інвестиційних фондів (включаючи як невенчурні, так і венчурні), дає підстави для висновку щодо існування системних викривлень. Так, виявлено домінування венчурних інвестиційних фондів, які не виконують класичних функцій інституційних інвесторів, призводить до порушення нормальної практики формування портфелів таких фондів. Зокрема, в Україні за таких умов значна частка активів ІСІ розміщується у «неринкові» інструменти, такі як векселі та заставні цінні папери, що суттєво відрізняється від світової практики. Проте аналіз структури розміщення активів невенчурних ІСІ приводить до інших висновків. Структура портфелів публічних ІСІ є наближеною до світової практики, хоча все одно значною є частка «інших активів». Більше того, як ми вважаємо, саме американська модель (яка передбачає переважання акцій у портфелях ІСІ) є найбільш прийнятною для України. Це пов'язано з необхідністю залучення до

інвестиційних процесів фізичних осіб, вільні кошти яких є потужним потенційним джерелом інвестиційних ресурсів, необхідних для економічного зростання України.

2.3. Формування портфеля інвестиційного фонду та оцінювання ринкової вартості активів інститутів спільного інвестування

Формування портфеля активів інвестиційного фонду є основним напрямком діяльності інвестиційних керуючих. Рішення про склад та структуру активів фонду, як ми уже з'ясували, визначає подальшу роботу щодо формування та управління портфелем, у т.ч. здійснення моніторингу та визначення його ефективності (прибутковості). З огляду на це, надзвичайно важливим є процес оцінки та переоцінки вартості активів інвестиційних фондів як у цілому, так і окремих їх складових.

В українській практиці інвестиційні керуючі мають справу з широким колом фінансових інструментів, які мають певні особливості щодо оцінки їх вартості.

Так, згідно Положення про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів), затвердженого рішенням ДКЦПФР від 02.07.2002 №201, активи ІСІ оцінюються за їх ринковою вартістю. У разі відсутності ринкової вартості, активи повинні оцінюватися за іншою оцінною вартістю, відповідно до вищезгаданого Положення. Залежно від виду активів застосовуються наступні підходи до оцінки їх ринкової вартості (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

Оцінка ринкової вартості активів ІСІ

Вид активу	Оцінка ринкової вартості активу
1. Цінні папери українських емітентів, які внесені до біржового списку	За даними біржового курсу організатора торгівлі

Продовження табл. 2.8

2. Цінні папери іноземних емітентів, що перебувають в обігу на одній з провідних іноземних бірж, перелік яких визначений НКЦПФР	За біржовим курсом цінних паперів, визначеним цією біржею на дату оцінки.
3. Цінні папери емітентів, реєстрація випуску яких скасована НКЦПФР або за рішенням суду	Дорівнює нулю
4. Цінні папери, обіг яких зупинено	За останньою балансовою вартістю, поки їх не можна буде оцінити за ринковою вартістю
5. Акції емітентів, що не належать до груп 1-4 та за попередній рік є прибутковими	За балансовою вартістю
6. Акції емітентів, що не належать до груп 1-4 та за попередні два роки є збитковими	За оцінною вартістю, яка розраховується із застосуванням уцінки з використанням знижувальних коефіцієнтів, що застосовуються до балансової вартості цінних паперів, що склалася на першу звітну дату, з якої оцінка цих акцій за ринковою вартістю стає неможливою, а саме: 0,25 - за перший рік збиткової діяльності; 0,50 - за другий рік; 0,75 - за третій рік і більше.
7. Акції асоційованих і дочірніх підприємств,	За вартістю, що визначена відповідно до П(С)БО 12 «Фінансові інвестиції»
8. Боргові цінні паперів, що не належать до груп 1-4	На підставі останньої ринкової вартості, а у разі її відсутності - за собівартістю з урахуванням дохідності до погашення (або до викупу)
9. Заставні та сертифікати фондів операцій з нерухомістю	За собівартістю
10.1. Поточна дебіторська заборгованість	За чистою реалізаційною вартістю
10.2. Довгострокова дебіторська заборгованість, на яку нараховуються проценти	За її теперішньою вартістю, обчисленою із застосуванням ставки дисконтування, яка дорівнює процентній ставці, визначеній у договорі
10.3. Довгострокова дебіторська заборгованість, на яку проценти не нараховуються	За її теперішньою вартістю, обчисленою із застосуванням ставки дисконтування, яка дорівнює обліковій ставці НБУ
10.4. Дебіторська заборгованість, за якою прострочено термін погашення	Протягом строку позовної давності - за оцінною вартістю, яка розраховується шляхом щорічної уцінки балансової вартості, яка існувала до початку уцінки, із застосуванням знижувального коефіцієнта 0,25.
10.5. Дебіторська заборгованість в іноземній валюті	Перераховується в національну валюту за офіційним курсом НБУ на дату оцінки
11. Дивіденди, рішення про сплату яких прийнято загальними зборами акціонерів відповідного акціонерного товариства	Відображаються в складі активів ІСІ з дати їх зарахування на рахунок ІСІ
12.1. Паї/частки господарських товариств	За собівартістю
12.2. Паї/частки в капіталі асоційованих і дочірніх підприємств	За вартістю, яка на дату оцінки визначена відповідно до П(С)БО 12 «Фінансові інвестиції»

Продовження табл. 2.8

12.3. Паї/частки господарських товариств, які за попередній рік є прибутковими	За балансовою вартістю
12.4. Паї/частки господарських товариств, які за попередні два роки є збитковими	За оцінною вартістю, яка розраховується із застосуванням уцінки із використанням знижувальних коефіцієнтів, що застосовуються до балансової вартості паїв/часток господарських товариств, що склалася на першу звітну дату, з якої оцінка цих паїв/часток за ринковою вартістю стає неможливою, а саме: 0,25 - за перший рік збиткової діяльності; 0,50 - за другий рік; 0,75 - за третій рік і більше.
13. Позики	Аналогічно до дебіторської заборгованості
14. Вартість ф'ючерсів та форвардів на будь-яку дату	Дорівнює нулю.
15.1. Грошові кошти на поточних рахунках в національній валюті	За номіналом
15.2. Грошові кошти на поточних рахунках в іноземній валюті	Перераховуються в національну валюту за офіційним курсом НБУ на дату оцінки
15.3. Грошові кошти на депозитних рахунках у національній валюті	За номіналом, включаючи відсотки, що підлягають нарахуванню за звітний період
15.4. Грошові кошти на депозитних рахунках в іноземній валюті	Перераховуються в національну валюту за офіційним курсом НБУ на дату оцінки, включаючи відсотки, що підлягають нарахуванню за звітний період
16. Об'єкти нерухомості	Оцінюються відповідно до П(С)БО 7 «Основні засоби» та П(С)БО 32 «Інвестиційна нерухомість», а у випадку залучення незалежного оцінювача майна – відповідно до Закону України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні»
16.1. Банківські метали на поточному рахунку	Відповідно до Положення про здійснення уповноваженими банками операцій з банківськими металами за офіційним (обліковим) курсом гривні до цього металу на дату оцінки
16.2. Банківські метали на депозитному рахунку	Шляхом перерахунку в національну валюту за офіційним курсом НБУ на дату оцінки основної суми вкладу та відсотків, що підлягають нарахуванню за звітний період відповідно до умов договору банківського вкладу
17 Інші фінансові інструменти ІСІ, які не заборонені Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»	Відповідно до положень (стандартів) бухгалтерського обліку

Оцінка вартості різних складових портфеля інституту спільного інвестування повинна здійснюватися з урахуванням наступних положень:

- необхідність постійного дотримання законодавчих вимог щодо складу і структури активів інвестиційних фондів (диверсифікованих або

недиверсифікованих). Невиконання вказаних вимог може тягнути за собою застосування відповідних заходів впливу на компанію з управління активами;

- подальший розрахунок вартості чистих активів – ключового показника, що використовується для оцінки ефективності діяльності компанії з управління активами за конкретним інвестиційним фондом.

Згідно чинного законодавства, вартість чистих активів інституту спільного інвестування – величина, що визначається як різниця між сумою активів інституту спільного інвестування з урахуванням їх ринкової вартості і розміром зобов'язань інституту спільного інвестування.

У свою чергу, показник вартості чистих активів будь-якого інвестиційного фонду виступає основою для розрахунку вартості цінних паперів ІСІ. Так, розрахункова вартість цінного паперу ІСІ визначається як відношення загальної вартості чистих активів ІСІ до кількості цінних паперів ІСІ, що перебувають в обігу на дату проведення розрахунку.

Також слід зауважити, що компанія з управління активами ІСІ (крім венчурного фонду) розраховує вартість чистих активів окремо по кожному корпоративному та пайовому інвестиційному фонду станом:

- на останній день місяця;
- на дату, починаючи з якої до складу та структури активів ІСІ застосовуються обмеження, встановлені законодавством;
- на день складання інформації щодо діяльності ІСІ (квартальна, річна);
- на кожний день, що передує дню приймання заявок на розміщення та/або викуп цінних паперів ІСІ;
- на день прийняття рішення про заміну компанії з управління активами;
- на день прийняття рішення про припинення ІСІ;
- на день, що передує дню початку розрахунку з учасниками пайового інвестиційного фонду;

- на день, що передує дню початку розрахунку з акціонерами корпоративного інвестиційного фонду.

Для ІСІ відкритого типу вартість чистих активів визначається на кінець кожного робочого дня.

По венчурному фонду компанія з управління активами ІСІ зобов'язана розраховувати вартість чистих активів:

- на день закінчення строку, установленого для досягнення нормативів діяльності фонду;
- на кінець року та звітного кварталу;
- на кожний день, що передує дню прийому заявок на розміщення та викуп цінних паперів ІСІ;
- на день, що передує дню прийняття рішення про заміну компанії з управління активами;
- на день прийняття рішення про ліквідацію фонду.

Вартість чистих активів визначається на кінець робочого дня.

Відповідно, для невенчурних ІСІ, як ми уже згадували, застосовуються більш жорсткі вимоги не лише щодо складу і структури їх активів, а й щодо звітування перед контролюючими органами про виконання законодавчо встановлених вимог та нормативів. Крім виконання функції контролю, періодична оцінка вартості чистих активів є інструментом визначення ефективності діяльності компанії з управління активами. Особливо для відкритих фондів це є надзвичайно важливим показником, оскільки інвестор має можливість оперативно відстежувати динаміку вартості власного інвестиційного сертифікату, порівнюючи її з «бенчмарками» - фондовими індексами, вартістю чистих активів інших ІСІ, дохідністю депозитів тощо.

Доцільність здійснення такої оцінки зростає, якщо в структурі портфеля інвестиційного фонду значну частку займають ліквідні цінні папери, вартість яких динамічно змінюється під дією як макро-, так і мікроекономічних факторів. З огляду на це, вважаємо за доцільне більш детально зупинитися на особливостях формування структури портфелів вітчизняних ІСІ з урахуванням їх структури.

На основі отриманих результатів аналізу нами було зроблено висновок, що на структуру портфелів інвестиційних фондів впливають, з одного боку, існуючі законодавчі обмеження та вимоги, а з іншого – доступність фінансових активів для інвестування з огляду на ситуацію, що склалася на вітчизняному фондовому ринку, а також рівень розвитку ринку цінних паперів загалом.

Тут вважаємо за доцільне наголосити на ключових проблемах, що є характерними для функціонування вітчизняного ринку цінних паперів:

- низька ліквідність ринку через невеликі обсяги цінних паперів у вільному обігу (free float), що, насамперед, стосується ринку акцій;
- фондовий ринок не сприймається компаніями як ефективний інструмент залучення фінансових ресурсів (розміщення акцій, облігацій тощо);
- низькі обсяги торгів цінними паперами на організованому ринку та високий рівень фрагментованості (значна кількість бірж);
- обмежене коло фінансових інструментів, доступних для здійснення операцій інституційними інвесторами;
- використання неефективної документарної форми обігу цінних паперів;
- відсутність дієвих механізмів захисту прав міноритарних акціонерів;
- низький рівень корпоративної культури емітентів та непрозорість їх діяльності, обмежене коло інформації, що підлягає публічному розкриттю;
- практика трансфертного ціноутворення, що негативно впливає на фінансові показники емітентів цінних паперів тощо.

Без вирішення цих проблем подальший розвиток інститутів спільного інвестування в Україні є ускладненим. З огляду на це, необхідною умовою позитивних зрушень у сегменті спільного інвестування є реалізація цілого комплексу заходів (у тому числі з боку держави) щодо розвитку ринку цінних паперів. Серед таких ключових напрямків вдосконалення пропонуємо наступне:

- прийняття нормативних актів, спрямованих на:

- посилення вимог щодо розкриття інформації емітентами, чий цінні папери знаходяться в лістингу на біржах УБ та ПФТС (інформації про осіб, що контролюють компанії – структура власності; фінансова інформація), що сприятиме формуванню адекватної системи корпоративного управління;
- посилення ролі та відповідальності наглядової ради та правління;
- захист прав міноритарних акціонерів;
- упорядкування функціонування інфраструктури ринку цінних паперів:
 - зростання ролі біржового ринку на противагу позабіржовому;
 - створення незалежних департаментів у межах фондових бірж з нагляду за дотриманням вимог (compliance departments), підзвітних наглядовій раді;
 - проведення повторного ліцензування усіх торговельних майданчиків, які не відповідають мінімальним вимогам щодо обсягів торгівлі;
 - налагодження системи нагляду та обліку операцій на позабіржовому ринку;
 - удосконалення системи клірингу та розрахунків та завершення процесу створення єдиного центрального депозитарію;
 - модернізація системи реєстраторів та зберігачів, включаючи перехід на бездокументарну форму цінних паперів;
 - удосконалення системи бухгалтерського обліку та аудиту;
 - прийняття положень про оцінку цінних паперів, що є неліквідними, а також акцій приватних компаній.

Таким чином, вирішення зазначених проблем через вказані групи заходів сприятиме розвитку ринку цінних паперів, який є основою для подальшого поширення діяльності інститутів спільного інвестування в Україні. Крім того, покращення умов обігу цінних паперів створюватиме умови для наближення структури портфелів інвестиційних фондів в Україні до підходів зарубіжних управляючих фондами.

Доведено, що практика формування структури портфельів інвестиційних фондів суттєво відрізняється залежно від регіону та країни. З'ясовано, що важливим фактором, що впливає на особливості підходів до формування структури інвестиційного портфеля є інвестиційна стратегія та політика інвестиційного фонду. Нами визначено основні відмінності при формуванні портфеля ІСІ з урахуванням зазначених вище факторів.

З огляду на світову практику, по-перше, звертає на себе увагу переважання акцій в структурі активів взаємних фондів у США, частка яких на кінець 2010 року дорівнювала 65%. Другим напрямком за обсягом розміщення виявився клас облігацій (включаючи державні, корпоративні та муніципальні), на які припадало понад 31% вартості чистих активів ІСІ. Частка інструментів грошового ринку та інших активів складала відповідно 3,7% та 0,1%. Слід зауважити, що наведена структура портфельів взаємних фондів у США, основними учасниками яких є фізичні особи. Зокрема, 90,2 млн. осіб, або 51,6 млн. родин (44% загальної кількості) володіли 87% усіх активів взаємних фондів станом на кінець 2010 року [204]. Водночас, у різних країнах Європи структура розміщення активів інвестиційних фондів суттєво відрізняється. Так, найбільша частка акцій у структурі активів ІСІ характерна для Словенії, Великої Британії та Болгарії. З іншого боку, у таких країнах як Німеччина, Австрія, Туреччина, Італія у структурі активів ІСІ переважають облігації, а частка акцій не перевищує 20%. У цілому ж у країнах Європи станом на кінець 2009 року, за даними EFAMA, у структурі активів ІСІ найбільша частка припадала на облігації – 34%, частка акцій була близькою до цього показника – 33%.

Взагалі, як у Європі, так і в США цінні папери становлять основну частину активів інвестиційних фондів і займають 67% і 96% відповідно. В Україні серед невенчурних ІСІ на цінні папери припадає 60% активів (табл. 2.9). Хоча слід зауважити, що частка акцій та облігацій становить 55%, ще близько 5% - це векселі та заставні цінні папери.

Для венчурних ІСІ ситуація суттєво відрізняється, що обумовлюється особливостями їх діяльності в Україні та фактичною відсутністю обмежень щодо

інвестування коштів. Тому ми детально не зупинятимемося на аналізі структури їх портфелів.

Таблиця 2.9

Структура розміщення активів інвестиційних фондів у США, європейських країнах та Україні*

Інвестиційні фонди за географічним розподілом	Частка активів в інвестиційних фондах, %		
	цінні папери	інструменти грошового ринку	інші активи
Інвестиційні фонди в країнах Європи	67	19	14
Взаємні фонди у США	96	4	0
Інвестиційні фонди в Україні			
невенчурні	60	8	32
відкриті	62	29	9
інтервальні	68	23	9
закриті	60	7	33
венчурні	31	4	65

Джерело – складено автором на основі даних EFAMA, ICI, УАІБ [250, 204, 251]

* Для Європи – на кінець 2009 р., для США – на кінець 2010 р., для України – на кінець 2011 р.

Звертає увагу, що у сегменті невенчурних ІСІ для України характерна значна частка «інших активів» порівняно зі світовою практикою – 33%. В основному такими активами є корпоративні права та позики. На нашу думку, це є негативним моментом з точки зору відкритості діяльності інвестиційних фондів, а також необхідності залучення широкого кола індивідуальних інвесторів, насамперед, дрібних. Обумовлюється це тим, що вартість таких активів (що розраховується для портфеля інвестиційного фонду) є нединамічною, «неринковою», і часто не відображає його реальної вартості. З одного боку, це є штучним інструментом уникнення значного зниження вартості чистих активів ІСІ в періоди масштабних просідань фондових ринків, але з іншого, значна частка таких активів обмежує потенційні можливості зростання доходів дрібних інвесторів. Тут показовим є той факт, що у зарубіжній практиці частка таких «неринкових» активів у портфелях інвестиційних фондів є надзвичайно низько.

Іншим важливим фактором, що обумовлює структуру портфелів інститутів спільного інвестування, є тип інвестиційного фонду та його інвестиційна стратегія. Зокрема, до відкритих ІСІ існують більш жорсткі вимоги щодо

ліквідності, оскільки фонд або його компанія з управління активами беруть на себе зобов'язання у будь-який час здійснювати викуп на вимогу інвестора цінних паперів, емітованих цим фондом або його компанією з управління активами. Тобто такі фонди мають тримати більшу частину активів у найбільш ліквідних формах. Це твердження доведено на практиці – грошові кошти та банківські депозити у відкритих ІСІ займають більше 28% активів, у той час як для закритих ІСІ відповідний показник не перевищує 7%. Відповідно, закриті фонди мають можливість більшу частину коштів інвестувати у цінні папери.

Серед цінних паперів найбільш популярними є акції та облігації. У закритих фондах станом на кінець 2011 року на акції припадало 48% портфеля (порівняно 30% у відкритих), на облігації – близько 7%. Також слід зауважити, що за 2011 рік суттєво зросла частка «інших активів у структурі портфелів закритих невенчурних ІСІ, що, на нашу думку, є негативним моментом [251].

З огляду на розглянуті вище особливості формування структури портфелів інвестиційних фондів в Україні вважаємо за доцільне більш детально проаналізувати саме цінні папери (на які припадає 60% активів невенчурних ІСІ) як складову портфелів інститутів спільного інвестування.

Так, станом на 31.12.2011р. загалом для усіх невенчурних ІСІ портфель цінних паперів мав наступний вигляд (табл. 2.10).

Таблиця 2.10

Структура сукупного портфеля невенчурних ІСІ за типами цінних паперів станом на 31.12.2011 року

Тип цінних паперів	Сукупна вартість цінних паперів у портфелях ІСІ, тис. грн.	Частка у зведеному портфелі цінних паперів ІСІ, %
Акції	4 743 787,4	78,86
Облігації підприємств	607 517,9	10,10
Векселі	533 819,4	8,87
Облігації державні внутрішні	107 648,2	1,79
Облігації місцевих позик	16 056,0	0,27
Ощадні сертифікати	5 887,5	0,10
Облігації державні зовнішні	794,6	0,01
Всього	6 015 511,1	100,00

Як видно з табл. 2.10, серед цінних паперів абсолютну більшість становлять акції, на які припадає більше 78% у портфелі цінних паперів. Другими за вартістю є облігації, частка яких сягає 10%, питома вага векселів – 8,9%. Таким чином, саме акції становлять основу портфелів інвестиційних фондів в Україні. Слід зауважити, що серед них присутні як акції публічних корпорацій, що торгуються на фондових майданчиках, так і акції, нелістинговані на біржах. Зокрема, за вартістю, найбільш поширеними виявилися акції, що не торгуються на організованих майданчиках (табл. 2.11).

Таблиця 2.11

Топ-10 цінних паперів за сукупною вартістю у портфелях невенчурних ІСІ в Україні станом на 31.12.2011 року

№	Тип цінних паперів	Категорія	Назва емітента	Вартість ЦП в активах ІСІ, тис. грн.
1	Акції	іменні прості	АТ «МНПК «ВЕСТА»	1 009 693,6
2	Акції	іменні прості	ВАТ «Лебединська спеціалізована колона №11»	206 929,6
3	Акції	іменні прості	ПАТ «Джи Пі Ай – Інвест»	149 999,7
4	Облігації підприємств	іменні процентні	ПрАТ «Кондитерська фабрика «Лагода»	135 000,0
5	Акції	іменні прості	ПАТ «ДОМІНАНТА-КОЛЕКТ»	128 000,0
6	Облігації підприємств	іменні процентні	ТОВ «Компанія Родовід»	120 387,6
7	Акції	іменні прості	ПАТ «Завод «Ленінська кузня»	115 126,2
8	Акції	іменні прості	ПрАТ «Інтеркорн Корн Просессінг Індастрі»	108 167,1
9	Акції	іменні прості	ПАТ «Комбінат експериментально-будівельного обладнання»	107 558,7
10	Акції	іменні прості	ПАТ «Ясна Поляна»	106 999,9

Джерело – Українська асоціація інвестиційного бізнесу

Частка 10-и найбільш популярних цінних паперів у структурі зведеного портфелю невенчурних ІСІ за типами цінних паперів складає 36%, що, на нашу думку, є високим показником. Це свідчить про існування системних викривлень в політиці формування портфелів інвестиційних фондів, та пов'язане з переважанням саме закритих ІСІ в Україні. Так, у випадку із закритими ІСІ фонд або його компанія з управління активами не беруть на себе зобов'язання щодо викупу цінних паперів, емітованих цим інститутом спільного інвестування до

моменту припинення його діяльності. Таким чином, для таких фондів вимоги щодо ліквідності значно менші, що обумовлює переважання серед об'єктів вкладень довгострокових інструментів, що не знаходяться у вільному обігу на фондовому ринку. Крім того, вагомим фактором формування такої структури також часто є пов'язаність компаній з управління активами з корпораціями – об'єктами інвестування.

У той же час, за наявності у портфелях невенчурних ІСІ найбільш популярними є акції саме публічних корпорацій, які торгуються на організованих фондових майданчиках, та в переважній більшості є «блакитними фішками» (табл. 2.12).

Таблиця 2.12

**Топ-10 цінних паперів за наявністю у портфелях невенчурних ІСІ в Україні
станом на 31.12.2011 року**

№	Тип ЦП	Категорія	Назва емітента	Кількість ІСІ, які мають ці цінні папери у портфелі
1	Облігації державні внутрішні	на пред'явника процентні	КМУ	116
2	Акції	іменні прості	ПАТ «Центренерго»	85
3	Акції	іменні прості	ПАТ «Мотор Січ»	83
4	Акції	іменні прості	ПАТ «МК Азовсталь»	75
5	Акції	іменні прості	ВАТ «Алчевський металург. комбінат»	65
6	Акції	іменні прості	ПАТ «Авдіївський коксохімічний завод»	64
7	Акції	іменні прості	ПАТ «Донбасенерго»	61
8	Акції	іменні прості	ВАТ «Стахановський вагонобудівний завод»	57
	Акції	іменні прості	ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод»	57
9	Акції	іменні прості	ВАТ «Ясинівський коксохімічний завод»	56
10	Акції	іменні прості	ВАТ «Полтавський ГЗК»	54

Джерело – Українська асоціація інвестиційного бізнесу

Тобто значна частина інвестиційних управляючих включають до портфелів інститутів спільного інвестування акції публічних компаній, вартість яких є прогнозованою та залежить від ефективності їх діяльності. А відсутність їх серед

найбільш популярних у зведеному портфелі невенчурних ІСІ за вартістю є скоріше наслідком невеликої частки таких акцій у вільному обігу на ринку (низький free float), про що ми уже згадували раніше.

Тим не менше, саме акції публічних корпорацій, що вільно обертаються на фондових біржах є найбільш ліквідними у своєму класі, а також динаміка їх вартості безпосередньо свідчить про результати діяльності таких компаній. Ці характеристики є надзвичайно важливими, оскільки, по-перше, створюють умови для управляючих фондами щодо більш гнучкої роботи з такими акціями (насамперед, у часовому вимірі), а, по-друге, дозволяють приймати зважені рішення щодо включення таких акцій до портфелів на основі прогнозування ключових показників діяльності корпорацій, які знаходитимуть відображення у ринковій вартості акцій та загальній капіталізації корпорації.

Враховуючи тісний взаємозв'язок між ефективністю діяльності корпорацій та вартістю їхніх акцій на фондовому ринку (особливо за умов розвиненого фондового ринку, достатнього рівня ліквідності), вважаємо за доцільне уточнити поняття вартості бізнесу та вартості корпорацій. Надалі ми спиратимемося на цей важливий взаємозв'язок у межах оцінки вартості акцій у портфелях ІСІ (на прикладі металургійних підприємств) з метою створення умов для прийняття ефективних інвестиційних рішень керуючими фондами. Так, Національні стандарти оцінки, зокрема №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав», затверджені постановою Кабінету Міністрів України №440 від 10 вересня 2003 року, визначають вартість наступним чином: «Вартість – це еквівалент цінності об'єкта оцінки, виражений у ймовірній сумі грошей» [136]. Цей же стандарт виокремлює такі види вартості, як ринкова, ліквідаційна, вартість заміщення, вартість відтворення, залишкова вартість заміщення (відтворення), спеціальна вартість, інвестиційна вартість. Розглянемо зміст деяких з вищенаведених категорій.

Ринкова вартість – вартість, за яку можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку подібного майна на дату оцінки за угодою, укладеною між покупцем та продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що кожна із

сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу [81]. Це визначення, сформульоване Національними стандартами оцінки, у цілому відповідає тлумаченню Міжнародних стандартів оцінки.

Вартість корпорації на фондовому ринку визначається як «ринкова вартість фірми» (market value of firm), під якою розуміють ринкову вартість акціонерного капіталу (market value of equity), тобто ціну простої акції корпорації, помножену на кількість акцій в обороті, оскільки підприємство можна розглядати як існуючий або майбутній бізнес, функціонування якого пов'язано із внесенням інвестицій, або як набір активів [53, с. 106].

У практиці оцінки найчастіше прагнуть визначити саме ринкову вартість. Однак деякі об'єкти оцінки не володіють достатньою «ринковістю», зокрема, не обертаються на відкритому, масовому й конкурентному ринку, перебувають під жорстким контролем і регулюються державою, інформація є закритою й обмеженою. У такому випадку використовуються неринкові види вартості.

Національні стандарти оцінки також визначають інші види вартості (які є неринковими) [136]:

- ліквідаційна вартість – вартість, яка може бути отримана за умови продажу об'єкта оцінки у строк, що є значно коротшим від строку експозиції подібного майна, протягом якого воно може бути продане за ціною, яка дорівнює ринковій вартості;
- вартість заміщення – визначена на дату оцінки поточна вартість витрат на створення (придбання) нового об'єкта, подібного до об'єкта оцінки, який може бути йому рівноцінною заміною;
- вартість відтворення – визначена на дату оцінки поточна вартість витрат на створення (придбання) в сучасних умовах нового об'єкта, який є ідентичним об'єкту оцінки;
- залишкова вартість заміщення (відтворення) – вартість заміщення (відтворення) об'єкта оцінки за вирахуванням усіх видів зносу (для нерухомого майна – з урахуванням ринкової вартості земельної ділянки

при її існуючому використанні (прав, пов'язаних із земельною ділянкою);

- інвестиційна вартість – вартість, визначена з урахуванням конкретних умов, вимог та мети інвестування в об'єкт оцінки.

У Міжнародних стандартах оцінки [82] визначаються такі види вартості: споживча вартість; спеціалізована вартість; інвестиційна вартість; вартість діючого підприємства або вартість бізнесу у цілому; страхова вартість; ліквідаційна вартість ті ін. Для нас цікавим є визначення вартості діючого підприємства – це поняття включає в себе оцінку підприємства, що функціонує, отриману із загальної вартості діючого підприємства (величин складових частин), однак сам по собі жоден з цих компонентів ринкової вартості не створює.

Як ми уже згадували, саме ринкова вартість компанії являє собою комплексну фінансову оцінку, яка має відображати економічну ефективність підприємства, його фінансову стійкість та очікування щодо майбутньої результативності. Суттєва особливість цього показника полягає в тому, що він виступає свого роду барометром змін основних характеристик діяльності компанії, таких як рентабельність, обсяги продажів, платоспроможність, стійкість, конкурентоспроможність. Оскільки саме вони безпосередньо впливають на ринкову вартість корпорації.

З огляду на це вважаємо за доцільне в наступному розділі більш детально дослідити процес оцінки вартості бізнесу в системі прийняття оптимальних рішень інвестиційними керуючими щодо формування та зміни структури портфеля ІСІ.

Таким чином, оцінка вартості активів інститутів спільного інвестування є надзвичайно важливою складовою діяльності компанії з управління активами. Ця діяльність спрямована, по-перше, на підвищення ефективності компанії з управління активами (через розрахунок вартості чистих активів та вартості цінних паперів ІСІ), а по-друге, на дотримання нормативних вимог щодо складу і структури активів ІСІ. Це визначає необхідність оцінки ринкової вартості саме конкретних складових портфеля та його постійний моніторинг. Домінуючою

ознакою є переважання в структурі портфелів вітчизняних інвестиційних фондів цінних паперів, і насамперед, акцій. Це пов'язано з тим, що саме акції, на нашу думку, є найбільш «ринковими» серед інших цінних паперів, оскільки їх вартість відображає ефективність діяльності суб'єкта господарювання, а розрахункова вартість бізнесу безпосередньо пов'язана з ринковою ціною акцій публічної корпорації. Тому ця «прогнозованість» вартості акцій, на нашу думку, є основним аргументом, що визначає переважання саме цього виду цінних паперів у структурі портфелів інститутів спільного інвестування. І розрахунок вартості бізнесу (а отже, і вартості акцій корпорації), на нашу думку, є вагомим інструментом збільшення ефективності інвестиційних рішень, що приймаються управляючими фондами.

Висновки до розділу 2

У даному розділі проведено дослідження особливостей функціонування вітчизняного ринку спільного інвестування на сучасному етапі його розвитку та управління активами ІСІ в Україні з урахуванням їх складу та структури. Результати дослідження дали підстави для наступних висновків:

1. Вітчизняний ринок спільного інвестування все ще знаходиться на початковому етапі розвитку, а інститути спільного інвестування, порівняно з іншими фінансовими посередниками, не є достатньою мірою поширеними та розповсюдженими. Передумовами для подальшого розвитку і зростання ролі інвестиційних фондів у процесах активізації інвестиційної діяльності та більш ефективного використання вільних фінансових ресурсів фізичних та юридичних осіб, насамперед, індивідуальних інвесторів є підвищення рівня фінансової грамотності населення, їх поінформованості про діяльність інститутів спільного інвестування, а також створення дієвих механізмів захисту прав споживачів фінансових послуг зі спільного інвестування.

2. Виокремлюючи наявність характерних ознак та розкриваючи основні тенденції розвитку інститутів спільного інвестування в Україні, обґрунтовано висновок про існування певних перешкод, що стримують подальший розвиток ринку спільного інвестування в Україні, а саме:

- надзвичайно малі обсяги ринку спільного інвестування порівняно з іншими сегментами фінансового ринку та світовою практикою. Частка активів інститутів спільного інвестування у ВВП складає 9,6%. Для Європи відповідний показник сягає 50% і більше. Станом на початок 2012 року відношення активів банківської системи до ВВП склало 80,1%. Це свідчить не лише про банкоцентричність фінансового сектору України, але і про необхідність розвитку конкуренції на ринку фінансових послуг, що спрямовано на акумулювання коштів індивідуальних інвесторів, насамперед, населення за умов відновлення довіри до фінансових інститутів та забезпечення доступу до фінансових послуг через підвищення рівня поінформованості, фінансової грамотності населення;
- домінування венчурного інвестування та незначна частка публічних ІСІ. Так, частка активів невенчурних ІСІ до ВВП на початок 2012 року складала лише 0,75%, що є мізерним показником, адже саме активи невенчурних ІСІ більшою мірою відображають рівень поширення цих фінансових посередників серед широкого кола інвесторів, насамперед, дрібних;
- незначні обсяги активів відкритих ІСІ серед інших невенчурних ІСІ. Так, станом на 1 січня 2012 року на відкриті ІСІ припадало лише 2,5% вартості чистих активів невенчурних ІСІ в Україні. А саме відкриті інвестиційні фонди у світовій практиці є найбільш поширеним каналом залучення вільних фінансових коштів юридичних та особливо фізичних осіб. Це є потенційно дуже потужним внутрішнім джерелом розвитку вітчизняного фондового ринку та активізації інвестиційних процесів в Україні;

– надзвичайно низький рівень участі фізичних осіб у інвестиційних фондах. 96% чистих активів усіх інститутів спільного інвестування в Україні належить юридичним особам, у тому числі 81% – резидентам. Відповідно, на фізичних осіб припадає лише близько 4% чистих активів. У сегменті невенчурних ІСІ серед інвесторів також домінують юридичні особи, хоча і їх частка є дещо меншою. Фізичним особам належить близько 26% чистих активів невенчурних ІСІ (трохи більше 2,35 млрд. грн.). А саме кошти населення, як свідчить зарубіжна практика, є потенційно дуже потужним джерелом інвестиційних ресурсів для економіки будь-якої країни. Залучення населення до інвестиційних процесів в Україні в подальшому сприятиме не лише більш ефективному використанню їх вільних ресурсів, а й розвитку фінансового сектору та збільшенню інвестиційної привабливості для зарубіжних інвесторів.

3. Виходячи з того, що діяльність інвестиційних фондів, насамперед, спрямована на забезпечення зростання вартості інвестиційного портфеля та отримання індивідуальними інвесторами інвестиційного прибутку за рахунок ефективного розміщення активів компанією з управління активами інституту спільного інвестування, наголошено на необхідності вдосконалення підходів до формування інвестиційного портфеля.
4. Узагальнивши практику формування інвестиційної стратегії та особливостей управління активами інститутів спільного інвестування в Україні, уточнено схему взаємодії основних учасників інвестиційного процесу ІСІ на основі більш чіткого визначення його основних етапів, розкриття їх змісту, функцій та повноважень основних учасників. Серед етапів виділено такі: формулювання інвестиційної стратегії або мети діяльності фонду; визначення загальних вимог та обмежень щодо складу та структури активів фонду; вибір типу інвестиційної політики; проведення аналізу потенційних об'єктів інвестування; прийняття рішення про структуру інвестиційного портфеля в розрізі класів активів

(особливо слід наголосити на важливості саме цього етапу); аналіз та вибір інвестиційно привабливих інструментів в межах кожного з класів активів. Ці всі етапи передують процесу формування інвестиційного портфеля. Подальший же перегляд інвестиційного портфеля має відбуватися на основі здійснення постійного комплексу оціночно-управлінських заходів, до яких слід включати моніторинг змін ринкової ситуації (макрорівень); бенчмаркінг; моніторинг зміни вартості окремих активів у портфелі та оцінка ефективності вкладень у фінансові інструменти.

5. Обґрунтовано важливість вдосконалення взаємодії учасників інвестиційного процесу ІСІ на основі більш чіткого розподілу повноважень та відповідальності між суб'єктами – інвестиційними керуючими (управляючими фондами), інвестиційними стратегами, макроаналітиками та галузевими аналітиками. Для забезпечення відповідних умов для прийняття найбільш адекватних, релевантних та ефективних рішень має створюватися так званий «інвестиційний комітет», що, окрім вищеназваних суб'єктів, має включати також торгівців цінними паперами для оцінки реальної можливості реалізації рекомендацій аналітиків (з урахуванням проблем ліквідності, що особливо актуально на вітчизняному фондовому ринку; адекватності цінових рівнів тощо).
6. На основі детального аналізу чинного законодавства систематизовано нормативні вимоги та обмеження щодо формуванні структури активів інститутів спільного інвестування в Україні. Проведено дослідження практики формування структури ІСІ в Україні в розрізі їх видів. Автором проведено порівняльний аналіз підходів до розміщення активів інвестиційних фондів в Україні у різні класи активів.
7. Узагальнюючи результати діяльності ІСІ в Україні (як невенчурних, так і венчурних), обґрунтовано висновок щодо наявності суттєвих недоліків у політиці розміщення активів інвестиційних фондів в Україні порівняно зі

світовою практикою. Виявлено, що подібне викривлення виникає через домінуючу роль венчурних ІСІ в сегменті національного спільного інвестування. В результаті, більша частина активів українських ІСІ розміщено в так звані «інші активи», серед яких на перший план виходять векселі та заставні, що належать до інструментів, особливості та спрямованість використання яких не передбачає можливість трансформації заощаджень в інвестиції, і не притаманне для механізму спільного інвестування.

8. У сегменті невенчурних ІСІ структура розміщення активів інвестиційних фондів в Україні є наближеною до американської практики формування інвестиційної політики інвестиційних фондів. Зокрема, переважною є частка активів українських невенчурних ІСІ, яка розміщена в акції – 48%, частка облігацій становить лише 7%, інструментів грошового ринку – 8%. Частка «інших активів» є досить значною і сягає 38%.
9. На основі детального аналізу структури портфелів невенчурних ІСІ виявлено, що тип інвестиційного фонду та його інвестиційна стратегія є важливим фактором, що визначає структуру портфелів інститутів спільного інвестування. Зокрема, до відкритих ІСІ висувуються більш жорсткі вимоги щодо ліквідності, оскільки фонд або його компанія з управління активами беруть на себе зобов'язання у будь-який час здійснювати викуп на вимогу інвестора цінних паперів, емітованих цим фондом або його компанією з управління активами. Тобто такі фонди мають тримати більшу частину активів у найбільш ліквідних формах. Цей висновок підтверджується на практиці – грошові кошти та банківські депозити у відкритих ІСІ займають більше 28% активів, у той час як для закритих ІСІ відповідний показник не перевищує 7%. Відповідно, закриті фонди мають можливість більшу частину коштів інвестувати у цінні папери.
10. Визначено, що серед цінних паперів, які знаходяться у портфелях інвестиційних фондів, найбільш популярними є акції та облігації. У

закритих фондах станом на кінець 2011 року на акції припадало 48% портфелю (порівняно з 30% у відкритих), на облігації – близько 7%. Це обумовило акцентування уваги у подальших дослідженнях на акціях як основному фінансовому інструменті, який використовується для забезпечення зростання дохідності інвестиційного портфеля фонду та є предметом особливої уваги учасників інвестиційного процесу (керуючих фондами, аналітиків, торгівців цінними паперами) щодо визначення їх інвестиційних якостей.

11.3 огляду на тісний взаємозв'язок між ефективністю діяльності корпорацій та вартістю їхніх акцій (що є відображенням ринкової вартості власне таких компаній), автором систематизовано вітчизняні та зарубіжні підходи до тлумачення категорій вартості бізнесу, вартості корпорацій, що слугуватиме основною для подальшого вдосконалення оціночних процедур з метою підвищення ефективності діяльності керуючих фондами щодо прийняття більш зважених інвестиційних рішень.

Висновки, рекомендації та пропозиції автора, що містяться у другому розділі, знайшли відображення в публікаціях автора [113, 115, 116, 117, 119, 121, 123, 125, 126, 231], наведених у списку використаних джерел.

РОЗДІЛ 3

НАПРЯМИ АКТИВІЗАЦІЇ ЗАЛУЧЕННЯ ІНДИВІДУАЛЬНИХ ІНВЕСТОРІВ ДО УЧАСТІ У ПРОЦЕСАХ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ

3.1. Розвиток відкритих інвестиційних фондів на основі розширення участі індивідуальних інвесторів у процесах спільного інвестування

Становлення і розвиток фінансового сектору є необхідною складовою зростання національної економіки. Взаємозв'язок реального сектору економіки та фінансової системи виявляється через функцію трансформації заощаджень у інвестиції, міжгалузевого та міжрегіонального перетоку капіталу. Саме за таких умов особливої ваги набирає ефективність функціонування інституційної інфраструктури фінансової системи. Тут ми, насамперед, маємо на увазі інституційних інвесторів, до яких згідно з чинним законодавством [149] можна віднести страхові компанії, недержавні пенсійні фонди та інститути спільного інвестування. Варто зауважити, що в тут серед інститутів спільного інвестування доречно розглядати лише невенчурні ІСІ, оскільки специфіка функціонування вітчизняних венчурних ІСІ полягає в тому, що вони переважно виконують суто технічні завдання з перерозподілу грошових потоків у холдингових структурах, не беручи участі у здійсненні головної функції – залученні тимчасово вільних грошових коштів юридичних та фізичних осіб [150, с.61-62].

З огляду на зазначене, вважаємо за доцільне проаналізувати основні показники діяльності інституційних інвесторів в Україні (табл. 3.1).

Як видно з табл. 3.1, найбільший обсяг активів знаходиться в управлінні страхових компаній. Проте протягом останніх шести років їх обсяг зріс лише в 2,2 рази, у той час як динаміка зростання активів невенчурних ІСІ та недержавних пенсійних фондів (НПФ) є набагато більшою – 22,0 та 28,3 разів відповідно.

Таблиця 3.1

Окремі показники діяльності інституційних інвесторів (на початок року)

Показники діяльності інституційних інвесторів	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2012 до 2006, разів
Номінальна вартість активів невенчурних ІСІ, млн. грн.	448,8	1 373,4	4 022,3	4 285,6	6 512,7	8 890,4	9 888,2	22,0
Номінальна вартість активів недержавних пенсійних фондів, млн. грн	46,2	137,0	280,7	612,2	857,9	1 144,3	1 306,4*	28,3
Номінальна вартість активів страхових компаній, визначені ст. 31 ЗУ «Про страхування», млн. грн	12 346,5	17 488,2	19 330,3	23 904,9	23 690,9	27 695,0	27 187,3*	2,2

Джерело: складено автором за матеріалами Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг та Української асоціації інвестиційного бізнесу

* станом на 1 жовтня 2011 року

Це свідчить, з одного боку, про зростання впливу вказаних фінансових посередників на юридичних та фізичних осіб, а з іншого, - про початковий етап їх розвитку, що обмежує можливості для здійснення порівняльного аналізу. Ілюстрацією цього твердження є дані, наведені у табл. 3.2.

Таблиця 3.2

Співвідношення між активами інституційних інвесторів та ВВП України (на початок відповідного періоду), %

Показники	Відношення показника до ВВП за роками, %						
	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.
активи невенчурних ІСІ	0,10	0,25	0,56	0,45	0,71	0,81	0,75
активи НПФ	0,01	0,03	0,04	0,06	0,09	0,10	0,10*
активи страхових компаній	2,80	3,21	2,68	2,52	2,59	2,53	2,06*

Джерело: складено автором за матеріалами Державної служби статистики, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг; Української асоціації інвестиційного бізнесу

* станом на 1 жовтня 2011 року

Як свідчить зміст табл. 3.2, обсяг активів інституційних інвесторів по відношенню до ВВП є мізерним. Водночас заслуговує на увагу така особливість:

якщо у посткризовий період частка активів страховиків у ВВП стабілізувалася (хоча й на низьких рівнях), то частка ІСІ та НПФ впевнено зростає. Це створює передумови для висновків щодо місця інститутів спільного інвестування в посиленні конкуренції на ринку з надання послуг індивідуальним інвесторам, в першу чергу фізичним особам. Зокрема, на основі інформації за останні 6 років, яку використано для побудови лінійного тренду, можна очікувати протягом наступних 5 років зростання частки активів невенчурних ІСІ у ВВП до ~1,4% (рис. 3.1), що відповідатиме близько 30-33 млрд. грн., що фактично у 3,3 рази перевищує показники на початок 2012 року. При побудові аналогічного тренду на основі квартальних даних за період з 2006 по 2011 рік, кінцевий результат у 1,4% підтверджується.

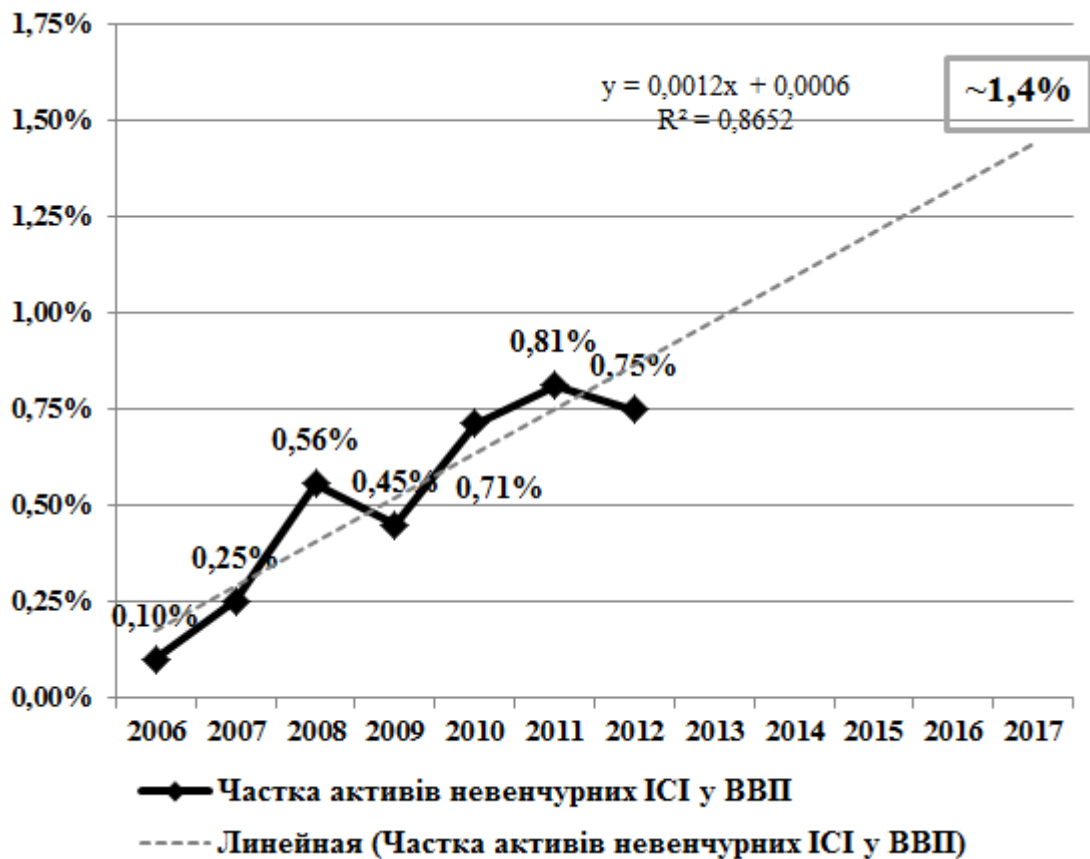


Рис. 3.1. Прогноз зростання обсягу активів невенчурних ІСІ на основі очікуваної їх частки у ВВП

У такому випадку ключовим питанням є пошук можливих напрямків, за якими може реалізовуватися такий потужний потенціал вітчизняного ринку спільного інвестування. Для відповіді на це питання вважаємо за доцільне

звернути увагу на структуру чистих активів українських невенчурних ІСІ (табл. 3.3).

Як ми уже вказували у попередньому розділі, на відкриті інвестиційні фонди припадає надзвичайно мала частка чистих активів невенчурних ІСІ в Україні. Більше того, максимальний показник було досягнуто у 2008 році (більше 15%), коли стрімко зростав вітчизняний фондовий ринок. У цей період саме відкриті інвестиційні фонди стали найбільш зручним для інвесторів інструментом отримання високої доходності за прийняттого рівня ризику. Це забезпечувалося можливістю гнучко здійснювати управління власними вільними ресурсами, оскільки відкриті фонди передбачають можливість для інвестора звернутися до компанії з управління активами з вимогою викупити емітовані інвестиційні сертифікати у будь-який момент. У той же час високий рівень доходності забезпечувався позитивною динамікою вартості українських акцій. Тим не менше, уже на початку 2009 року, коли фінансова криза в Україні набирала свої оберти, інвестори почали масово виводити свої кошти з тих же відкритих фондів через максимально простий механізм повернення інвестованих коштів. Подібні процеси лише прискорилися протягом 2009 року, і вже на початок 2011 року частка відкритих ІСІ у загальному обсязі чистих активів невенчурних ІСІ впала до мізерних 3%. Протягом вказаного періоду невпинно зростали обсяги чистих активів лише закритих ІСІ, що хоча і є більш ризиковими, проте значно дохіднішими, та, головне, передбачають інвестування коштів на тривалий період.

Таблиця 3.3

Структура чистих активів ІСІ за типами фондів у 2008-2012 роках*

	Чисті активи ІСІ за роками									
	2008 р.		2009 р.		2010 р.		2011 р.		2012 р.	
	млн. грн.	частка, %	млн. грн.	частка, %	млн. грн.	частка, %	млн. грн.	частка, %	млн. грн.	частка, %
Відкриті	555,4	15	503,3	12	234,4	4	281,4	3	227,0	3
Інтервальні	283,4	8	182,8	4	246,5	4	245,2	3	181,8	2
Закриті	2 781,3	77	3 382,0	83	5 412,3	92	7 775,7	94	8 625,3	95
Невенчурні (усі)	3 620,1	100	4 068,1	100	5 893,2	100	8 302,3	100	9 034,2	100

Джерело: складено автором за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу

* Дані на початок відповідного періоду

Крім того, подібна ситуація, на нашу думку, спричинена двома основними факторами, які тісно пов'язані між собою:

- 1) значне зниження фондових індексів у другій половині 2008-2009 роках, що призвело до втрати довіри дрібних інвесторів до інструментів фондового ринку на досить тривалий період (наслідки цих процесів присутні в умовах сьогодення) (рис. 3.2).
- 2) внаслідок високої волатильності вітчизняного фондового ринку та ризиків значних втрат протягом вказаного періоду було фактично втрачено сегмент фізичних осіб як потенційно дуже потужного джерела залучення інвестиційних ресурсів.

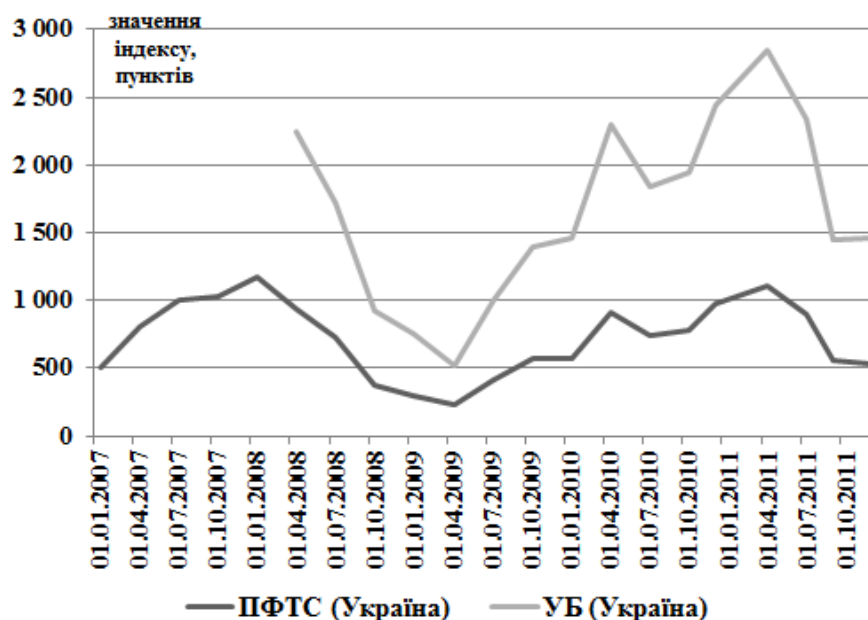


Рис. 3.2. Динаміка українських фондових індексів у 2007-2011 роках

Джерело: Українська біржа, Перша фондова торговельна система

Так, різке зниження (у 4-5 разів) ключових українських фондових індексів у 2008-2009 роках (рис. 3.2) дуже негативно відобразилося на розвитку ринку спільного інвестування, оскільки, крім того, що відбулося різке зниження вартості активів інститутів спільного інвестування, велика кількість інвесторів звернулася до компаній з управління активами з вимогою викупити їхні інвестиційні сертифікати. Більше того, факт понесених інвесторами у цей період значних інвестиційних втрат обумовив погіршення ставлення потенційних інвесторів до фондового ринку. Подібна ситуація з того часу повторювалася ще у II-III кварталі

2011 року на фоні ескалації боргових проблем у Євросоні, що відповідно відобразилося на динаміці українських фондових індексів.

Тим не менше, протягом останніх років відбувалося стійке зростання обсягу торгів на ринку цінних паперів (рис. 3.3).

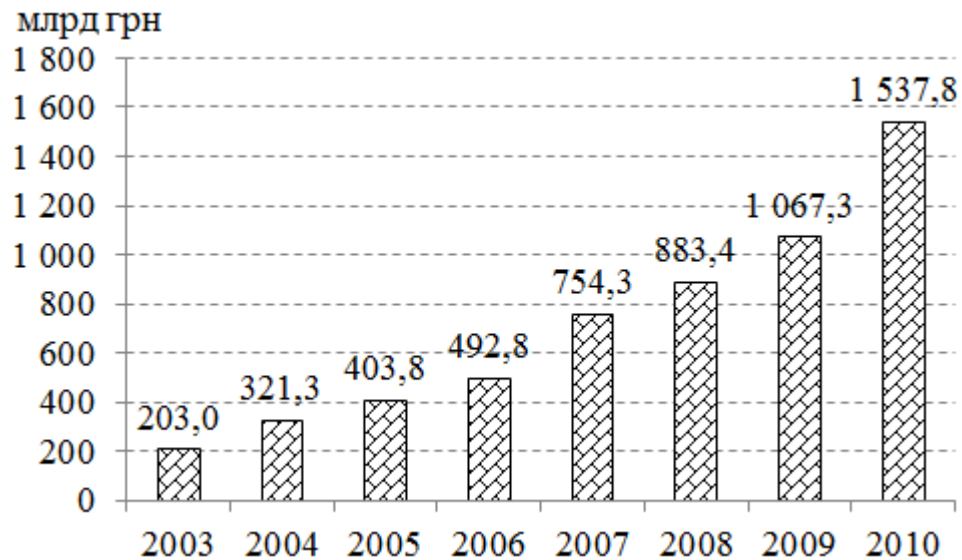


Рис. 3.3. Обсяг виконаних договорів торгівцями цінних паперів, млрд. грн.

Джерело: Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку

Як ми уже згадували, становлення ефективного фондового ринку є важливим етапом на шляху формування ринкової економіки й активізації інвестиційних та інноваційних процесів. Ліквідний і прозорий фондовий ринок має сприяти підвищенню конкурентоспроможності вітчизняної економіки шляхом:

- акумуляції та перерозподілу інвестиційних ресурсів між різними галузями економіки та підприємствами;
- формування коректної ринкової вартості підприємств;
- формування інформаційних індикаторів для інвесторів, індикації загального стану економіки для всіх суб'єктів господарювання;
- залучення коштів для покриття дефіциту державного й місцевих бюджетів, фінансування державних і місцевих програм розвитку;
- створення ефективною системи захисту прав та інтересів інвесторів;
- сприяння розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення й інститутів спільного інвестування [48, с. 41].

Варто зауважити, що подальший розвиток вітчизняного фондового ринку є необхідною складовою розширення діяльності інститутів спільного інвестування. Це пов'язано з тим, що саме ліквідні цінні папери, які є предметом купівлі-продажу на фондовому ринку, становлять основу портфелів інвестиційних фондів. Так, на акції та облігації припадає близько 55% активів невенчурних ІСІ. У той же час, частка акцій та облігацій у структурі торгівлі цінними паперами за результатами 2010 року перевищила 64% (рис. 3.4).

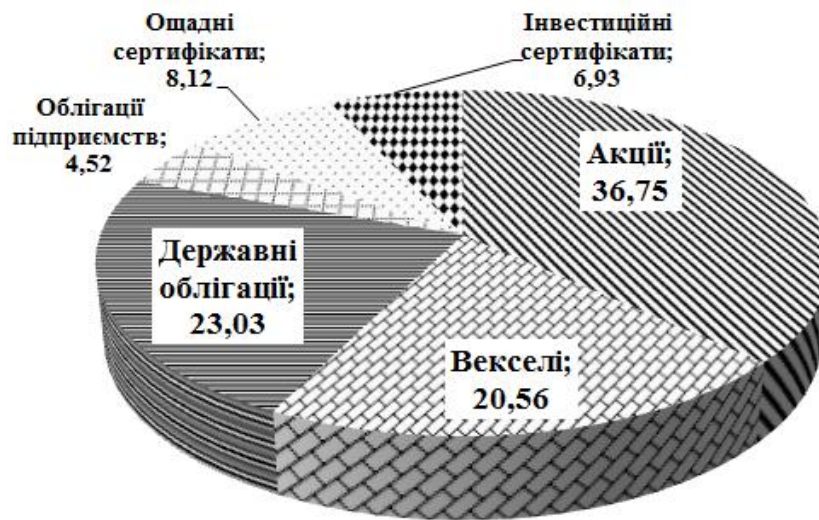


Рис. 3.4. Структура виконаних договорів торгівцями цінними паперами за видами фінансових інструментів у 2010 році, %

Джерело: Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку

Тісний взаємозв'язок фондового ринку та ринку спільного інвестування в Україні проявляється через участь у інвестиційних процесах населення. Як ми уже згадували у попередньому розділі, значною проблемою функціонування вітчизняного ринку спільного інвестування є надзвичайно низький рівень участі населення в ІСІ. Хоча ще у 2007 році, коли відбувалося стрімке зростання фондового ринку, вдалося досягти позитивної динаміки з точки зору співвідношення часток коштів фізичних та юридичних осіб у структурі активів невенчурних ІСІ, обвал українських фондових індексів у 2008-2009 роках призвів до переформатування структури на користь юридичних осіб (табл. 3.4).

Як свідчать дані табл. 3.4, на початку 2012 року частка фізичних осіб у структурі ВЧА інститутів спільного інвестування знизилася до 26%, хоча ще у

другій половині 2007 року вона сягала 49%. По суті це означає втрату сегменту фізичних осіб як клієнтів для інвестиційних фондів. Так, якщо в абсолютному вимірі обсяг чистих активів ІСІ, що належали фізичним особам за аналізований період зріс у 1,9 рази, то частка чистих активів у власності юридичних осіб зросла у 5,2 рази. На нашу думку, подібні темпи зростання обсягів активів могли бути досягнуті і для фізичних осіб, насамперед, у сегменті саме відкритих інвестиційних фондів. Підтвердженням цієї тези є світова практика.

Таблиця 3.4

Розподіл вартості чистих активів невенчурних ІСІ за типами інвесторів

Учасники невенчурних ІСІ	Вартість чистих активів невенчурних ІСІ станом на			
	01.10.2007		01.01.2011	
	млн. грн.	частка, %	млн. грн.	частка, %
Фізичні особи	1 222,3	49,0	2 360,4	26,1
Юридичні особи	1 274,0	51,0	6 673,8	73,9
Загалом	2 496,3	100,0	9 034,2	100,0

Джерело: складено автором за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу

Найбільш показовим є досвід США щодо побудови ефективної системи функціонування ринку спільного інвестування. Проаналізуємо ключові особливості, що є характерними для американської моделі організації ринку спільного інвестування, що дозволить нам визначити ключові параметри функціонування інститутів спільного інвестування, що передбачають можливість розширення участі в них індивідуальних інвесторів.

Як ми уже згадували, обсяг чистих активів взаємних фондів у США на кінець 2010 року склав 11,8 трлн. дол. США, що складає 48% загального обсягу чистих активів взаємних фондів у світі [204, с. 22]. У той же час, на взаємні фонди у США припадає більше 90% усіх чистих активів інвестиційних фондів країни. Таким чином, будучи найбільшим у світі, американський ринок спільного інвестування характеризується абсолютним домінуванням сегменту взаємних фондів, аналогами яких в Україні є відкриті фонди.

Потужним джерелом залучення інвестиційних ресурсів в економіку через механізми спільного інвестування взаємних фондів є кошти фізичних осіб. За даними Інституту інвестиційних компаній США та Ради керуючих федеральної

резервної системи [204, с. 10], частка активів домогосподарств, що була розміщена в інвестиційні фонди, станом на кінець 2010 року досягла 23%. Показовим є той факт, що ще в 1980 році відповідний показник складав 3%. Частка домогосподарств, що є учасниками взаємних фондів, з того часу динамічно зростала до 2000 року, поки не було досягнуто певної точки насичення (рис. 3.5).

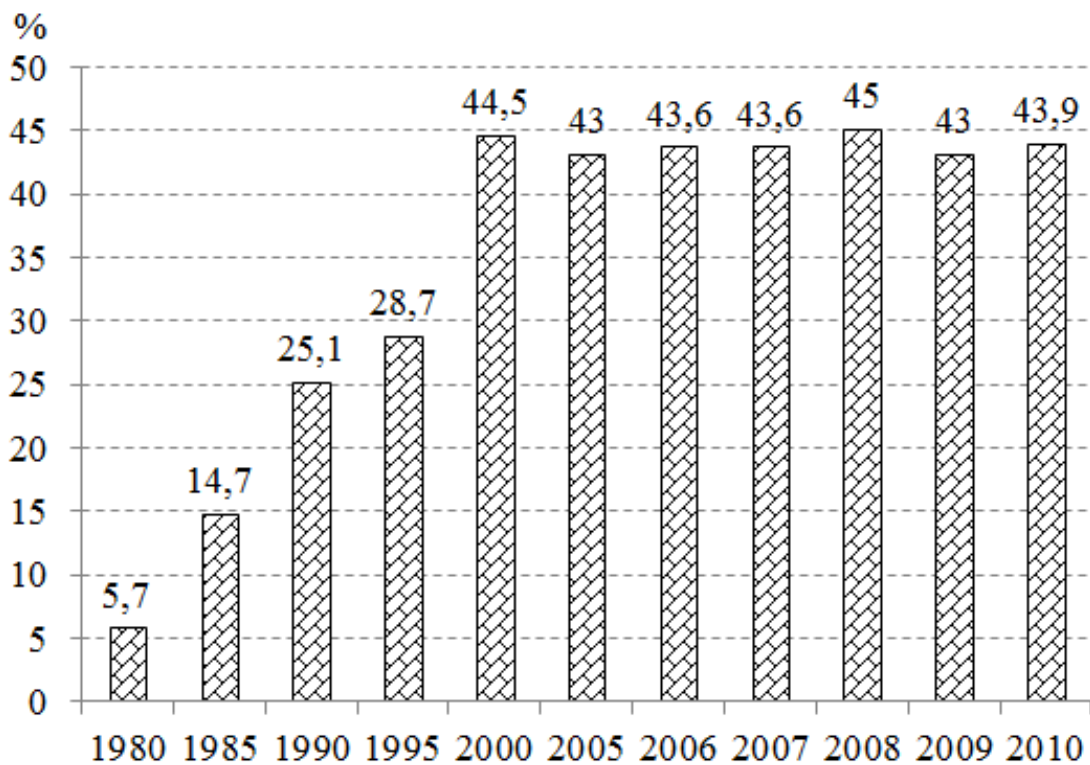


Рис. 3.5. Частка домогосподарств, що є учасниками взаємних фондів, %

Джерело: [233].

Протягом останнього десятиліття частка домогосподарств – учасників взаємних фондів у США є відносно стабільною і коливається в межах 42-48%. Станом на кінець 2010 року, 51,6 млн. домогосподарств (43,9% їх загальної кількості) або 90,2 млн. чоловік (близько 28% населення) були учасниками взаємних фондів у США.

Ще однією важливою ілюстрацією поширеності взаємних фондів у США є частка домогосподарств у різних вікових групах (за віком голови домогосподарства), що є учасниками взаємних фондів (рис. 3.6).

Як свідчать дані рис. 3.6, близько половини домогосподарств у віці голови від 35 до 64 років є учасниками взаємних фондів. У віковій групі 45-54 роки

частка домогосподарств, що є учасниками взаємних фондів, є найбільшою і складає 56%.

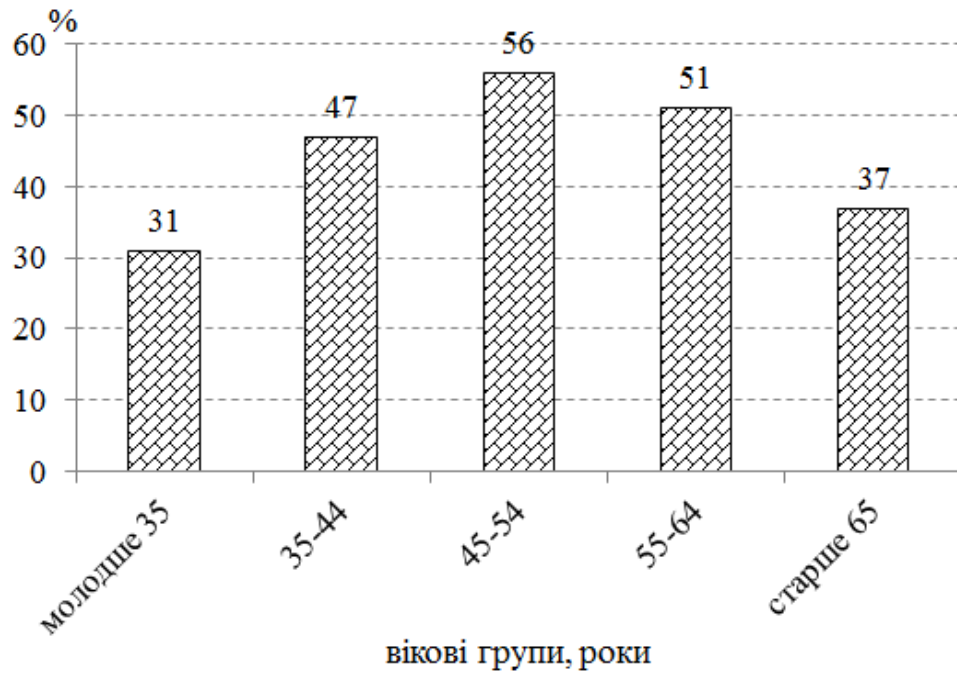


Рис. 3.6. Частка домогосподарств у різних вікових групах (за віком голови домогосподарства), що є учасниками взаємних фондів, %

Джерело: [233].

Показовою є динаміка вікової структури домогосподарств, що є учасниками взаємних фондів у США (рис. 3.7).

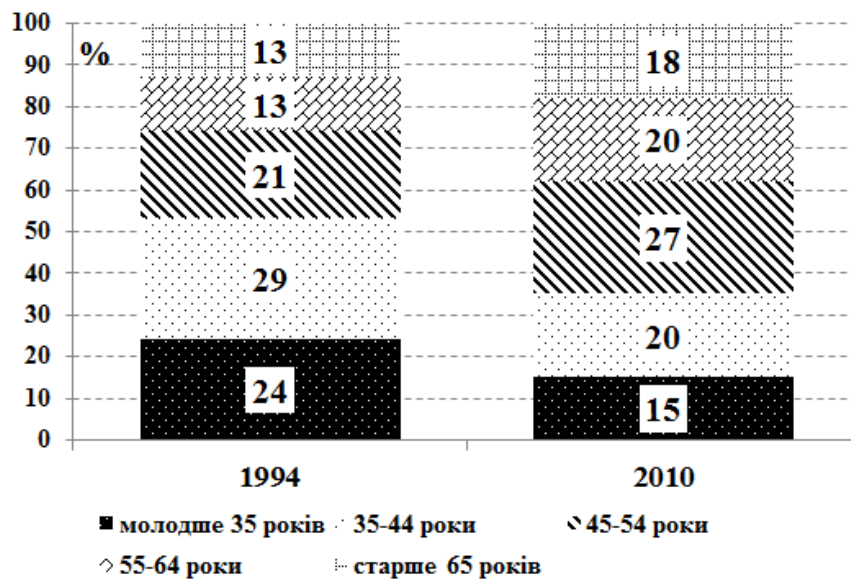


Рис. 3.7. Вікова структура домогосподарств – учасників взаємних фондів у США (за віком голови домогосподарства)

Джерело: [204].

Ще у 1994 році, коли для ринку спільного інвестування США була характерна екстенсивна фаза розвитку, більше 50% домогосподарств, що були учасниками взаємних фондів у США, належали до вікової групи молодше 45 років. Найбільш ваговою була група від 35 до 44 років – 29%. На нашу думку, саме переважання в структурі інвесторів молодшого населення є свідченням фази екстенсивного зростання ринку, коли поширення такого інструмента інвестування лише набирало обертів, насамперед серед молодшого, більш ризикового сегменту кола осіб. На кінець 2010 року вже найбільш чисельною віковою групою стали домогосподарства, вік голови яких знаходиться в межах 45-54 роки. Це є свідченням інтенсивної фази зростання ринку спільного інвестування, оскільки це пов'язано зі зростанням обсягів інвестування коштів у взаємні фонди завдяки росту загального рівня фінансового стану домогосподарств. Тобто взаємні фонди вже стали поширеними серед усіх вікових груп і подальший розвиток цього сегменту відбувається переважно за рахунок більш забезпеченого кола інвесторів.

Вважаємо, що подібна тенденція є важливою з точки зору перспектив поширення діяльності інвестиційних фондів (особливо відкритих) в Україні. Тобто саме молодше населення (яке може ще характеризуватися нижчим рівнем фінансової забезпеченості та доходів) має стати тим каталізатором популяризації вкладення коштів у інвестиційні фонди, що у подальшому забезпечить розширення кола інвесторів через залучення до інвестиційних процесів більш консервативного старшого населення, яке у своїй переважній більшості має вищий рівень достатку.

Підтвердженням цього висновку є дані, наведені на рис. 3.8.

Зі зростанням обсягу річного доходу все більша частка домогосподарств вкладає свої вільні фінансові ресурси у взаємні фонди. Так, якщо серед домогосподарств, річний дохід яких не перевищує 25 000 дол. США, лише 10% є учасниками взаємних фондів, то у групі домогосподарств з річним доходом вище 100 000 дол. США 4 з 5 домогосподарств інвестують власні заощадження у взаємні фонди.

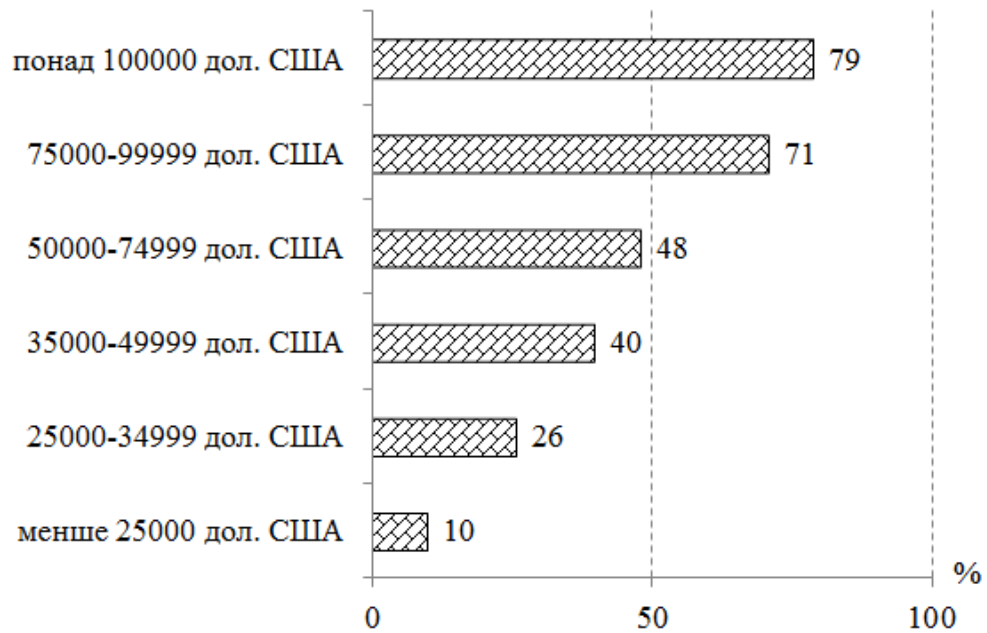


Рис. 3.8. Частка домогосподарств, що є учасниками взаємних фондів, у розрізі річних доходів домогосподарств

Джерело: [233, с. 24].

Відповідно, саме ця група домогосподарств є найбільш чисельною в структурі домогосподарств-учасників взаємних фондів за рівнем їх достатку – їх частка перевищує 35% (в т.ч. 29% - домогосподарства з доходом 100 000-200 000 дол. США). У той же час, у загальній кількості домогосподарств у США, на цю групу припадає 20% (в т.ч. 4% - домогосподарства з доходом 100 000-200 000 дол. США) – табл. 3.5.

Таблиця 3.5

Розподіл домогосподарств, що є учасниками взаємних фондів та усіх домогосподарств у США за річним доходом у 2010 році

Розподіл домогосподарств за розміром річного доходу, дол. США	Частка домогосподарств, %	
	учасників взаємних фондів	усіх домогосподарства США
менше 25000	6	25
25000-34999	6	11
35000-49999	13	14
50000-74999	20	18
75000-99999	19	12
100000-199999	29	16
понад 200000	7	4
Загалом	100	100

Джерело: [233].

Окрім поширеності інвестиційних фондів серед населення з різним рівнем достатку, важливою характеристикою ефективності діяльності взаємних фондів у США є частка активів домогосподарств, що розміщуються у взаємні фонди (рис. 3.9).

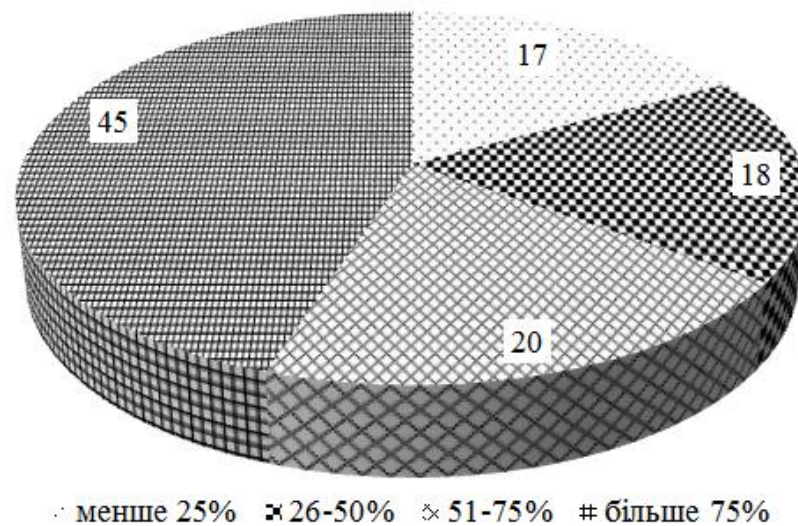


Рис. 3.9. Розподіл домогосподарств-учасників взаємних фондів за часткою їхніх активів, розміщених у взаємних фондах у 2010 році, %

Джерело: [233].

Як свідчать дані рис. 3.9, 65% домогосподарств-учасників взаємних фондів у США більше половини власних активів розміщують саме у взаємних фондах. Це свідчить про високий рівень довіри населення до інституту інвестиційного фонду, а також про прогнозованість динаміки американського фондового ринку у цілому. Це одна з ключових характеристик, що, на нашу думку, відчутно стримує потенціал розвитку вітчизняного ринку спільного інвестування. Так, відсутність цілісної і узгодженої нормативно-правової бази, що регулює діяльність зі спільного інвестування; недосконала інфраструктура (що обумовлює зростання трансакційних витрат учасників фондового ринку), низький рівень ліквідності фондового ринку (що призводить до маніпулювання цінами крупними гравцям на ринку), непрозорість діяльності емітентів цінних паперів тощо зводять нанівець усі позитивні моменти, що характеризують розвиток вітчизняного фондового ринку.

За нормальних умов функціонування фондового ринку, його більшої прогнозованості, а також меншої волатильності і залежності від іноземного капіталу, поширення діяльності зі спільного інвестування в Україні відбуватиметься поступово і плановірно. Це є цілком адекватним процесом, що не вимагає від потенційного інвестора надмірної схильності до ризику. Підтвердженням цієї тези є дані, наведені на рис. 3.10.

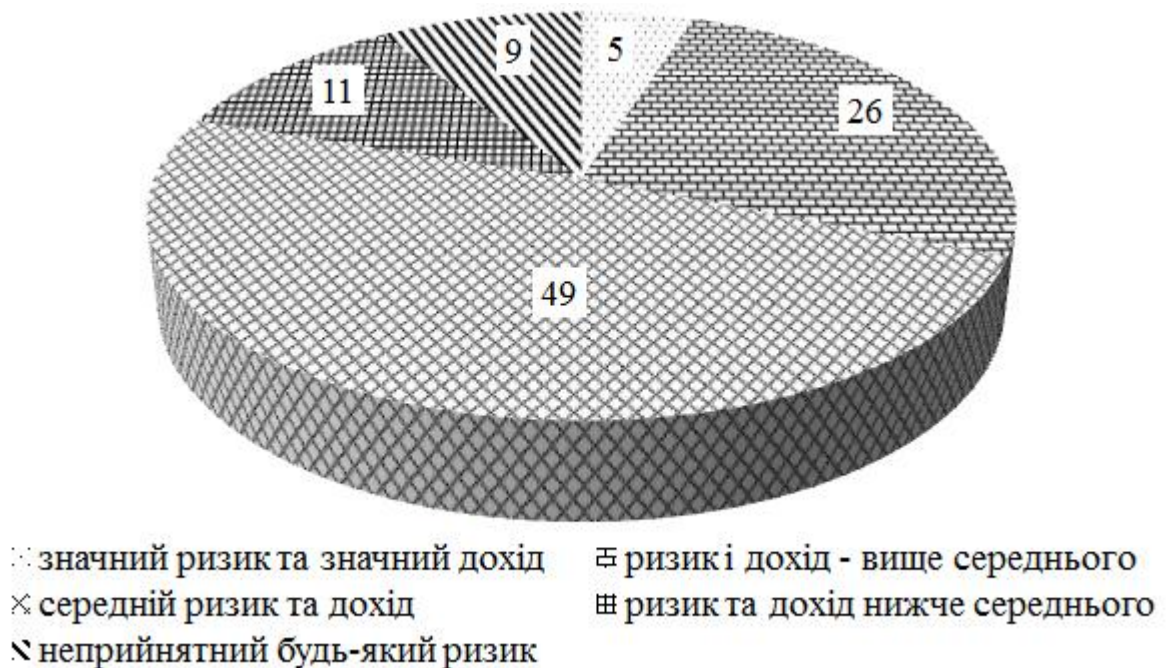


Рис. 3.10. Розподіл учасників взаємних фондів у США за рівнем прийнятності рівня ризику при інвестуванні у взаємні фонди у 2010 році, %

Джерело: [233].

Майже половина всіх учасників взаємних фондів у США (49%) орієнтуються на середній рівень ризику і доходу за інвестиціями у взаємні фонди, тобто займають помірковану позицію. Саме такий підхід, на нашу думку, був би прийнятний для реалізації в українській практиці за умови адекватного рівня розвитку фондового ринку, насамперед.

Узагальнюючи вищенаведені та деякі інші характеристики інвесторів взаємних фондів у США, вважаємо за доцільне навести портрет типового для американської практики домогосподарства – учасника взаємного фонду або фондів – див. табл. 3.6.

Портрет інвестора взаємного фонду у США

Загальні дані	
50 років	середній вік голови домогосподарства
75%	одружені або живуть з партнером
46%	є випускниками коледжів
73%	зайняті (повна або часткова зайнятість)
Доходи та фінансовий стан	
80 000 дол. США	медіанне значення доходу домогосподарства
200 000 дол. США	медіанне значення вартості активів домогосподарства
65%	тримають більше половини власних активів у взаємних фондах
68%	мають індивідуальні пенсійні рахунки
4	медіанне значення кількості фондів, учасниками яких є домогосподарство
100 000 дол. США	медіанне значення вартості активів у взаємних фондах
80%	є учасниками взаємних фондів акцій
Цілі інвестування	
93%	заощадження на пенсію
50%	скорочення оподаткованого доходу
47%	непередбачувані випадки

Джерело: [204].

Крім того, варто зауважити, що першочергова мета інвестування у взаємні фонди у США, згідно досліджень, проведених Інститутом інвестиційних компаній, – заощадження на пенсію для 74% учасників взаємних фондів.

Сформований портрет домогосподарства-типового учасника взаємного фонду у США, на нашу думку, може стати свого роду орієнтиром при побудові національної моделі розвитку сегменту відкритих інвестиційних фондів.

В Україні у 2006 та 2008 роках проводилися соціологічні дослідження на предмет виявлення ключових характеристик дійсних та потенційних вкладників інститутів спільного інвестування. У 2006 році дослідження було проведено Українським центром економічних та політичних досліджень ім. Олександра Разумкова на тему «Ставлення жителів обласних центрів до інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів», у 2008 році – Інститутом соціальної та політичної психології АПН України на тему «Портрет потенційного інвестора інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів».

Оскільки результати даних досліджень не можуть слугувати в якості даних, що можуть бути порівняні з інформацією стосовно функціонування американського ринку спільного інвестування, зупинимося лише на ключових висновках досліджень по Україні.

Дуже низький рівень обізнаності українського населення про сутність діяльності інститутів спільного інвестування є ключовою проблемою, що стримують розвиток ІСІ в Україні (табл. 3.7)

Таблиця 3.7

Поінформованість респондентів стосовно діяльності інститутів спільного інвестування

Відповіді респондентів	2006	2008
Вклали гроші в інститути спільного інвестування	2,8	3,1
Досить багато знають про інститути спільного інвестування, але грошей у них не вкладали	5	5,6
Деяко знають про інститути спільного інвестування, але грошей у них не вкладали	32	20,4
Нічого не знають про інститути спільного інвестування	55	69,3
Важко відповісти	5,2	1,6

Джерело: [131, 161]

Частка вкладників інститутів спільного інвестування за даними цих опитувань хоча і зросла порівняно з 2006 (2,8%), але у 2008 році становила мізерних 3,1%. Вражаючим є основний висновок, за яким майже 70% респондентів нічого не знають про інститути спільного інвестування!

Ключовими напрямками, куди розміщуються заощадження українського населення, залишаються готівкова форма грошей та депозити у банках (табл. 3.8). Хоча слід відмітити позитивні зрушення, що виявляються у зменшенні частки респондентів, що зберігають свої заощадження у готівковій формі. Роль інститутів спільного інвестування як напрямку розміщення заощаджень населення є мінімальною.

У той же час, дослідження Інституту соціальної та політичної психології АПН України (2008) мало також на своїй меті виявлення рівня готовності та

можливості населення зберігати та примножувати кошти через участь у механізмах спільного інвестування. Тому ми скористаємося результатами вказаного соціологічного дослідження для оцінки поточного потенціалу зростання обсягу ринку спільного інвестування на основі участі населення, насамперед, у відкритих фондах, які є найбільш доступними серед інших типів інвестиційних фондів.

Таблиця 3.8

Напрямки розподілу заощаджень населення в Україні у 2006 та 2008 рр.

	Розподіл заощаджень населення			
	серед тих, хто має заощадження, %		серед тих, хто вкладав кошти в ІСІ, %	
	2006	2008	2006	2008
Готівкові гроші	70,3	45,8	41	27,7
Поточний рахунок у банку	10,7	12,1	18	17,2
Строковий депозит у банку	8,2	11,5	15	19,4
Цінні папери	1,2	1,1	5	6,6
Страховання життя	0,8	1	1,4	3,8
Вкладення в інвестиційні фонди	0,7	0,8	14	12,1
Внески до недержавного пенсійного фонду	0,4	0,6	0,3	3
Інше	7,7	3,1	5,3	2,6

Джерело: [121, 151]

Ключовою позицією вказаного дослідження з точки зору визначення поточного невикористаного потенціалу зростання ринку спільного інвестування в Україні за рахунок коштів фізичних осіб є те, що лише 29% респондентів складають категорію реальних або так званих «потенційних вкладників» - фізичних осіб, що принаймні щось знають про інститути спільного інвестування, але грошей у них не вкладали. І 35,5% з цих потенційних вкладників вважають для себе можливим вкласти кошти в інститути спільного інвестування [131]. Такі дані нам дають можливість оцінити потенційну кількість населення, що мають можливість стати учасниками інститутів спільного інвестування, виходячи з рівня їх достатку. Екстраполювавши наведені показники на поточну оціночну кількість економічно активного населення в Україні (припустивши, що за період з 2008

року рівень обізнаності фізичних осіб про ІСІ, а також частка осіб з відповідним рівнем фінансового стану не змінилася), можна оцінити кількість населення, що є потенційними вкладниками ІСІ – це близько 2,3 млн. осіб (виходячи з кількості економічно активного населення – більше 22 млн. чол.). Тобто це є та кількість осіб, що мають фінансову можливість вкласти кошти в ІСІ, але не є учасниками ІСІ через фактори, інші ніж фінансовий стан. Тут постають проблеми виключно довіри до інвестиційних фондів, захисту прав індивідуальних інвесторів як споживачів послуг зі спільного інвестування, волатильності та ліквідності вітчизняного фондового ринку тощо.

Крім того, результати вказаного соціологічного дослідження містять дані стосовно того, яку суму вкладу в ІСІ потенційні інвестори вважають прийнятною для них – рис. 3.11.

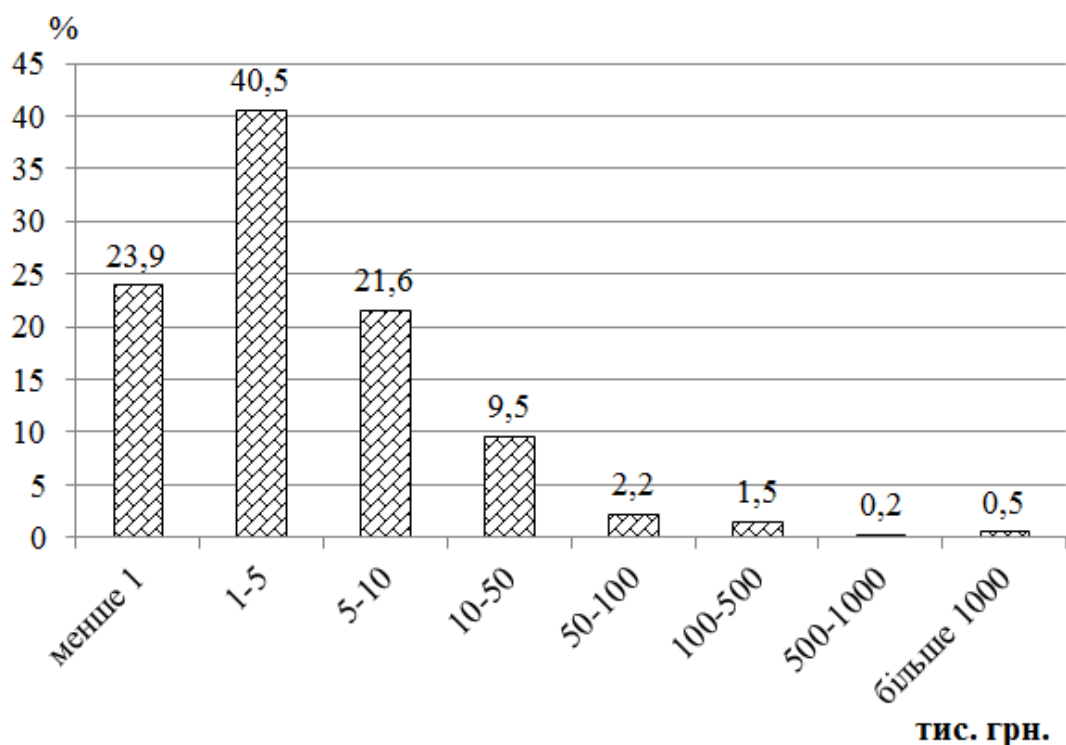


Рис. 3.11. Розподіл прийнятності розміру вкладів в ІСІ для населення України за результатами дослідження Інституту соціальної та політичної психології АПН України (2008)

Джерело: [131]

Прийнявши медіанне значення суми вкладів для відповідних груп фізичних осіб (для групи більше 1 млн. грн. ми прийняли суму в 1 млн. грн.), та

розрахувавши кількість потенційних вкладників за вказаними групами ми можемо оцінити потенціал зростання обсягу ринку спільного інвестування на основі залучення індивідуальних інвесторів, насамперед, у відкриті фонди на поточний момент (табл. 3.9).

Таблиця 3.9

Розрахунок потенціалу зростання обсягу ринку спільного інвестування в Україні*

Сума можливого вкладу в ІСІ, тис. грн	Частка потенційних вкладників, %	Медіанне значення суми вкладу для групи, грн.	Кількість фізичних осіб - потенційних вкладників, осіб	Потенційний обсяг грошових коштів фізичних осіб, що може бути залучений в ІСІ, тис. грн.
менше 1	23,9	500	544 452	272 225,8
1-5	40,5	2 500	922 606	2 306 516,0
5-10	21,6	7 500	492 057	3 690 425,7
10-50	9,5	25 000	216 414	5 410 346,3
50-100	2,2	75 000	50 117	3 758 766,9
100-500	1,5	250 000	34 171	8 542 652,0
500-1000.	0,2	750 000	4 556	3 417 060,8
більше 1000	0,5	1 000 000	11 390	11 390 202,7
Загалом	100,0		2 275 762	38 788 196,2

Джерело – розрахунки автора

Таким чином, невикористаний поточний потенціал зростання вітчизняного ринку спільного інвестування за рахунок коштів фізичних осіб складає 38,8 млрд. грн. Це є, з одного боку, надзвичайно великим показником порівняно з поточним його обсягом, який на 1 січня 2012 року досяг 9,9 млрд. грн. активів для невенчурних ІСІ (в т.ч. 2,36 млрд. грн. – кошти фізичних осіб), але у той же час це є цілком реальним показником. Для порівняння, обсяг депозитів населення у банках, за даними Національного банку України, станом на 1 грудня 2011 року становив 301,9 млрд. грн. (в т.ч. 231,7 млрд. грн. – строкові кошти фізичних осіб).

Тобто 38,8 млрд. грн. – це обсяг грошових коштів фізичних осіб виходячи з їхніх поточних фінансових можливостей, який уже на сьогодні міг бути спрямований на ринок спільного інвестування (переважно через відкриті інвестиційні фонди) за умови позитивного ставлення згаданих вище потенційних вкладників до інститутів спільного інвестування.

Ця мета може бути досягнута за умов створення більш сприятливого фону у вигляді дієвої та урегульованої системи функціонування вітчизняного фондового ринку, що дозволить підвищити рівень прогнозованості динаміки вартості цінних паперів, які обертаються на цьому ринку. Крім того, має бути реалізована ціла низка заходів, спрямована на забезпечення привабливості процесу спільного інвестування для індивідуальних інвесторів на основі підвищення дохідності, ліквідності вкладень, диверсифікації ризику та здійснення кваліфікованого управління активами інститутів спільного інвестування в Україні. Такі напрямки розвитку зовнішньої сфери функціонування ІСІ, спрямовані на залучення індивідуальних інвесторів до механізмів спільного інвестування, наведені в додатку Е. Необхідно зауважити, що наведені напрямки розвитку узгоджуються із Стратегією розвитку фінансового сектору України до 2015 року [165]. Блок, пов'язаний із захистом прав споживачів фінансових послуг відповідає вимогам, та рекомендаціям, визначених у документі «Загальні принципи «ВЕЛИКОЇ ДВАДЦЯТКИ» щодо захисту прав споживачів фінансових послуг», розробленому Організацією економічного співробітництва та розвитку [41]. Окремі положення щодо згаданої проблеми також містяться у Концепції захисту прав споживачів небанківських фінансових послуг в Україні, затвердженій розпорядженням КМУ № 1026-р від 03.09.2009 [58]

Важливою умовою для реалізації вказаного зростання обсягів активів інститутів спільного інвестування є прийнятність фінансової послуги для конкретного клієнта [102, с.23]. Так, для сучасної фінансової науки поняття прийнятності (Suitability or appropriateness) є відносно новим і має досить широке тлумачення. У доповіді спільного форуму Базельського комітету з банківського нагляду, Міжнародної організації комісії регулювання цінних паперів і Міжнародної організації органів страхового нагляду на тему «Прийнятність для клієнтів у роздрібних продажах фінансових продуктів та послуг» міститься тлумачення цього терміна.

Прийнятність визначається як ступінь того, наскільки продукт або послуга, запропоновані посередником, відповідають фінансовому стану роздрібною

клієнта, інвестиційним завданням, рівню толерантності до ризику, фінансовій потребі, знанням та досвіду.

Саме забезпечення вказаних критеріїв прийнятності послуги зі спільного інвестування для індивідуальних клієнтів є ключовою позицією, що сприятиме розвитку інститутів спільного інвестування та збільшенню обсягів активів у їх управлінні за рахунок розширення участі населення у відкритих інвестиційних фондах. У свою чергу, залучення додаткових ресурсів на фондовий ринок через механізми спільного інвестування сприятиме активізації інвестиційних процесів в Україні.

Тому донесення навіть до досить вузького кола потенційних інвесторів (які ми оцінили – близько 2,3 млн. чол.) інформації стосовно переваг участі у механізмах спільного інвестування порівняно з іншими напрямками вкладення вільних грошових коштів, наряду із забезпеченням належного рівня захисту прав споживачів послуг зі спільного інвестування, є основними і першочерговими заходами з розвитку вітчизняного ринку спільного інвестування в Україні за рахунок залучення до інвестиційних процесів індивідуальних інвесторів через відкриті інвестиційні фонди.

Таким чином, на сьогодні ринок спільного інвестування в Україні знаходиться на початковому етапі його розвитку. Особливо яскраво це проявляється у масштабах національної економіки - частка активів невенчурних ІСІ у ВВП станом на 1 січня 2012 року становила мізерних 0,75%. Тим не менше, порівняно з іншими інституційними інвесторами (страхові компанії та недержавні пенсійні фонди), інвестиційні фонди характеризуються, насамперед, хорошою динамікою згаданих показників. Використання регресійної лінії тренду для історичних даних по частці активів невенчурних ІСІ у ВВП дало нам можливість кількісно оцінити перспективи зростання вітчизняного ринку спільного інвестування на тривалому горизонті – за нашими оцінками, можна очікувати протягом наступних 5 років зростання частки активів невенчурних ІСІ у ВВП до ~1,4%, що відповідає близько 30-33 млрд. грн., що фактично у 3,3 рази перевищує показники на початок 2012 року. Подальший аналіз структури вітчизняного ринку

спільного інвестування в розрізі типів фондів та рівня участі населення в інвестиційних фондах дозволив нам виявити причини гальмування темпів зростання обсягів коштів, що розміщуються в ІСІ. Серед таких причин – значне зниження фондових індексів у другій половині 2008-2009 роках, що призвело до втрати довіри інвесторів до інструментів фондового ринку на досить тривалий період, а також фактично втрата сегменту фізичних осіб як потужного джерела залучення інвестиційних коштів внаслідок високої волатильності вітчизняного фондового ринку та ризиків значних втрат. У той же час, саме категорія фізичних осіб, на нашу думку, має стати каталізатором зростання обсягів національного ринку спільного інвестування. Підтвердженням цієї тези є світова практика (насамперед, США) участі населення в інвестиційних процесах через механізми спільного інвестування.

Відповідно, проаналізувавши основні показники участі домогосподарств у взаємних фондах США, ми виокремили ключові параметри, що, на нашу думку, мають стати орієнтиром при формуванні національної моделі функціонування ринку спільного інвестування, де ключова роль має належати саме фізичним особам.

Відсутність адекватної та релевантної інформації по українському ринку спільного інвестування обмежує можливості провести подібний аналіз участі фізичних осіб у механізмах спільного інвестування в Україні. Проте ми скористалися результатами соціологічного дослідження Інституту соціальної та політичної психології АПН України на тему «Портрет потенційного інвестора інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів», проведеного у 2008 році, для оцінки невикористаного потенціалу зростання вітчизняного ринку на основі участі населення, насамперед, у відкритих фондах, які є найбільш доступними серед інших типів інвестиційних фондів. За нашими оцінками, 38,8 млрд. грн. – це обсяг грошових коштів фізичних осіб – потенційних інвесторів виходячи з їхніх поточних фінансових можливостей, який уже на сьогодні міг бути спрямований на ринок спільного інвестування (переважно через відкриті інвестиційні фонди) за умови позитивного ставлення

згаданих вище потенційних вкладників до інститутів спільного інвестування. Тобто лише підвищення рівня довіри фізичних осіб до інституту інвестиційного фонду, а також забезпеченням належного рівня захисту прав споживачів послуг зі спільного інвестування може призвести до розширення кола учасників взаємних фондів на 2,3 млн. осіб, що мають адекватний рівень фінансового достатку. Відповідно, підводячи підсумок стосовно перспектив розвитку вітчизняного ринку спільного інвестування, звертаємо увагу на існування як довгострокового потенціалу до його зростання (на основі поширення ІСІ серед населення, що не є поінформованим про основи їх діяльності), так і поточного невикористаного потенціалу зростання вітчизняного ринку спільного інвестування за рахунок коштів фізичних осіб, що мають відповідні фінансові можливості уже на сьогоднішній день, проте не учасниками ІСІ через недовіри до вказаних фінансових інститутів.

3.2. Вдосконалення оціночних процедур у процесі прийняття інвестиційних рішень керуючими інвестиційними фондами

Як ми уже з'ясували, реалізація потужного потенціалу вітчизняного ринку спільного інвестування є можливою у разі залучення до інвестиційних процесів, насамперед, населення. Це завдання вимагає подолання фактору недовіри фізичних осіб до фінансових посередників. Одним з напрямків, що сприятиме зростанню зацікавленості населення в інвестуванні коштів у цінні папери через механізми спільного інвестування, є підвищення дохідності інвестиційних фондів за прийняттого рівня ризику. За таких умов на перший план виходить проблема прийняття ефективних інвестиційних рішень компанією з управління активами, що, у свою чергу, реалізується через здійснення оціночних процедур в процесі управління активами інвестиційних фондів.

Ключовою задачею компанії з управління активами інституту спільного інвестування є забезпечення максимального рівня дохідності за цінними паперами

інвестиційного фонду (сертифікат або акція) за прийняттого рівня ризику. Реалізації цієї мети передбачає цілеспрямовану та систематичну діяльність відповідних суб'єктів управління щодо формування складу та структури інвестиційного портфеля, а також здійснення періодичних оціночно-управлінських заходів, що дозволяють як оцінювати ефективність попередніх інвестиційних рішень, так і переглядати інвестиційну тактику задля забезпечення реалізації цілей, визначених в інвестиційній декларації.

Як ми вже з'ясували у II розділі нашого дослідження, інвестиційний процес для компанії з управління активами ІСІ включає цілу низку етапів. Проте, вважаємо за доцільне більш детально зупинитися на такому етапі, як аналіз та вибір інвестиційно привабливих інструментів в межах певного класу активів. Важливість цього етапу обумовлюється кількома факторами:

- реалізація заходів в межах цього етапу має як стратегічний (прийняття попереднього рішення про орієнтовну частку того чи іншого класу активів у структурі портфеля), так і тактичний характер (перегляд структури портфеля в межах окремих класів активів є фактично перманентним, особливо для відкритих фондів);
- цей етап передбачає здійснення порівняльного аналізу цінних паперів за як поточною дохідністю, так і за потенціалом до майбутнього зростання вартості;
- формування структури активів вітчизняних ІСІ на основі підходу за класами активів (з чітким переважанням у структурі активів акцій) має певну специфіку з огляду на ситуацію, що склалася на фондовому ринку України.

Вважаємо за доцільне зупинитися більш детально на оцінці вартості акцій публічних компаній, які обертаються на фондовому ринку, що передбачає можливість оптимізації структури інвестиційного портфеля з точки зору забезпечення зростання його дохідності. Згадана «оптимізація» досягається шляхом визначення потенційно найбільш дохідних акцій, та переформатування

структури вкладень в межах класу акцій на користь таких, що мають найбільший потенціал до зростання або є найбільш недооціненими відносно своїх аналогів.

Як ми уже згадували у п. 2.3, оцінку вартості акцій доцільно здійснювати виходячи з прогнозування вартості бізнесу на основі використання методів, що використовуються у світовій практиці.

Оцінка вартості підприємства (бізнесу) – це розрахунок і обґрунтування вартості підприємства на певну дату. Оцінка вартості бізнесу, як і будь-якого іншого об'єкта власності, являє собою цілеспрямований упорядкований процес визначення величини вартості об'єкта в грошовому вираженні з урахуванням факторів, що впливають на неї, у конкретний момент часу в умовах конкретного ринку [107, с. 10].

В літературі з питань оцінки вартості майна описано багато методів та способів виконання цієї роботи. Окремі методи мають ряд модифікацій та різновидів, що створює додаткові труднощі щодо їх ідентифікації та використання [66; 20]. Крім того, в літературних джерелах та нормативних актах використовуються різні назви одного й того ж методу оцінки.

На сьогодні можна виділити три групи основних методів оцінки вартості підприємства: майновий (витратний), доходний (прибутковий) та ринковий (порівняльний).

Згідно НСО 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» [136] для проведення оцінки майна застосовуються такі основні методичні підходи:

- витратний (майновий – для оцінки об'єктів у формі цілісного майнового комплексу та у формі фінансових інтересів);
- доходний;
- порівняльний (рис. 3.12).

Кожний метод оцінки передбачає попередній аналіз певної інформаційної бази та має відповідний алгоритм розрахунку. Всі методи оцінки дозволяють визначити вартість бізнесу на конкретну дату і є ринковими, тому що враховують сформовану ринкову кон'юнктуру, ринкові очікування інвесторів, ринкові

ризиків, пов'язані з оцінюваним бізнесом, і передбачувану «реакцію» ринку при угодах купівлі-продажу з оцінюваним об'єктом.

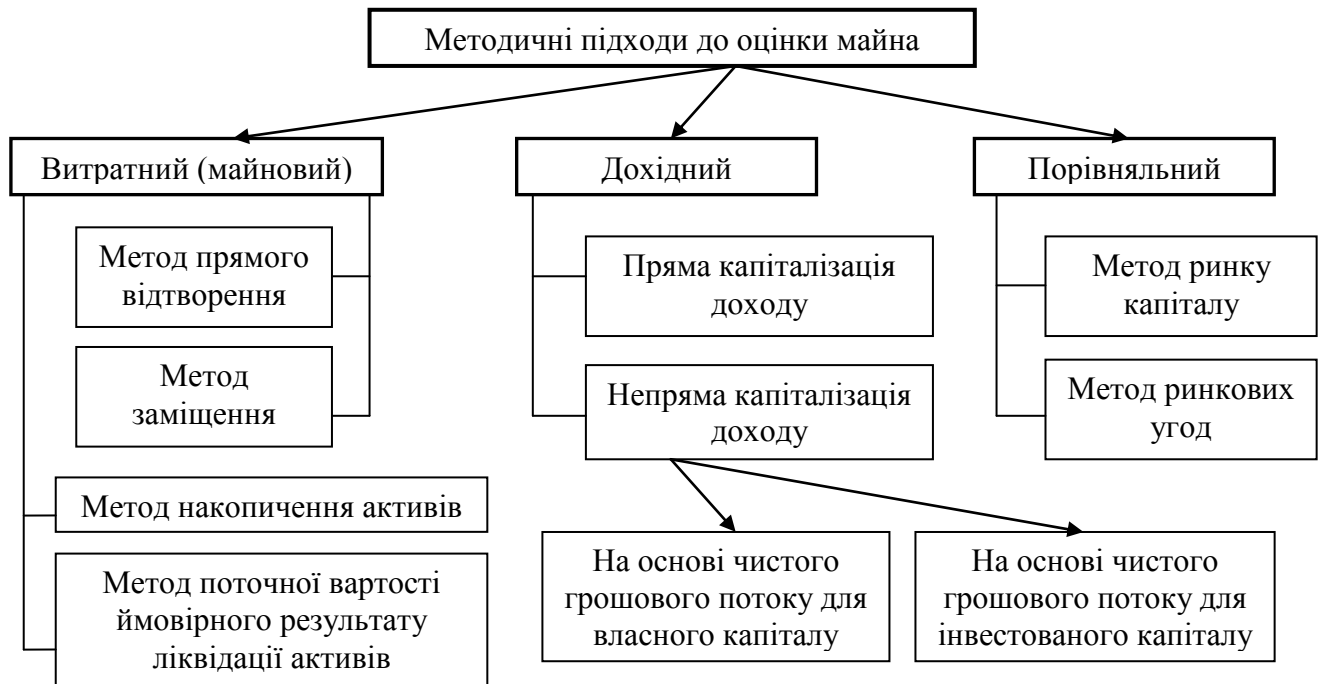


Рис. 3.12. Методичні підходи до оцінки майна та цілісних майнових комплексів згідно Національних стандартів оцінки

Кожний підхід враховує певні фактори вартості. Так, при оцінці з позиції дохідного підходу, у центрі уваги ставиться дохід, як основний фактор, що визначає величину вартості об'єкта. Чим більше дохід від використання об'єкта оцінки, тим більше величина його ринкової вартості за інших рівних умов. При цьому має значення тривалість періоду одержання можливого доходу, ступінь і вид ризиків, що супроводжують даний процес. Дохідний підхід – це визначення поточної вартості майбутніх доходів, які, як очікується, принесуть використання й можливий подальший продаж власності [107, с. 107].

НСО 1 визначає, що дохідний підхід базується на врахуванні принципів найбільш ефективного використання та очікування, відповідно до яких вартість об'єкта оцінки визначається як поточна вартість очікуваних доходів від найбільш ефективного використання об'єкта оцінки, включаючи дохід від його можливого перепродажу.

Основними методами дохідного підходу є пряма капіталізація доходу та непряма капіталізація доходу (дисконтування грошового потоку). Вибір методів

оцінки при цьому залежить від наявності інформації щодо очікуваних (прогнозованих) доходів від використання об'єкта оцінки, стабільності їх отримання, мети оцінки, а також виду вартості, що підлягає визначенню. За допомогою дохідного підходу визначається ринкова вартість та інвестиційна вартість, а також інші види вартості, які ґрунтуються на принципі корисності, зокрема ліквідаційна вартість, вартість ліквідації тощо.

Метод прямої капіталізації доходу застосовується у разі, коли прогнозується постійний за величиною та рівний у проміжках періоду прогнозування чистий операційний дохід, отримання якого не обмежується у часі. Капіталізація чистого операційного доходу здійснюється шляхом ділення його на ставку капіталізації.

Метод непрямої капіталізації доходу (дисконтування грошових потоків) застосовується у разі, коли прогнозовані грошові потоки від використання об'єкта оцінки є неоднаковими за величиною, непостійними протягом визначеного періоду прогнозування або якщо отримання їх обмежується у часі. Прогнозовані грошові потоки, у тому числі вартість реверсії, підлягають дисконтуванню із застосуванням ставки дисконту для отримання їх поточної вартості [136].

Загалом дохідний підхід є сукупністю методів, які дають змогу оцінити вартість об'єкта на основі його потенційної здатності приносити дохід [30]. Він заснований на принципі, що потенційний покупець не заплатити за частку підприємства (бізнесу) більше, ніж вона може принести доходів у майбутньому [6].

Так, на думку багатьох дослідників, метод дисконтованих грошових потоків якнайточніше визначає ринкову ціну підприємства і найбільшою мірою цікавить інвестора, оскільки визначає суму, яку інвестор буде готовий заплатити з урахуванням майбутніх доходів від бізнесу, а також з урахуванням необхідної ставки доходу на інвестиції в цей бізнес. Цей метод є надійним тільки у випадку, коли грошові потоки мають наростаючий тренд у межах ділянки позитивних грошових потоків. Таке обмеження може бути знято, якщо подібна ретроспективна прогностичність грошових потоків спостерігається в інших підприємств-аналогів.

Також у НСО 3 визначено особливості застосування дохідного підходу при проведенні оцінки цілісних майнових комплексів.

Основним методом дохідного підходу, що застосовується для проведення оцінки цілісних майнових комплексів, є метод дисконтування грошового потоку.

Виходячи із специфіки діяльності підприємства, цілісний майновий комплекс якого оцінюється, та завдань оцінки, застосовуються такі моделі грошового потоку: чистий грошовий потік для власного капіталу; чистий грошовий потік для інвестованого капіталу.

Модель чистого грошового потоку для інвестованого капіталу відображає вартість цілісного майнового комплексу з урахуванням власного та запозиченого капіталу [137].

Загалом же дохідний підхід має такі недоліки: досить трудомісткий процес прогнозування, яке частково має імовірнісний характер, крім того, істотна суб'єктивна складова, оскільки використовуються припущення щодо майбутнього розвитку та фінансових показників компанії [25].

Вважається, що очікувані вигоди (дивіденди, прибуток, грошові потоки і т.і.) в кожному періоді, вартість підприємства, що прогнозується на кінець періоду, та необхідна для компенсації ризиків бізнесу доходність (ставка дисконтування) повною мірою відповідають визначенню фактора вартості [39, с. 84]. Крім того, за умови використання прибуткового підходу як фактори можна розглядати: тривалість періоду отримання можливого доходу, ступінь і вид ризиків, що супроводжують даний процес. На наступних рівнях ієрархії такими факторами є технології, якість і стан факторів виробництва, система внутрішньогосподарського управління тощо.

Втім, використання на практиці методів прибуткового підходу в Україні пов'язано з рядом обмежень та труднощів. Це пояснюється такими характеристиками перехідної економіки: неліквідний фондовий ринок, нестійка національна валюта, постійна зміна облікової ставки НБУ, що часто помилково приймається за безризикову, інформаційна непрозорість емітентів, зміни в бухгалтерській звітності і т.і [166, с. 151-152].

Хоча, як правило, дохідний похід є найбільш підходящою процедурою для оцінки бізнесу, корисно буває використовувати також порівняльний і витратний підходи. У деяких випадках витратний або порівняльний підходи можуть бути більш точними або більш ефективними. У багатьох випадках кожний із трьох підходів може бути використаний для перевірки оцінки вартості, отриманої іншими підходами.

Ми в межах цього підрозділу більш детально зупинимося на групі дохідних підходів до оцінки вартості бізнесу (зокрема, на методі дисконтування грошових потоків) як інструменті визначення справедливої вартості акцій з метою прийняття ефективних рішень керуючими фондами щодо напрямків вкладення коштів спільного інвестування.

В якості прикладу ми проведемо оцінку трьох металургійних комбінатів (ПАТ «МК «Азовсталь», ПАТ «Алчевський металургійний комбінат» та ПАТ «Єнакієвський металургійний завод»). Такий вибір обґрунтовується наступними аргументами:

- акції названих компаній металургійної галузі є «блакитними фішками» на українському організованому фондовому ринку, що характеризуються відносно високим рівнем ліквідності;
- всі ці компанії представляють одну галузь народного господарства (а отже, працюють в подібних умовах), що робить можливим порівняння їх між собою з точки зору ефективності діяльності, «нормальних» рівнів прибутковості для компаній одного сектору, обсягів виробництва тощо.

За таких умов, в першу чергу, вважаємо за доцільне визначити галузеві аспекти розвитку вітчизняної металургійної галузі. Це є необхідною складовою роботи галузевих аналітиків (з металургії) і здійснюється в межах етапу інвестиційного процесу, який ми назвали «аналіз та вибір інвестиційно привабливих інструментів в межах кожного з класів активів». Лише після цього аналітик переходить власне до прогнозування виробничих та фінансових

показників діяльності окремих компаній (металургійних комбінатів) для побудови відповідних оціночних моделей.

За даними Міжнародного інституту чавуну й сталі (колишній ISI, зараз – World Steel Association), в 2011 році Україна посіла восьме місце у світі серед найбільших країн-виробників сталі з обсягом виплавки 35,3 млн. т (2,4% від загального обсягу виплавки сталі) [252]. Протягом останніх 5 років Україна залишається одним з десяти найбільших виробників сталі у світі (див. додаток Ж).

Після кризи 2008-2009 років обсяги виробництва сталі в Україні поступово відновлюються. За попередніми оцінками, у 2011 році, в Україні вироблено 34,8 млн т стала, що лише трохи перевищує показник 2002 року.

Таке значне зниження та повільне відновлення обсягів виробництва сталі в Україні пов'язане з цілою низкою структурних проблем, що обмежують перспективи вітчизняного металургійного сектору. Ключовими серед них є:

- 1) переважання в структурі реалізації продукції експорту, що робить учасників сектору залежними від кон'юнктури зовнішніх ринків;
- 2) ординарний сортамент виробництва – значна частка напівфабрикатів, що обмежує рентабельність металургійних комбінатів через реалізацію продукції з невисокою доданою вартістю;
- 3) нерозвиненість внутрішнього ринку, зростання імпорту та втрата позицій українських заводів на внутрішньому ринку;
- 4) технологічна відсталість вітчизняного металургійного виробництва, що обумовлює більшу енерго- та матеріаловитратність виробництва. Разом з високими цінами на сировинні ресурси це призводить до втрати конкурентоздатності українських металургійних комбінатів за собівартістю на зарубіжних ринках.

Більш детально зупинимося на цих аспектах розвитку галузі.

Українська металургія значною мірою орієнтована на експорт і є залежною від кон'юнктури зовнішніх ринків. Це в сучасних умовах може розглядатися як проблемний фактор, оскільки призводить до підвищеної чутливості роботи галузі до змін світової кон'юнктури. Як видно з рис. 3.13, протягом останніх 9 років,

частка продукції, що реалізувалася на внутрішньому ринку, не перевищувала 24%, і лише в 2011 році вона сягнула 25,8%.

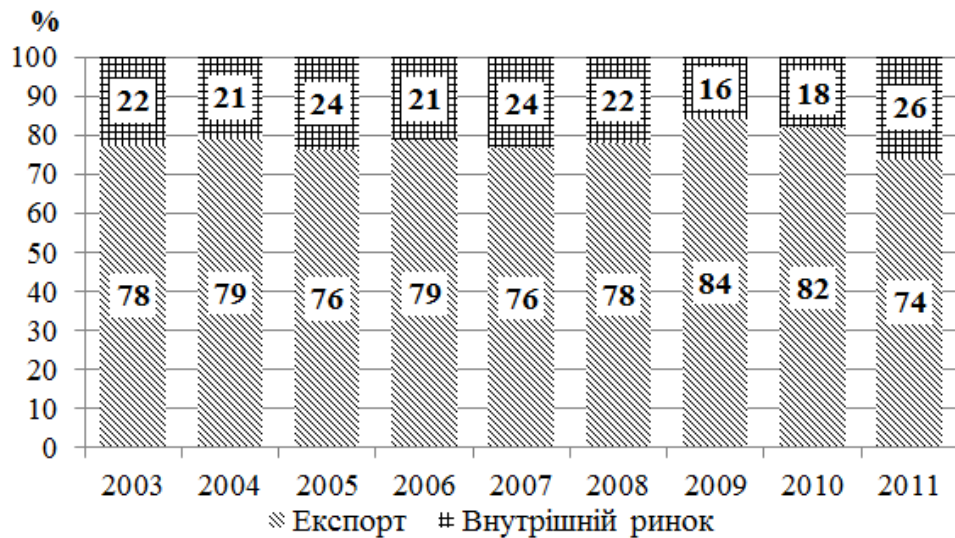


Рис. 3.13. Структура розміщення українського прокату у 2007-2011рр.

Джерело – ВГО Металургпром, ДП «Укрпромзовнішекспертиза»

У той же час, структура світових продажів металопродукції має протилежний характер – лише близько $\frac{1}{4}$ загального їх обсягу припадає на експорт.

Іншою важливою характеристикою функціонування української металургійної галузі є значна частка в структурі експорту продукції з невисокою доданою вартістю – напівфабрикатів. Як видно з рис. 3.14, протягом останніх 6 років частка заготовки та сляба в структурі українського експорту металопродукції коливалася в межах 41-51%, що є надзвичайно високим показником. Для порівняння, у світовій торгівлі металопродукцією частка напівфабрикатів не перевищує 15%.

Реалізація продукції з низькою доданою вартістю обмежує можливості українських заводів з точки зору генерування позитивних грошових потоків та отримання адекватних показників рентабельності.

Тобто на експортному напрямку, який для української металургії є ключовим, заводи працюють переважно в сегменті продукції, що використовується для подальшої переробки, а не готового прокату. У результаті,

Їх показники рентабельності, не дивлячись на конкурентоздатну собівартість, знаходяться на низькому рівні (рис. 3.15).

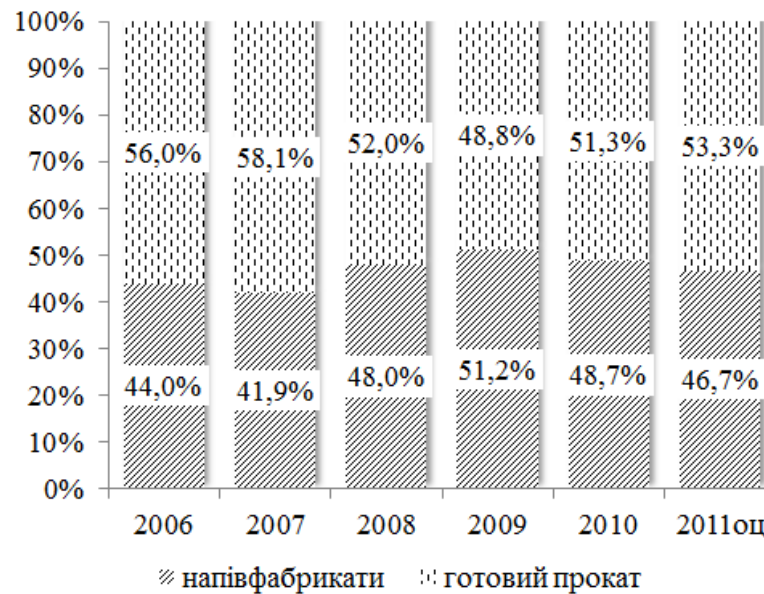


Рис. 3.14. Структура експорту прокату з України та світової торгівлі

Джерело – ДП «Укрпромзовнішекспертиза»

Слід зауважити, що проблеми з реалізацією продукції як на експортних напрямках, так і на внутрішньому ринку багато в чому пов'язані з системними проблемами функціонування вітчизняного металургійного сектору.

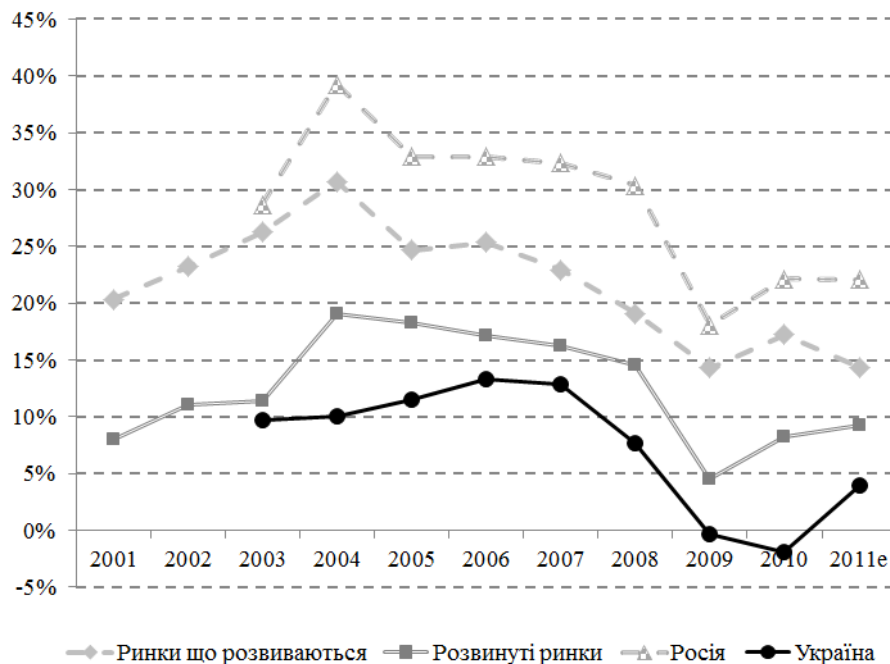


Рис. 3.15. Рентабельність ЕВІТДА металургійних компаній у світі

Джерело – Bloomberg, ДП «Укрпромзовнішекспертиза»

Наявність зношених основних фондів, використання металургійних технологій, що не відповідають сучасним вимогам, домінування на металургійних заводах застарілого технічного оснащення тощо істотно знижує конкурентоспроможність металургійного сектора в порівнянні з лідерами світової металургії. Незважаючи на активізацію інвестицій у модернізацію сталеплавильних потужностей, Україна як і раніше залишається однією із країн, що активно використовує такі малоефективні технології, як мартенівські печі (табл. 3.10).

Таблиця 3.10

Технологічна структура виплавки сталі у країнах світу в 2010 р., %

	Киснево-конвертерна сталь	Електросталь	Мартенівська сталь
Україна	69	5	26
Росія	63	27	10
США	38	62	-
Японія	78	22	-
ЄС-27	56	44	-

Джерело – ДП «Укрпромзовнішекспертиза»

У той час як фактично всі країни, що мають сталеплавильні потужності, давно відмовилися від використання мартенівського виробництва (яке є найменш ефективним з огляду на використання сировинних і енергетичних ресурсів), Україна продовжує значну частку сталі виробляти з використанням мартенів (26%). У той же час виплавка сталі в дугових електродпечах не перевищує 5%. Для порівняння, у США аналогічний показник у 2010 р. склав 62%, у країнах ЄС-27 - 44%, у Японії - 22%.

Іншою проблемою для конкурентоздатності металургійного виробництва в Україні є низький рівень використання пиловугільного палива (ПВП). Використання ПВП дозволяє скоротити споживання природного газу в доменному переділі на 80%, а також знизити витрати коксу при виплавці чавуну на 20-25%. У ціновому вираженні, використання ПВП дозволяє знизити собівартість виплавки чавуну на 5-10 дол. США на тонні. З огляду на залежність України від імпортних енергоносіїв, актуальність впровадження ПВП продовжує зростати. Відповідно, це відображається на довгострокових інвестиційних планах

вітчизняних металургів, що передбачають запровадження технології вдмухування ПВП для виробництва чавуну.

Таким чином, в поточних умовах для українського металургійного сектора існує ціла низка системних проблем, що обмежують перспективи щодо його подальшого розвитку. Проте вже на сьогодні металургійні комбінати усвідомлюють наявність цих проблем, а також необхідність реалізації цілої низки заходів для їх нагального вирішення. Це знаходить своє відображення в стратегічних планах з модернізації власних виробництв, Тому, на нашу думку, очікуваний сценарій розвитку сталеплавильних технологій в Україні передбачає:

- поступове виведення з експлуатації мартенівських печей із заміною їх конвертерами та електродуговими печами. До 2018р. мартенівське виробництво буде повністю припинено, у той же час питома вага електросталі перевищить 10%;
- заміна блюмінгових технологій розливання сталі на безперервний спосіб. Очікувана частка розливання сталі на МНЛЗ до 2018 року – 80- 90%;
- у довгостроковій перспективі вітчизняні металурги будуть прагнути освоювати технологію пиловугільного вдмухування в доменні печі у зв'язку з неминучим подорожчанням таких сировинних ресурсів як кокс та природний газ.

Реалізація вищезазначених заходів дозволить суттєво підняти конкурентоздатність вітчизняних металургійних підприємств, насамперед, на зовнішніх ринках, що сприятиме посиленню їх позицій та зростанню показників рентабельності.

Крім того, важливим аспектом розвитку українського металургійного сектора є відновлення обсягів споживання металу на внутрішньому ринку, який є потенційно дуже ємним. Зокрема, майже 60% українського металофонду зношено на 100%, і, відповідно, потребує заміни. А це передбачає попит в обсязі близько 330 млн. т прокату. Серед ключових напрямків слід виділити житлово-комунальне господарство, виробниче обладнання, транспортна інфраструктура

тощо.

Таким чином, не дивлячись на те, що на сьогодні українські металургійні підприємства опинилися в досить скрутних умовах, в перспективі очікується реалізація цілої низки заходів, що дозволить їм підвищити не лише конкурентоздатність на експортних ринках, а й закріпити свої позиції на внутрішньому ринку (що також зменшить рівень їх залежності від зміни світової кон'юнктури).

Характерною рисою розвитку вітчизняної металургії в перспективі стане збільшення ролі поставок на внутрішній ринок у порівнянні з експортним напрямком. Перспективи активного розвитку експорту в найближчі роки є обмеженими, що обумовлюється принаймні двома глобальними причинами.

По-перше, активний розвиток власного металургійного виробництва в країнах, які сьогодні є традиційними імпортерами української продукції.

По-друге, у деяких країнах частка українського експорту (наприклад, поставки слябів у деякі країни ЄС) уже досить висока. Подальший ріст поставок може спровокувати введення торговельних обмежень.

Таким чином, основними рушійними силами зміни обсягів виплавки стали в Україні на перспективу стануть:

- ріст обсягів внутрішнього споживання прокату в Україні;
- відсутність істотного росту експортних поставок прокату у зв'язку з розвитком власного сталеплавильного виробництва в регіонах, які є традиційними споживачами вітчизняної металургійної продукції;
- модернізація підприємств металургійного сектора України (виведення з експлуатації мартенівського виробництва, будівництво додаткових конвертерів, уведення додаткових електросталеплавильних потужностей).

Виходячи з існуючого й планованого виробничого потенціалу підприємств металургійного сектора України, передбачається поступове збільшення обсягів виплавки сталі до 2018 р. (додаток И).

Проведений аналіз ключових аспектів функціонування української металургійної галузі є необхідною складовою роботи галузевих аналітиків (з металургії) і здійснюється в межах етапу інвестиційного процесу, який ми назвали «аналіз та вибір інвестиційно привабливих інструментів в межах кожного з класів активів». Лише після цього аналітик переходить власне до прогнозування виробничих та фінансових показників діяльності окремих компаній (металургійних комбінатів) для побудови відповідних моделей.

Як ми уже згадували, об'єктами наших оціночних процедур стали три металургійні комбінати – ПАТ «МК «Азовсталь», ПАТ «Алчевський металургійний комбінат» та ПАТ «Єнакієвський металургійний завод».

У таблиці 3.11 наведено ключові фактичні показники, що відображають результати фінансово-господарської діяльності та фінансовий стан обраних металургійних комбінатів.

Як свідчать дані таблиці 3.11, у 2010 році всі наведені комбінати збільшили обсяги чистої виручки від реалізації продукції (насамперед, в умовах відновлення обсягів виробництва та зростання цін на метал в посткризовий період). Але при цьому показник EBITDA залишився від'ємним у двох комбінатів, а МК Азовсталь зменшила його порівняно з попереднім роком на 75%. У результаті комбінати по року відзвітували про від'ємні або майже нульові показники рентабельності (за історичного рівня рентабельності за EBITDA для українських підприємств близько 10%, для зарубіжних компаній – 20-25%).

Іншою критичною характеристикою фінансового стану в поточних умовах є рівень боргового навантаження. Оскільки найближчим часом обслуговування значних обсягів відсоткових зобов'язань може нести суттєве навантаження на грошовий потік підприємств металургійної галузі (це, насамперед, стосується Алчевського МК). Таким чином, на сьогодні аналізовані підприємства перебувають у досить скрутному становищі. При чому різні комбінати мають різні першочергові проблеми.

Так, для Алчевського МК значним тягарем стане обслуговування боргу та забезпечення поточної ліквідності. Брак оборотних коштів також буде дуже негативно відображатися на поточній діяльності підприємства.

Таблиця 3.11

Основні показники результатів фінансово-господарської діяльності за 2010 рік та фінансового стану на кінець 2010 року окремих підприємств металургійної галузі

Показники фінансово-господарської діяльності у 2010 році	Алчевський МК (ALMK)	МК Азовсталь (AZST)	Єнакієвський МЗ (ENMZ)
Чиста виручка від реалізації продукції, млн. грн.	10 653,1	23 832,8	8 872,3
темпи росту до 2009 року	5,7	51,8	44,8
ЕБІТДА, млн. грн..	-116,5	211,0	-1 275,9
темпи росту до 2009 року	-	-74,6	-
Чистий прибуток, млн. грн.	-1 013,9	-178,6	-778,6
Рентабельність ЕБІТДА, %	-1,1	0,9	-14,4
Рентабельність за чистим прибутком, %	-9,5	-0,7	-8,8
ROE (рентабельність власного капіталу), %	-144,3	-1,1	-479,9
Показники фінансового стану на кінець 2010 року			
Активи, млн. грн.	11 621,2	37 680,6	13 472,6
Довгостроковий та короткостроковий борг, млн. грн.	5 018,6	1 393,3	0,8
Грошові кошти та їх еквіваленти, млн. грн.	30,0	292,0	101,7
Власний капітал, млн. грн.	702,5	15 907,6	162,2
Коефіцієнт поточної ліквідності	0,67	1,39	0,97
Відношення боргу до власного капіталу	7,1	0,1	0,0
Рівень зношеності основних засобів, %	51,0	14,2	2,1

Джерело - статистичні дані підприємств, розрахунки автора

Єнакіївський МЗ через дуже високі показники збитковості може опинитися на межі банкрутства. З точки зору фінансової стійкості найбільш впевнено виглядає МК Азовсталь, проте, з урахуванням його приналежності до вертикально інтегрованого холдингу та доступу до сировинних ресурсів за нижчими цінами, викликають занепокоєння слабкі фінансові результати. Варто зауважити, що низькі звітні показники по рівню зношеності основних засобів у МК Азовсталь та Єнакієвського МЗ не повною мірою відображають реальний стан їх основних

засобів, оскільки на вказаних підприємствах нещодавно була проведена їх переоцінка зі списанням сум амортизації.

Переходячи власне до оцінки вартості обраних металургійних підприємств, наголосимо, що ми скористаємося методом дисконтованих грошових потоків.

Метод дисконтованих грошових потоків є найбільш трудомістким методом оцінки вартості бізнесу. Він вимагає побудови прогнозів грошових потоків компанії на певний період, що передбачає необхідність знання економіки господарюючого суб'єкта. Для металургійних комбінатів є своя специфіка побудови грошових потоків. Вона визначається приналежністю до конкретної галузі, що обумовлює особливості формування собівартості металопродукції, необхідність фінансування значних обсягів капіталовкладень тощо.

У загальному ж випадку основними етапами оцінки компанії методом дисконтованих грошових потоків є:

- 1) збір необхідної інформації;
- 2) вибір моделі (типу) грошового потоку;
- 3) визначення тривалості прогнозного періоду і його одиниці виміру;
- 4) проведення ретроспективного аналізу валової виручки від реалізації і її прогноз;
- 5) проведення ретроспективного аналізу й підготовка прогнозу витрат;
- 6) проведення аналізу й підготовка прогнозу інвестицій;
- 7) розрахунок величини грошового потоку для кожного року;
- 8) визначення ставки дисконтування;
- 9) розрахунок величини вартості компанії в постпрогнозний період;
- 10) розрахунок поточної вартості майбутніх грошових потоків і вартості компанії в постпрогнозний період, а також їхнього сумарного значення;
- 11) внесення підсумкових виправлень;
- 12) узгодження отриманих результатів [107, с. 114].

Для оцінки вартості металургійних комбінатів України ми проведемо розрахунки за обома моделями – грошового потоку на фірму (згідно НСО 3 – грошовий потік для інвестованого капіталу) та грошового потоку на акціонера

(згідно НСО 3 – грошовий потік для власного капіталу).

Варто зауважити, що краще всього для оцінки в рамках моделі FCFF (Free Cash Flow to Firm) підходять фірми, що володіють високим рівнем важеля або знаходяться в процесі зміни його величини [33, с. 517]. Для деяких аналізованих підприємств металургійної галузі в поточних умовах актуальною є проблема досить високого боргового навантаження – мова йде насамперед про Алчевський МК. Ми користуватимемося наступним підходом до отримання показника FCFF для кожного прогнозного періоду:

$$FCFF = EBIT (1-T) + D - CE - \Delta NWC, \quad (3.1)$$

де EBIT – прибуток до вирахування відсотків та податків,

T – ставка податку на прибуток,

D – амортизація,

CE – капітальні витрати,

NWC – чистий оборотний капітал.

Для моделі FCFE (Free Cash Flow to Equity) вільний грошовий потік розраховуватиметься наступним чином:

$$FCFE = NI + D - CE - \Delta NWC + \Delta Debt, \quad (3.2)$$

де NI – чистий прибуток,

T – ставка податку на прибуток,

Debt – позиковий капітал.

При оцінці бізнесу методом дисконтованих грошових потоків очікуваний строк діяльності компанії розділяється на два періоди: прогнозний і постпрогнозний (залишковий). На прогнозний період складається детальний прогноз грошових потоків. Як правило, такий прогноз складається на досить довгий період до того моменту, коли компанія вийде на стабільні темпи росту грошового потоку.

Західні консультанти припускають використання прогнозного періоду для оцінки компанії, залежно від цілей оцінки й конкретної ситуації, від 5 до 10 років. У країнах з перехідною економікою, де великий елемент нестабільності й адекватні довгострокові прогнози особливо ускладнені, допускається скорочення

прогнозного періоду до 3 років.

У практичній діяльності критеріями вибору прогнозного періоду можуть бути: приналежність компанії до тієї або іншої галузі (для добувних галузей прогнозний період більш тривалий, при цьому вартість бізнесу обмежена величиною наявного до видобутку ресурсу), стадії життєвого циклу компанії.

Одиниця виміру прогнозного періоду визначається виходячи з ритмічності виробництва, як правило, як стандартна одиниця приймається рік [86, с. 117-118]. У нашому випадку ми оберемо період 8 років, що обумовлюється, з одного боку, галузевими особливостями, а саме – тривалістю економічного циклу в металургії (7-8 років), а з іншого, - врахуванням можливості виходу компаній на стабільні темпи росту після значного спаду в галузі та відмови від практики трансфертного ціноутворення, а також виходячи з інвестиційних планів комбінатів.

Для побудови адекватних прогнозів по компаніях металургійної галузі слід зібрати та проаналізувати відповідну інформацію по сектору. Мова йде, насамперед, про якісний аналіз ситуації, що склалася в галузі, вплив на попит на металопродукцію, можливість реалізації планів виробництва, продажу та заявлених програм модернізації виробничих потужностей тощо.

Для побудови довгострокового прогнозу цін на металопродукцію та основні сировинні ресурси використовувалися дані JP Morgan, відповідно до яких після значного росту за результатами 2011 року, середньорічні ціни на металопродукцію в 2012 році знизяться на 6-7%, сировинні матеріали здешевшають більш суттєво – на 9-10%. Помірний ріст цін на готовий прокат очікується у 2013 році, що протягом наступних двох років зміниться низхідною їх динамікою. У той же час, у 2014-2015 роках прогнозується значне зниження цін на ключові види металургійної сировини – коксівне вугілля та залізородна сировина (табл. 3.12).

При прогнозуванні експортних цін на прокат в портах Чорного моря для моделей по українських металургійних компаніях ми керувалися подібним підходом. У період після 2015 року прогнозується ріст цін на прокат з середньорічним темпом 1%.

Прогноз динаміки цін на металопродукт та основні сировинні ресурси

	2010	2011	2012П	2013П	2014П	2015П
Г/к рулон	619	702	663	689	679	622
до попереднього року		13%	-6%	4%	-1%	-8%
Арматура	598	701	651	674	659	597
до попереднього року		17%	-7%	4%	-2%	-9%
Коксівне вугілля	191	291	263	254	200	164
до попереднього року		52%	-10%	-3%	-21%	-18%
Залізородна сировина	112	151	138	140	115	95
до попереднього року		35%	-9%	1%	-18%	-17%

Джерело: прогнози JP Morgan Chase

Таким чином, для формування чистих грошових потоків на фірму ми для кожного року прогнозного періоду визначаємо основні елементи грошового потоку: фінансовий результат від операційної діяльності до оподаткування та сплати відсотків (ЕВІТ), податок на ЕВІТ, амортизація, капітальні витрати та зміна оборотних коштів. Більш показовим і часто використовуваним показником при оцінці металургійних комбінатів на практиці є показник ЕВІТДА, що є сумою ЕВІТ та амортизації. Для співставності показників по різних компаніях наведемо значення відповідних потоків на тону прокату. Далі на графіку наведено прогнози прибутку ЕВІТДА/т прокату по аналізованих компаніях (рис. 3.16).

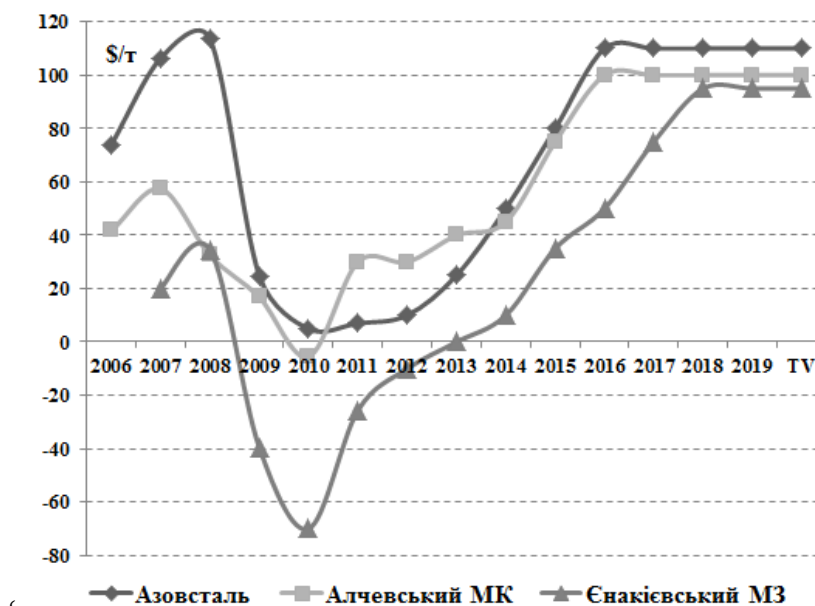


Рис. 3.16. Прогноз прибутку ЕВІТДА/т прокату по металургійних комбінатах

Джерело – статистичні дані підприємств; розрахунки та прогнози автора

Варто зауважити, що в 2009-2010 роках рентабельність українських металургійних комбінатів суттєво погіршилася порівняно з докризовим періодом. І, як очікується, темпи відновлення втрачених позицій будуть невисокими з огляду на досить складну ситуацію у вітчизняному металургійному секторі, що було описано раніше. Тим не менше, до 2016, за нашими прогнозами, більшості українських компаній вдасться відновитися до «нормальних» для галузі показників рентабельності. Перевищення історичних максимумів прибутковості для Алчевського МК та Єнакієвського МЗ буде також частково пов'язано з оптимізацією структури реалізації прокату за рахунок переорієнтації на продукцію з більшою доданою вартістю, а також з поступовою відмовою від практики трансфертного ціноутворення.

Іншою важливою складовою формування чистого грошового потоку для металургійних компаній буде обсяг капітальних інвестицій (капіталовитрат, у зарубіжній літературі використовується термін *capital expenditures*). З огляду на згадані вище проблеми оновлення основних засобів та переозброєння комбінатів ці витрати будуть суттєво впливати на чистий грошовий потік компаній. Прогнози капіталовитрат на тонну прокату наведені на рис. 3.17.

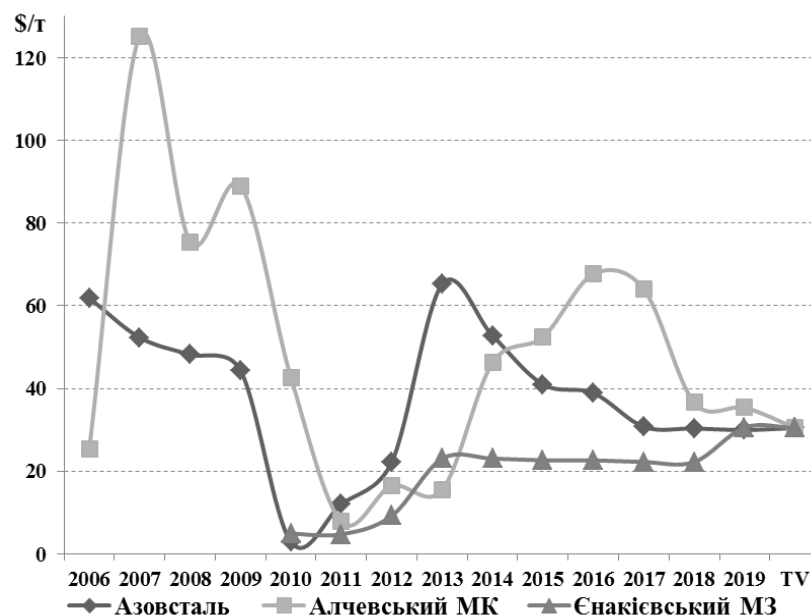


Рис. 3.17. Прогнози капіталовитрат на тонну прокату окремих українських металургійних комбінатів

Джерело – статистичні дані підприємств; розрахунки та прогнози автора

Слід зауважити, що всі аналізовані комбінати (крім Алчевського МК) використовують застарілі технології, які суттєво знижують конкурентоспроможність їхньої продукції. Це обумовлює необхідність здійснення значних капіталовкладень на переозброєння. Проте найближчі кілька років можливості здійснення таких витрат будуть обмеженими. Основна причина – невисокі прибутки, яких буде недостатньо для фінансування програм модернізації в повному обсязі. Тому прогнозування капіталовитрат відбувається виходячи з двох факторів: заявлені плани керівництва комбінатів, але з урахуванням реальних можливостей, тобто наявності вільного грошового потоку (залучення позикових коштів також у середньостроковому періоді є проблемним через погіршення умов кредитування та складності навіть з обслуговуванням значних обсягів позикових коштів.

Зокрема, як видно з рис. 3.17, найменші питомі обсяги капіталовкладень протягом аналізованого періоду будуть здійснені на Єнакіївському МЗ, що обумовлюється по суті відсутністю можливості фінансувати модернізацію та розширення виробничих потужностей у повній мірі. Так, на заводі групою «Метінвест» (яка є власником заводу) запланована масштабна програма модернізації загальним обсягом близько 1 млрд. дол. США.

Проте, на нашу думку, протягом аналізованого періоду через несприятливу кон'юнктуру світового ринку сталі, а також критичний поточний фінансовий стан комбінату, заявлений обсяг капітальних інвестицій не зможе бути освоєний. Тому наша модель передбачає менший обсяг інвестицій – близько 500 млн. дол. США

Як ми уже зазначали раніше, для розрахунку цільової вартості акцій металургійних комбінатів ми скористаємося як моделлю грошового потоку для власного капіталу, так і моделлю грошового потоку для інвестованого капіталу.

Для першої ставкою дисконтування виступає ставка доходності по власному капіталу. Другий підхід передбачає врахування норм доходу на власний та запозичений капітал з урахуванням розміру часток власного та запозиченого капіталу в інвестованому капіталі [137].

Основними елементами, що визначатимуть ставку дисконту за цим підходом, є вартість власного капіталу та вартість позичкового капіталу. Вартість позичкового капіталу є ставкою по залученню коштів і на прогнозованому періоді передбачається її поступове зниження з 12% (крім Алчевського МК, відсоткова ставка по кредитах якого в поточних умовах нижча) до 6,5% на постпрогнозованому періоді (без врахування податкового щита). Стосовно ставки доходності по власному капіталу, то вона на прогнозованому періоді була поступово знижується до 19-21% залежно від компанії. Зокрема, для МК Азовсталь ставка дисконтування по акціонерному капіталу для пост прогнозованого періоду складає 19,2%, для Алчевського МК – 20,0%, для Єнкієвського МЗ – 20,8%.

Такі показники доходності були отримані методом оцінки довгострокової доходності (через визначення премії за ризик інвестування в акціонерний капітал). Серед факторів, що визначали розходження в ставках для різних компаній одного сектору є:

- ризик корпоративний – ризик управління бізнесом, неякісного менеджменту, практики виведення грошового потоку на сторонні структури (наприклад, найбільша премія за цим параметром була присвоєна Єнкієвському МЗ);
- ризик ліквідності – ризик, пов'язаний із позиціями компанії на фондовому ринку, можливістю купити/продати акцію без значного впливу на вартість (наприклад, найменша премія за цим параметром була присвоєна Алчевському МК);
- ризик боргу – ризик наявності боргового плеча, пов'язаний із можливою втратою платоспроможності.

Слід зауважити, що досить висока доходність була прийнята на всьому періоді, що обумовлюється глибиною кризової ситуації, в якій на сьогодні знаходиться економіка України і металургійний сектор зокрема. З огляду на стримані очікування щодо початку відновлення росту в галузі з 2012 року, ставка знижується лише помірними темпами. По мірі виникнення позитивних сигналів щодо стабілізації ситуації та початку росту ставка доходності по власному

капіталу знижуватиметься (що також демонструватиме метод оцінки довгострокової дохідності), що призведе до перегляду її значення в оцінці вартості комбінатів методом ДГП.

Слід зауважити, що в Національних стандартах оцінки (зокрема НСО 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав») вартість компанії в постпрогнозний період називається «вартістю реверсії» – вартість об'єкта оцінки, яка прогнозується на період, що настає за прогнозним.

Для розрахунку вартості компанії в постпрогнозний період на практиці використовують наступні методи:

- модель Гордона;
- метод чистих активів;
- метод ліквідаційної вартості (якщо передбачається ліквідація компанії по закінченні прогнозного періоду).

Для нормально діючої компанії розрахунок вартості в постпрогнозний період здійснюється по моделі Гордона. Даний метод припускає капіталізацію річного доходу постпрогнозного періоду в показники вартості за допомогою коефіцієнту капіталізації, розрахованого як різниця між ставкою дисконту й довгостроковими темпами росту. При відсутності прогнозів темпів росту коефіцієнт капіталізації буде дорівнює ставці дисконту.

Модель Гордона побудована на наступних припущеннях:

- прогнозний період повинен тривати доти, поки темпи росту компанії не стабілізуються;
- величина зносу й капіталовкладень у залишковий період рівні між собою [107, с. 133].

Ми також скористаємося моделлю Гордона. Слід зауважити, що частка вартості реверсії в наших моделях по різних компаніях коливатиметься в межах від 60% до 85% залежно від наявності та величини вільних грошових потоків на прогнозованому періоді (це визначатиметься необхідністю здійснення масштабних капіталовкладень, можливістю отримання більших операційних грошових потоків). Відповідно, така висока частка дисконтованої термінальної вартості в

структурі цільової вартості акціонерного капіталу обумовлюється невисокими показниками обсягів грошових потоків у прогностичний період, тобто протягом найближчих років українські металургійні комбінати не матимуть можливості забезпечувати високих рівнів прибутковості їх діяльності.

Обсяги виробництва, середні розрахункові ціни на металопродукцію, основні фінансові показники та показники рентабельності, закладені в моделі оцінки МК Азовсталь, Алчевського МК та Єнакієвського МЗ, наведені в додатках К, Л та М відповідно.

Результати оцінки за допомогою методу ДГП для обраних трьох комбінатів наведені у таблиці 3.13.

Таблиця 3.13

Результати оцінки вартості металургійних комбінатів методом ДГП

Основна інформація	AZST	ALMK	ENMZ
Цільова ціна акції, грн. (31.12.2012)	1,92	0,09	57,87
Ціна на дату розрахунку (10.12.2011)	1,40	0,11	75,00
Потенціал	37%	-22%	-23%
Кількість акцій, млрд. шт.	4,20	25,78	0,0196
Ринкова капіталізація, млн. грн.	5 881	2 864	1 470
Чистий борг, млн. грн. (30.09.2011)	-292	4 996	-184
Вартість фірми, млн. грн.	5 589	7 860	1 286

Як видно з табл. 3.13, в поточних умовах інвестування в акції Алчевського МК та Єнакієвського МЗ є недоцільним виходячи з оцінки цільової вартості вказаних компаній методом дисконтування грошових потоків.

Однак слід зауважити, що прийняття найбільш ефективних рішень має передбачати використання якомога більшої кількості підходів до оцінки цільової вартості акцій компаній, що торгуються на фондовому ринку. Це пов'язано з тим, що окремі методи або підходи можуть не враховувати певних особливостей, що можуть суттєво впливати на інвестиційну привабливість об'єктів інвестування.

Наприклад, у нашому випадку результати, отримані методом ДГП, не означають що 31.12.2012 року ринкові ціни акцій аналізованих компаній відповідатимуть розрахунковим показникам. Це обумовлюється, зокрема, низкою факторів:

- загальним ставленням інвесторів до компаній сектору (надмірний песимізм інвесторів щодо перспектив подальшого розвитку компаній в кризові періоди для галузі призводить до зниження ринкових цін відчутно нижче «нормальних» рівнів навіть за стриманих прогнозів фінансових результатів);
- домінуванням певних «ідей» учасників ринку щодо окремих компаній. Наприклад, абсолютне неприйняття інвесторами компаній з високим борговим навантаженням (не дивлячись на існування якісних переваг порівняно з конкурентами) в періоди нестабільної фінансової ситуації. Акції таких компаній у даному випадку також торгуються на ринку зі значним дисконтом до аналогів;
- врахування історичної практики діяльності окремих компаній (наприклад, очікування відносно гірших майбутніх фінансових результатів виходячи з подібних тенденцій, що були характерними для діяльності компанії у майбутньому).

Відповідно, можливими є і протилежні ситуації – коли на фоні загального надмірного оптимізму інвесторів щодо поточних успіхів компаній сектору (або окремих компаній), виникає ситуація, коли ринкова ціна акцій таких компаній значно перевищує справедливі рівні, розраховані різними методами. За таких умов інвестиційний менеджер компанії з управління активами має приймати «рішення проти ринку» - продаж перекуплених акцій.

Повертаючись до аналізованих нами компаній, вважаємо за доцільне звернути увагу на динаміку їх капіталізацій з березня 2009 року (рис. 3.18).

Саме в березні 2009 року було досягнуто мінімальні значення капіталізацій аналізованих компаній у результаті розгортання світової фінансової кризи 2008-2009 років. На початку 2009 року різко погіршилися фінансові результати металургійних комбінатів, що відобразилося і на вартості їх акцій. Крім того, на цей же період прийшлося дно цін на метал (рис. 3.19).

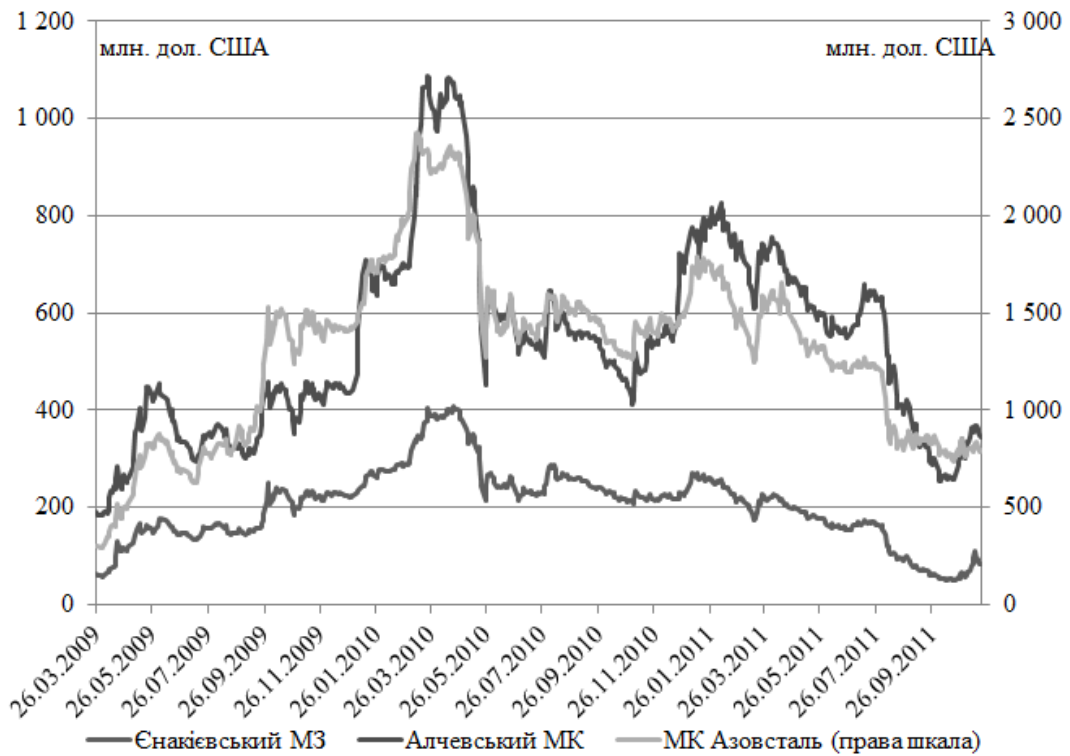


Рис. 3.18. Динаміка капіталізації металургійних компаній

Вважаємо, що саме цей період (після майже 4-кратного їх провалу з пікових показників літа 2008 року) характеризувався надміру песимістичним ставленням інвесторів до металургійних компаній, що знайшло своє відображення в депресивних рівнях ринкових цін їх акцій.

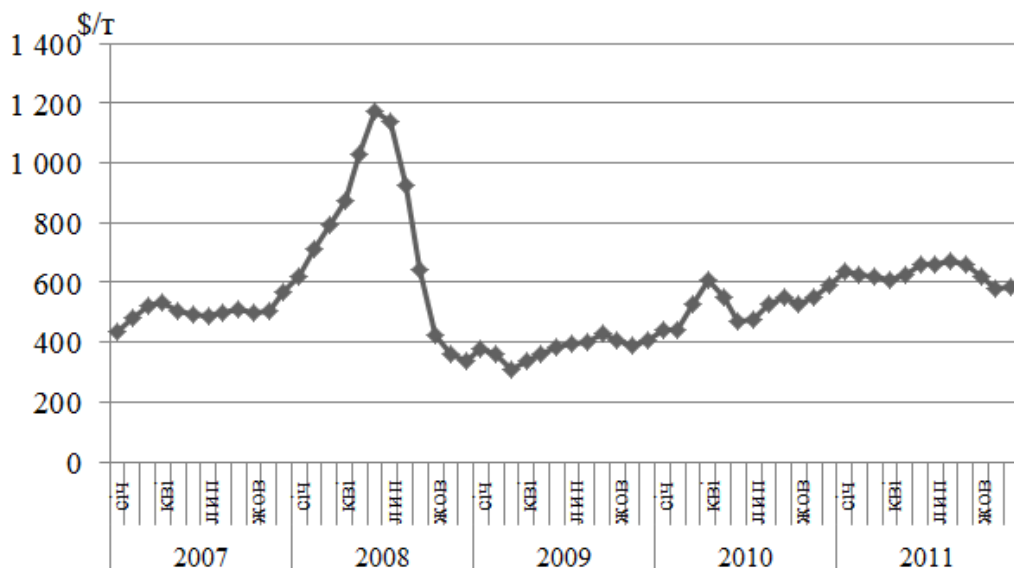


Рис. 3.19. Динаміка експортних цін на квадратну заготовку на умовах fob у портах Чорного моря

Джерело – ДП «Укрпромзовнішекспертиза»

Зокрема, капіталізація аналізованих металургійних компаній досягла 58 млн. дол. США для Єнакієвського МЗ, 287 млн. дол. США для МК Азовсталь та 183 млн. дол. США для Алчевського МК. У листопаді відповідні показники склали 84 млн. дол. США для Єнакієвського МЗ, 789 млн. дол. США для МК Азовсталь та 345 млн. дол. США для Алчевського МК (табл. 3.14). У той же час, за вказаний період максимальні показники капіталізації були характерні для періоду березня 2010 року, що відповідає по суті вершині періоду досить стрімкого зростання цін на метал.

Таблиця 3.14

Співвідношення капіталізацій металургійних компаній у листопаді 2011 року та локальних максимумів та мінімумів

	капіталізація, млн. дол. США		відношення, %	капіталізація, млн. дол. США		відношення, %
	лис 2011	бер 2009		бер 2010		
МК Азовсталь	789	287	274,8	2 424	32,6	
Алчевський МК	345	183	188,7	1 088	31,8	
Єнакієвський МЗ	84	57	146,9	407	20,7	

Джерело – Bloomberg, розрахунки автора

Як видно з табл. 3.14, показники капіталізації у листопаді 2011 року хоча й відчутно перевищують мінімальні рівні 2009 року, проте й значно нижче показників локального максимуму березня 2010. Тобто, на нашу думку, саме подібна ситуація є ілюстрацією вище згадуваної нами тези про значимість психологічних факторів, що впливають на ринкову ціну акції, зміщуючи її відносно «справедливих» рівнів.

Зниження цін на метал у вересні-листопаді 2011 року хоча й було суттєвим за своїми масштабами, проте воно не може бути порівняним з провалом 2008-2009 років. Фундаментально ситуація в металургійній галузі, хоча й погіршилася, проте залишається відносно стійкою. Тому, на нашу думку, значне зниження цін акцій металургійних компаній носить «психологічний характер». Крім того, різке зростання ставок дисконтування, що в таких умовах використовуються для розрахунків за методом ДГП, обумовлює відповідні результати оцінки цільової вартості за допомогою вказаного методу.

Саме тому для прийняття найбільш ефективних інвестиційних рішень вважаємо за доцільне використання додаткових інструментів прогнозування вартості акцій. Серед таких інструментів – порівняльний та витратний підходи.

Хоча, як правило, дохідний похід є найбільш підходящою процедурою для оцінки бізнесу, корисно буває використовувати також порівняльний і витратний підходи. У деяких випадках витратний або порівняльний підходи можуть бути більш точними або більш ефективними. У багатьох випадках кожний із трьох підходів може бути використаний для перевірки оцінки вартості, отриманої іншими підходами.

Згідно НСО 1, порівняльний підхід ґрунтується на врахуванні принципів заміщення та попиту і пропонування. Порівняльний підхід передбачає аналіз цін продажу та пропонування подібного майна з відповідним коригуванням відмінностей між об'єктами порівняння та об'єктом оцінки.

Основними елементами порівняння є характеристики подібного майна за місцем його розташування, фізичними та функціональними ознаками, умовами продажу тощо. Коригування вартості подібного майна здійснюється шляхом додавання або вирахування грошової суми із застосуванням коефіцієнта (відсотка) до ціни продажу (пропонування) зазначеного майна або шляхом їх комбінування.

У НСО 3 визначено особливості застосування порівняльного підходу до оцінки цілісних майнових комплексів.

Так, основними методами порівняльного підходу до оцінки цілісних майнових комплексів є метод ринку капіталу та метод ринкових угод.

Загальним для методів порівняльного підходу є етап формування переліку подібних цілісних майнових комплексів, що використовуватимуться як об'єкти порівняння, та збирання інформації про них. Перелік подібних цілісних майнових комплексів формується з урахуванням таких критеріїв, як належність цілісного майнового комплексу (підприємства) певній галузі, його розмір, одно- або багатопродуктовість бізнесу, ринки збуту продукції (товарів, робіт, послуг),

структура активів та інвестованого капіталу, місцезнаходження та інших суттєвих критеріїв.

Метод ринку капіталу ґрунтується на припущенні про рівноцінність ринкової вартості цілісного майнового комплексу його ринковій капіталізації або можливій ринковій капіталізації з урахуванням вартості прав контролю.

Можлива ринкова капіталізація цілісного майнового комплексу дорівнює добутку фінансово-економічних показників діяльності підприємства, цілісний майновий комплекс якого оцінюється, на відповідні мультиплікатори, визначені на підставі інформації про подібні підприємства, виходячи з цін продажу (пропонування) їх цілісних майнових комплексів.

Метод ринкових угод ґрунтується на припущенні про еквівалентність ринкової вартості цілісного майнового комплексу цінам продажу подібних цілісних майнових комплексів. Як базовий показник для зазначеного методу застосовуються ціни продажу та ціни пропонування подібних цілісних майнових комплексів або ціни продажу та ціни пропонування їх корпоративних часток, що характеризуються певними правами контролю. Ринкова вартість цілісного майнового комплексу визначається як добуток фінансово-економічних показників, що характеризують діяльність підприємства та відповідних мультиплікаторів, визначених на підставі інформації про подібні об'єкти. Фінансово-економічними показниками, що характеризують діяльність підприємства є показники балансової вартості власного капіталу, фінансового результату від провадження звичайної діяльності та інші обґрунтовані у звіті про оцінку цілісного майнового комплексу показники [137].

Порівняльний підхід передбачає наявність репрезентативної статистичної бази ринкових аналогів. Така інформаційна статистична база в Україні лише починає накопичуватися, причому її формуванню заважає ряд суттєвих факторів. Експертні дослідження інформаційної прозорості українських компаній у 2007 році, проведені агентством «Standard&Poor`s» і Агентством фінансових ініціатив, свідчать, що 95,9% найбільших українських компаній мають хоча б одного мажоритарного акціонера, який володіє більш як 25% акцій. Зрозуміло, що за

такої високої концентрації пакетів акцій власники не зацікавлені в підвищенні фінансової прозорості компаній та встановленні реальної ринкової капіталізації належних їм активів. Таким чином, застосування порівняльного підходу поки що можливе лише в поодиноких випадках, причому за умов введення додаткових коригуючих коефіцієнтів (так званих надбавок за контроль, знижок за відсутність контролю над підприємством тощо) [37, с. 89].

Застосування ринкового підходу можливе лише за умови розвиненості ринку, на якому функціонує оцінюване підприємство. Головною перевагою ринкового підходу є те, що він є найпростішим у використанні, а також статистично обґрунтованим, що забезпечує отримання даних, придатних для застосування в інших підходах.

На відміну від оцінки через дисконтування грошових потоків, що спрямована на пошук внутрішньої цінності, порівняльна оцінка більшою мірою спирається на ринок. Інакше кажучи, припускається, що ринок коректно визначає ціни на акції в середньому, але робить помилки, формуючи ціни окремих акцій. Також припускається, що порівняння мультиплікаторів дозволить виявити ці помилки, і вони будуть згодом скориговані.

Припущення про те, що ринки згодом виправляють свої помилки, властиво як оцінці через дисконтування грошових потоків, так і порівняльній оцінці. Проте, ті, хто використовують мультиплікатори й порівнянні величини для вибору цінних паперів, з деяким ступенем обґрунтованості доводять, що помилки, вчинені при утворенні цін на окремі цінні папери в певному секторі, більше помітні й тому, цілком ймовірно, будуть скориговані швидше [33, с. 24-25].

Порівняльний підхід припускає, що цінність власного капіталу фірми визначається тією сумою, за якою вона може бути продана при наявності досить сформованого ринку. Інакше кажучи, найбільш імовірною ціною вартості оцінюваного бізнесу може бути реальна ціна продажу подібної фірми, зафіксована ринком [107, с. 141].

Порівняльний підхід володіє рядом переваг і недоліків, які повинен урахувати професійний оцінювач.

Основною перевагою порівняльного підходу є те, що оцінювач орієнтується на фактичні ціни купівлі-продажу подібних підприємств. У цьому випадку ціна визначається ринком, тому що оцінювач обмежується тільки коригуваннями, що забезпечує порівняльність аналога з оцінюваним об'єктом. При використанні інших підходів оцінювач визначає вартість підприємства на основі зроблених розрахунків. Іншою перевагою порівняльного підходу є реальне відбиття попиту та пропозиції на даний об'єкт інвестування, оскільки ціна фактично зробленої угоди найбільш інтегрально враховує ситуацію на ринку.

Разом з тим, порівняльний підхід має низку суттєвих недоліків, що обмежують його використання в оціночній практиці.

По-перше, найчастіше базою для розрахунку є досягнуті в минулому фінансові результати. Отже, метод ігнорує перспективи розвитку підприємства в майбутньому. Але цей недолік може бути усунутим, оскільки оцінка може проводитися на очікуваних фінансових або виробничих результатах – а точніше на їхніх консенсус-прогнозах.

По-друге, порівняльний підхід можливий тільки при наявності найрізноманітнішої фінансової інформації не тільки по оцінюваному підприємству, але й по великій кількості подібних фірм, відібраних оцінювачем як аналоги. Одержання додаткової інформації від підприємств аналогів є досить складним і дорогим процесом.

По-третє, оцінювач повинен робити складні коригування, вносити виправлення в підсумкову величину й проміжні розрахунки, що вимагає серйозного обґрунтування. Це пов'язане з тим, що на практиці не існує абсолютно однакових підприємств. Тому оцінювач зобов'язаний виявити ці розходження й визначити шляхи їх нівелювання в процесі визначення підсумкової величини вартості [107, с. 142-143].

В основі методу порівняння лежить використання ринкових мультиплікаторів. Як правило, чисельником таких мультиплікаторів є показник ринкової вартості компанії (EV – Enterprise Value) або ринкова капіталізація (MCap – Market Capitalization). У знаменнику використовуються фінансові

показники, такі як чистий прибуток (Net Income), фінансовий результат до оподаткування та вирахування амортизації (EBITDA), чиста виручка від реалізації продукції (Sales), балансова або ринкова вартість власного капіталу тощо. При проведенні оцінки вартості компаній методом порівняння також можуть використовуватися різноманітні специфічні галузеві мультиплікатори. Наприклад, для металургійної галузі таким мультиплікатором є $EV/Output$ – відношення ринкової вартості компанії до випуску продукції в натуральному вираженні, тобто до обсягу виплавки сталі або реалізації прокату.

На практиці прийнято працювати з перехресними порівняннями або порівняннями у часі.

У випадку з першими порівнюється мультиплікатор однієї компанії, що працює в певному секторі, із середнім мультиплікатором по даній галузі, робиться порівняльна оцінка й здійснюється перехресне порівняння. Висновки можуть сильно розрізнятися залежно від вихідних передумов, що стосуються оцінюваної фірми й порівнюваних фірм.

У випадку з порівняннями у часі здійснюється зіставлення певного набору мультиплікаторів на поточний момент часу з тими, які були характерні для цієї ж компанії в минулому.

Таким чином, при здійсненні оцінки можна користуватися дуже багатьма підходами з варіантами в межах порівняльного підходу. Для оцінки компаній металургійної галузі ми скористаємося такими методами: побудова регресійної залежності EV/S від рентабельності EBITDA та порівняння на основі мультиплікатора $EV/EBITDA$. Вибір цих підходів обумовлюється особливостями діяльності компаній металургійної галузі. Використання мультиплікатора $EV/EBITDA$ для металургійних комбінатів особливо в поточних ринкових умовах є більш виправданим, оскільки показник EBITDA відображає фінансовий результат, що піддається меншим викривленням, ніж, наприклад, чистий прибуток. Це, з одного боку, обумовлюється практикою українських металургійних підприємств використання трансфертного ціноутворення (що занижує кінцевий фінансовий результат), а з іншого, використання EBITDA

допомагає забезпечити більшу адекватність при порівнянні з зарубіжними аналогами, що користуються іншими стандартами бухгалтерського обліку. Крім того, мультиплікатор $EV/EBITDA$ є «класичним» мультиплікатором в практиці оціночної діяльності для більшості промислових виробничих галузей і металургії зокрема. Хоча слід зауважити, що використання даного мультиплікатора є недоцільним, якщо сам показник $EBITDA$ є від'ємним. Щодо регресії EV/S від рентабельності $EBITDA$, то перевагами використання такого підходу є можливість роботи в координатах двох показників. Тобто порівнюються не просто мультиплікатори EV/S компаній в абсолютному значенні, а значення цього мультиплікатора буде змінним залежно від рентабельності $EBITDA$.

Для оцінки українських металургійних комбінатів в якості аналогів були обрані 4 російські (Магнітогорський металургійний комбінат (ММК), Новоліпечський металургійний комбінат (НЛМК), Северсталь та група ЄВРАЗ), 8 компаній з ринків що розвиваються (Baosteel (Китай), Angang Steel (Китай), China Stel (Китай), Dongkuk (Південна Корея), Hyundai Steel (Південна Корея), Posco (Південна Корея), Tata Steel (Індія), Gerdau (Бразилія)), 4 компанії з розвинутих ринків (Nucor Corp. (США), Arcelor Mittal (має заводи у більш, ніж 60 країнах світу), US Steel Corp. (США), Nippon Steel (Японія)), що працюють в металургійній галузі.

В таблиці 3.15 наведено основні показники по компаніях-аналогах.

Як уже згадувалося раніше, недоліком методу порівняння при оцінці вартості компанії є використання фактичних фінансових показників. Для усунення цього недоліку на практиці використовують очікувані результати на наступний прогностичний період. Обмеженням тут виступає наявність адекватних прогнозів фінансових результатів. У нашому випадку прогноз виручки від реалізації продукції та $EBITDA$ є консенсус-прогнозом за даними Bloomberg. Тобто по зарубіжних компаніях було спрогнозовано аналітиками відповідні фінансові результати. За українськими компаніями відповідні прогностичні показники побудовані автором і відповідають значенням, що використовувалися в методі ДГП. Таким чином, мультиплікатори EV/S та $EV/EBITDA$ є форвардними

(за очікуваними фінансовими показниками), що усуває недолік ретроспективного аналізу. У поточній ситуації це є надзвичайно актуальним, оскільки динаміка фондового ринку є випереджаючою відносно очікуваних фінансових результатів, тому в поточних цінах акцій металургійних комбінатів вже «закладені» переглянуті в бік зниження очікувані фінансові та виробничі результати.

Таблиця 3.15

Ринкові та фінансові показники металургійних компаній

	Капіталізація, млн.\$	Чистий борг, млн.\$	EV, млн.\$	Виручка 2012П, млн.\$	ЕВІТДА 2012П, млн.\$	ЕВІТДА рентаб., %	EV/S 2012П	EV / ЕВІТДА 2012П
РОСІЯ								
ММК	4 704	4 002	8 706	11 701	2 161	18,5%	0,7	4,0
НЛМК	12 726	2 912	15 638	13 919	3 614	26,0%	1,1	4,3
Северсталь	12 439	4 472	16 911	18 283	4 330	23,7%	0,9	3,9
ЄВРАЗ	7 490	6 316	13 806	17 048	3 319	19,5%	0,8	4,2
Ринки що розвиваються								
Baosteel	13 353	11 370	24 723	37 412	4 549	12,2%	0,7	5,4
Angang steel	5 351	5 840	11 191	16 642	1 620	9,7%	0,7	6,9
China steel	14 313	2 520	16 833	14 089	2 026	14,4%	1,2	8,3
Dongkuk	1 229	1 504	2 733	8 068	623	7,7%	0,3	4,4
Hyundai steel	7 443	7 396	14 840	13 933	1 987	14,3%	1,1	7,5
Posco	30 049	9 132	39 181	62 189	7 891	12,7%	0,6	5,0
Tata steel	7 025	10 194	17 219	24 531	3 244	13,2%	0,7	5,3
Gerdau	12 768	5 744	18 512	20 977	3 069	14,6%	0,9	6,0
Розвинені ринки								
Nucor	12 861	2 090	14 952	21 045	2 413	11,5%	0,7	6,2
ArcelorMital	29 361	28 677	58 038	95 002	10 902	11,5%	0,6	5,3
US Steel	3 957	3 641	7 598	20 470	1 508	7,4%	0,4	5,0
Nippon steel	17 323	23 390	40 713	54 636	5 737	10,5%	0,7	7,1
СЕРЕДНЄ	X	X	X	X	X	14,2%	0,8	5,6

Джерело: Bloomberg, розрахунки автора; капіталізація – на 10 грудня 2011 року

Отже, на основі наведеної таблиці ми побудуємо залежність EV/S від рентабельності ЕВІТДА для оцінюваних компаній (Алчевський МК, МК Азовсталь та Єнакієвський МЗ). Ця залежність виражатиметься лінією тренду, що визначатиме «справедливе» значення мультиплікатора EV/S при очікуваному рівні рентабельності ЕВІТДА. Далі ми наводимо регресію, побудовану для оцінки вартості українських металургійних компаній (рис. 3.20).

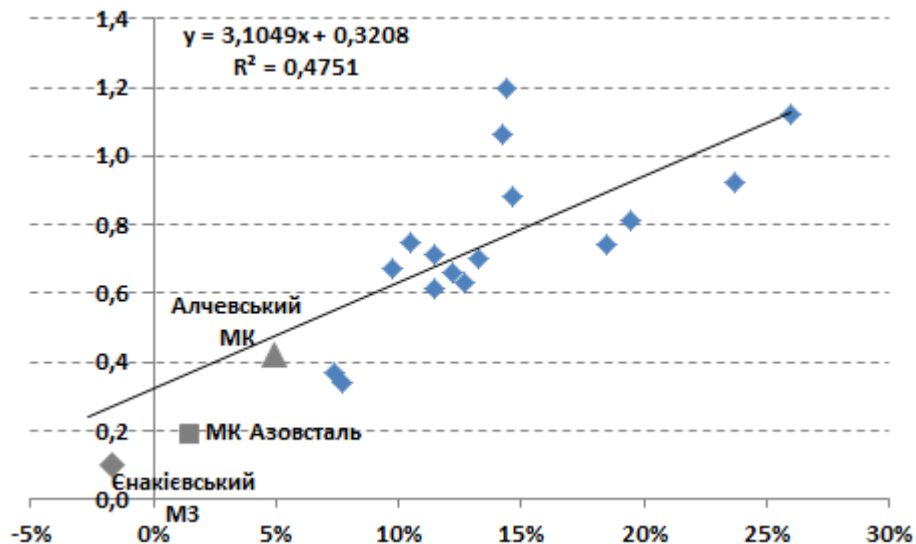


Рис. 3.20. Залежність EV/S від рентабельності EBITDA

Джерело – розрахунки автора

Таким чином, для оцінки справедливого значення EV/S українських металургійних комбінатів при очікуваному рівні рентабельності EBITDA на 2012 рік ми зміщуємо відповідну точку до лінії тренду. Для МК Азовсталь таким справедливим значенням буде 0,36; для Єнакієвського МЗ – 0,27; для Алчевського МК – 0,49. Це дозволяє нам визначити справедливе значення EV та відповідно однієї акції в поточних умовах оцінюваних комбінатів. Але так як ми маємо оцінити цільове значення вартості компаній (капіталізацій) на кінець 2012 року, ми, згідно з оцінкою методом ДГП, маємо збільшити отриманий результат на ставку дисконтування. На 2012 рік для вказаних компаній вони прийняті на наступних рівнях: 21,3% для МК Азовсталь, 24,6% для Алчевського МК та 22,9% для Єнакієвського МЗ.

За методом оцінки на основі мультиплікатора EV/EBITDA також були розраховані «справедливі» капіталізації та вартості акцій металургійних комбінатів виходячи зі значення цільового коефіцієнта EV/EBITDA для аналогів – 5,6 (див. табл. 3.15).

Результати оцінки вартості металургійних комбінатів на основі дохідного та порівняльного підходів наведені в таблиці 3.16.

Варто зауважити, що як підсумкова була прийнята цільова ціна, що розраховувалася як середньозважена з двох методів порівняльного підходу – для

методу EV/S – рентабельність EBITDA ваговий коефіцієнт був прийнятий на рівні 0,5; для методу EV/EBITDA – 0,5.

Таблиця 3.16

Цільові ціни та потенціали зростання вартості акцій металургійних комбінатів на кінець 2012 року на основі порівняльного підходу

Компанія	ціна на дату розрахунків, грн.	цільова ціна, грн.			потенціал, %
		EV/S - рентабельність EBITDA	EV/EBITDA	підсумкова	
Азовсталь	1,40	3,18	0,81	1,99	43
Алчевський МК	0,11	0,20	0,00	0,10	-8
Єнакієвський МЗ	75,00	229,15	-	114,58	53

Таким чином, за результатами оцінки цільової вартості акцій металургійних комбінатів за допомогою порівняльного підходу, акції МК Азовсталь та Єнакієвського МК є недооціненими. Однак, з огляду на очікуваний від'ємний показник EBITDA для Єнакієвського МЗ у 2012 році, реалізація позитивного потенціалу для заводу протягом року не є однозначною.

Саме тому і ці результати, на нашу думку, не є достатніми для прийняття адекватного інвестиційного рішення керуючим інвестиційним фондом. Як ми уже згадували раніше, остаточне рішення має прийматися виходячи з аналізу якомога більшої кількості інформації та на основі використання різних методів оцінки.

Це обумовлюється тим, що різні методичні підходи до оцінки вартості компаній можуть давати дуже різні результати, аж до протилежних (рис. 3.21). Пояснюється це тим, що кожен з цих підходів спрямований на задоволення конкретних цілей, та є більш доречним до використання в окремих ситуаціях.

Так, група дохідних методів (зокрема ДГП) спрямовані насамперед на визначення справедливої вартості компанії на основі довгострокового прогнозу основних показників, що характеризують діяльність оцінюваних компаній. Тому такі методи частіше використовуються при прийнятті стратегічних (довготермінових) рішень щодо інвестування коштів у акції компаній, а на коротких часових інтервалах вони можуть бути менш дієвими. Зокрема, результати оцінки за цим підходом вказують на перспективи зростання вартості акцій МК Азовсталь виходячи з довгострокового прогнозу генерування

грошового потоку компанії. У той же час, для Алчевського МК та Єнакієвського МЗ потенціал за цим підходом є від'ємним, що вказує на «системність» поточних проблем їх діяльності. Тобто приведення фінансового стану вказаних комбінатів до нормального вимагатиме значно більше часу, що обмежуватиме можливості до зростання його справедливої вартості.



Рис. 3.21. Порівняння потенціалів за дохідним та порівняльним методами

Однак, крім виявлення фундаментально недооцінених акцій, задачею інвестиційного керуючого є також пошук локально недооцінених акцій, оскільки, як ми уже згадували раніше, для ринкової ціни властиве тимчасове «відхилення» від адекватних рівнів. Більшою мірою для реалізації цієї цілі доцільним є використання групи порівняльних підходів. Як видно з рис. 3.22, результати оцінки за методами цієї групи відрізняються від цільових потенціалів за дохідним підходом. Ключова відмінність – вища цільова ціна, і, відповідно, вищий позитивний потенціал, або менший негативний потенціал.

Так, лише для акцій Алчевського МК, виходячи з порівняльного підходу, існує від'ємний потенціал, що в абсолютному вимірі менше відповідного показника згідно дохідного підходу. На нашу думку, це є важливою характеристикою, що є властивою групі методів порівняння. Вони більшою мірою орієнтовані на оцінку поточної ситуації як у компанії, так і в галузі. У нашому

випадку кращі результати за порівняльним підходом свідчать про більше зниження ринкової вартості акцій українських металургійних комбінатів порівняно з їх зарубіжними аналогами, що може носити психологічний фактор. Тобто значне зниження капіталізацій українських металургійних компаній багато в чому було пов'язане з очікуваним суттєвим просіданням цін на метал, що виявилось більшим за своїм розмахом, ніж того очікували більшість учасників ринку. А саме здешевшення готової продукції для металургів є основною передумовою погіршення ключових фінансових результатів, які лежать в основі вартості компанії.

Саме тому, у подібних ситуаціях, коли на ринку (або в певному сегменті) переважають надміру песимістичні (або надміру оптимістичні) настрої, ми підкреслюємо необхідність комбінування різних підходів до оцінки вартості акцій публічних компаній, з метою прийняття якомога ефективніших інвестиційних рішень. Зокрема, у конкретно нашому випадку вважаємо за доцільне при визначенні підсумкових цільових цін на кінець 2012 року віддавати більшу перевагу результатам оцінки за групою порівняльних методів, що дозволить якщо не усунути, то принаймні згладити дисбаланс оцінок, що виник внаслідок дії психологічних факторів. Так, підсумкову цільову ціну ми пропонуємо розрахувати як середню арифметичну зважену серед цільових цін на дохідним та порівняльним підходом, де першій надається ваговий коефіцієнт 0,4, а другій – 0,6. Результати наведені в таблиці 3.17.

Таблиця 3.17

Цільові ціни та потенціали зростання вартості акцій металургійних комбінатів на кінець 2012 року

	ціна на дату розрахунків, грн.	цільова ціна, грн.			потенціал, %
		дохідний підхід	порівняльний підхід	підсумкова	
Азовсталь	1,40	1,92	1,99	1,96	40
Алчевський МК	0,11	0,09	0,10	0,10	-14
Єнакієвський МЗ	75,00	57,87	114,58	91,89	23

Джерело – розрахунки автора

Витратний підхід У Національних стандартах оцінки передбачає визначення поточної вартості витрат на відтворення або заміщення об'єкта оцінки з

подальшим коригуванням їх на суму зносу (знецінення). Цей підхід ґрунтується на врахуванні принципів корисності і заміщення. Основними методами витратного підходу є метод прямого відтворення та метод заміщення.

Метод прямого відтворення полягає у визначенні вартості відтворення з подальшим вирахуванням суми зносу (знецінення). Метод заміщення полягає у визначенні вартості заміщення з подальшим вирахуванням суми зносу (знецінення) [136].

Згідно НСО 3, основним методом майнового підходу до оцінки цілісного майнового комплексу є метод накопичення активів. Також оцінювачами може застосовуватися метод поточної вартості ймовірного результату ліквідації цілісного майнового комплексу.

Метод накопичення активів полягає у визначенні чистої вартості активів цілісного майнового комплексу. Чиста вартість активів цілісного майнового комплексу визначається як різниця між вартістю активів та вартістю його зобов'язань. Поточна вартість ймовірного результату ліквідації цілісного майнового комплексу визначається як поточна вартість доходів, що очікуються від продажу активів цілісного майнового комплексу, які зменшені на суму витрат, пов'язаних з ліквідацією такого комплексу, що збільшена на суму поточної вартості грошових потоків, які очікуються від провадження господарської діяльності підприємства, цілісний майновий комплекс якого оцінюється, в період ліквідації, якщо провадження такої діяльності прогнозується, та зменшена на суму поточної вартості зобов'язань цього підприємства [137].

Витратний підхід еволюціонує з трудової теорії вартості, тому вартість бізнесу у цьому випадку визначається шляхом переоцінки ресурсів, витрачених на його створення. Таким чином, вартість підприємства оцінюється з позицій понесених витрат. Звичайно, балансова вартість активів підприємства не відповідає ринковій, тому завдання полягає в їх переоцінці [30].

Цей підхід об'єднує методи, за допомогою яких можна оцінити нові підприємства, та, з певними корективами, інвестиційні компанії. Також він використовується для оцінки ліквідаційної вартості підприємства, коли воно

припиняє свої операції, продає матеріальні (а якщо є — і нематеріальні) активи і погашає всі свої зобов'язання. Застосування витратного підходу як єдиного при оцінці бізнесу не припускається. Елементи витратного підходу рекомендують застосовувати для оцінки холдингових компаній [107].

Перевагою цього підходу є те, що він заснований на оцінці існуючих активів. Це усуває значну частину суперечностей аналітичної оцінки, характерної для інших підходів. Недоліком підходу можна вважати те, що при цьому не враховується майбутній прибуток, тобто перспективи бізнесу,— головним стає визначення вартості матеріальних активів, нівелюється вплив на бізнес нематеріальних активів. Поза увагою лишаються і ринкові чинники ефективності — додаткові нематеріальні активи (наприклад, якість клієнтської бази) і пасиви (наприклад, потенційні позови до компанії), що не відбиті у балансі підприємства і кількісний вимір їх ускладнений [25].

Ряд складнощів у використанні майнового підходу в управлінні вартістю підприємства пов'язаний також з тим, що необхідно знати вартості як стандартних, так і нестандартних активів і зобов'язань. До числа стандартних з повним правом можна зарахувати такі активи, як нерухомість, транспорт, товарно-матеріальні цінності, акції, облігації. У свою чергу нестандартні активи і зобов'язання — це капітальні вкладення, оренда, лізинг, кредити. Присутність в балансі підприємства нестандартних активів і зобов'язань в значній мірі ускладнює застосування майнового підходу до управління вартістю, що, проте, не робить його менш результативним при вирішенні задачі приросту вартості підприємства для власників [166, с.151].

На майновий підхід спирається будь-який власник, що намагається підключити логіку до процесу оцінки вартості свого бізнесу. Крім того, цей методичний підхід до оцінки вартості підприємств є основним в умовах економічної трансформації. Він покладений в основу методики оцінки майна, що приватизується. Основна формула розрахунку вартості бізнесу для витратного підходу:

$$\text{Власний капітал} = \text{Активи} - \text{Зобов'язання}. \quad (3.3)$$

Вважається, що такий підхід дає найнижчу, песимістичну оцінку бізнесу. Хоча зустрічаються і такі ситуації, коли використання витратного підходу дає найточнішу оцінку [52].

Саме в умовах депресивного ринку або надто песимістичного ставлення учасників ринку до сектору, більшого значення набувають такі підходи до оцінки вартості бізнесу, як порівняльна оцінка по історичних галузевих коефіцієнтах (мінімальних) та оцінка витратним методом (точніше – оцінка вартості майна). Це, крім вище описаних особливостей, обумовлюється тим, що при оцінці методом ДГП досить невизначеними є прогностні фінансові показники компаній, вартість капіталу (або ставки дисконтування), що робить оцінку значно менш точною (розкид оцінок за різними методами може бути завеликим). Невизначеність при оцінці методом порівняння виникає з огляду на динамічну зміну цін акцій і фінансових показників компаній-аналогів. Тому аналіз ринкових мультиплікаторів компаній-аналогів у минулому в динаміці в різних умовах ринку (у тому числі й депресивному) дає гарне уявлення про можливу зміну ринкових показників українських компаній. Майновий підхід дозволяє відповісти на питання про відношення ринкової вартості компанії в депресивних умовах (як на початку 2009 року) до вартості майна оцінюваного підприємства.

Однак ми вважаємо, що використання даного підходу у чистому вигляді є обмеженим. Тобто вартість власного капіталу може виступати не як цільовий показник вартості компанії, а скоріше як орієнтир мінімальної її вартості. Це пов'язано насамперед, з особливостями обліку та відображення вартості основних засобів в українській практиці. З огляду на це, для визначення адекватного показника вартості майна використовуються відновлювальна вартість та вартість заміщення з урахуванням зносу:

- RC – (Replacement Cost). Відновлювальна вартість – являє собою вартість будівництва такого ж промислового об'єкту (у нашому випадку металургійного комбінату) в поточних цінах.

- DRC (Depreciated Replacement Cost). Вартість заміщення з урахуванням зносу. Вартість будівництва такого ж промислового об'єкту у поточних цінах за вирахуванням зносу (бухгалтерського або фізичного) аналізованого підприємства.

Однак у нашому випадку визначення вказаних показників є ускладненим, тому адекватно можна оцінити лише відновлювальну вартість що являє собою добуток потужностей кожного заводу та історичний показник RC/т сталі (прийнято на рівні 780-820 дол. США/т сталі).

Відповідно, виходячи з описаного підходу, показники EV/RC для аналізованих компаній становлять: 0,16 для МК Азовсталь, 0,23 для Алчевського МК та 0,13 для Єнакієвського МЗ.

Показник EV/RC є мультиплікатором Q Тобіна. Джеймс Тобін запропонував альтернативу традиційним фінансовим показникам вартості, порівнявши ринкову вартість активу з його вартістю заміщення (replacement cost).

У нормальних умовах ринкова вартість капіталу EV (сума ринкової капіталізації й ринкової вартості боргу) повинна бути близька до вартості будівництва нових компаній – вартості заміщення (RC). Пояснення цьому факту просте – у протилежному випадку ніхто б не будував нових підприємств або будував би їхню надлишкову кількість.

Крім того, мультиплікатор Q Тобіна визначає, наскільки ефективно фірма управляє своїми активами. Ринкова вартість активу буде дорівнювати його вартості заміщення, якщо активи «заробляють» необхідну дохідність (якщо «зароблена» дохідність капіталу дорівнює його вартості, то інвестиції мають нульову чисту приведену вартість, а приведена вартість грошових потоків від інвестицій буде дорівнювати їхній вартості заміщення) [33, с. 717-718].

Таким чином, використання витратного підходу в поточних умовах виступає лише свого роду орієнтиром мінімальної вартості компанії.

Для більш загальних випадків, з урахуванням вищеописаних особливостей, вважаємо за доцільне запропонувати матрицю пріоритетності використання методичних підходів до оцінки вартості акцій компаній залежно від галузевих

очікувань інвесторів щодо перспектив діяльності, форм та горизонту інвестування (додаток Н).

Надання переваги тим або іншим підходам до оцінки вартості акцій, в які здійснюється інвестування коштів ми поставили в залежність від форми та горизонту інвестування, а також галузевих очікувань інвесторів щодо перспектив діяльності компаній. Так, ключовим вихідним параметром є форма інвестування. Тут ми виділили портфельне інвестування (яке є основним для інвестиційних фондів), розбивши його на довгострокове та короткострокове. Ми також виокремлюємо пряме інвестування, що передбачає вкладення грошових коштів з метою участі в управлінні підприємством та отримання доходу від участі в його діяльності. Ця форма інвестування є більше характерною для фондів Private Equity (фонди прямих інвестицій) та венчурних інвестиційних фондів.

Іншим важливим параметром, на який ми би хотіли звернути увагу, є галузеві очікування інвесторів щодо перспектив діяльності компаній. Під цим поняттям ми розуміємо психологічну складову, про яку ми згадували раніше, і що відображає оптимістичний або адекватний або песимістичний погляд інвесторів на акції, приналежні до певної групи (у нашому випадку – до акцій компаній галузі). Як ми уже вказували вище, такі «очікування» можуть формуватися в умовах суттєвих фундаментальних змін в галузі. Наприклад, значне зниження цін на метал призводить до формування песимістичного погляду інвесторів на металургійні компанії, в результаті чого відбувається падіння вартості їх акцій, при чому часто в більшій мірі, ніж це відповідає масштабу здешевшання металопродукції. І навпаки, тривалий період зростання цін на сталь обумовлює формування надмірного оптимізму учасників фондового ринку щодо перспектив діяльності металургійних компаній, у результаті чого ринкова цін їх акції зростає до неадекватно високих рівнів. Подібними факторами в інших галузях можуть виступати:

- очікування проведення масштабної приватизації в енергогенеруючому секторі України може призводити до формування надмірного оптимізму стосовно виробників електроенергії щодо значного

покращення фінансових результатів їх діяльності внаслідок приходу в компанії ефективних приватних власників;

- високі девальваційні очікування щодо національної валюти можуть обумовлювати значне погіршення ставлення учасників фондового ринку до банківських установ, які є особливо чутливими до значних коливань курсу національної валюти. В результаті, ринкова ціна їх акцій може падати до неадекватно низьких рівнів;
- очікування суттєвого здешевшання імпортного газу може виступати вагомим фактором формування надміру оптимістичного ставлення учасників фондового ринку до компаній хімічної промисловості, які є залежними від вартості газу, що є основним елементом їх собівартості, та, відповідно, визначає конкурентоздатність їх продукції тощо.

Параметр галузевих очікувань інвесторів щодо перспектив діяльності компаній є більш вагомим для короткострокового інвестування, оскільки подібного роду перекося, як правило, виникають тимчасово на ринку, і балансуються протягом досить короткого проміжку часу.

Отже, в розрізі визначених параметрів, більш детально зупинимось на особливостях врахування результатів різних оціночних підходів при прийнятті інвестиційних рішень.

Для короткострокового портфельного інвестування пріоритетним підходом до оцінки є порівняння. Оскільки інвестиційний керуючий має на меті отримання позитивного фінансового результату або уникнення збитків від інвестування на короткому проміжку часу, він має орієнтуватися на виявлення саме поточних дисбалансів на ринку. Як правило, це вимагає прийняття оперативних рішень, що ґрунтуються на виявленні недооцінених або переоцінених в поточних умовах цінних паперів. Найбільш доцільним і ефективним у таких умовах є використання саме порівняльного підходу. Це стосується будь-яких галузевих очікувань інвесторів щодо перспектив діяльності компаній, оскільки такі дисбаланси

можуть бути характерними для кожного з випадків, і можуть бути виявлені, насамперед через експрес-зіставлення з аналогами.

Другим за пріоритетністю підходом у подібній ситуації виступає дохідний підхід, який дозволяє більш точно визначити перспективи зростання або зниження цін акцій аналізованих компаній, що базуються на фундаментальних показниках їх діяльності. Витратний підхід у таких умовах є найменш інформативним

У той же час, у випадку, якщо для сектору характерні надміру песимістичні галузевих очікувань інвесторів, саме витратний підхід дозволяє окреслити мінімальний рівень вартості компанії за найгірших сценаріїв розвитку ситуації. За таких умов більшість учасників ринку фактично відмовляються від дохідного методу.

Якщо перед інвестиційним керуючим стоїть задача формування інвестиційного портфеля на тривалий період з мінімальним його переглядом протягом строку існування фонду (наприклад, об'єднаний інвестиційний траст у США), то при прийнятті рішень про вкладення коштів у цінні папери вони мають керуватися, насамперед, більш глибокою оцінкою, що спирається на фундаментальні показники. Тому тут на перший план виходить оцінка вартості акцій дохідним підходом, оскільки цей підхід дає можливість отримати не тільки цільове значення ціни акції аналізованої компанії, а й оцінити перспективи довгострокового зростання її вартості з урахуванням можливостей генерування позитивних грошових потоків протягом тривалого періоду часу у майбутньому.

Тим не менше, навіть за умов довгострокового портфельного інвестування важливим є врахування галузевих очікувань інвесторів щодо перспектив діяльності компаній, оскільки надмірний оптимізм учасників ринку стосовно компаній певного сектору може призвести до втрати значної частини потенційної майбутньої дохідності від вкладення коштів в акції компаній сектору. Тому у даному випадку ключовим підходом, на нашу думку, має залишатися порівняльний підхід, основна роль якого полягає у виявленні поточної значної «перегрятості» цін акцій.

У ситуації, коли для сектору характерні помірні галузеві очікування інвесторів щодо перспектив діяльності компаній, після дохідного підходу інвестор при прийнятті рішень має віддавати перевагу порівняльному підходу на противагу витратному. І навпаки, за надміру песимістичних галузевих очікувань інвесторів, на другу роль (після дохідного підходу) виходять витратні методи оцінки вартості компаній.

Окремо, на нашу думку, варто розглядати випадок з прямим інвестуванням, коли інвестор зацікавлений в отриманні контролю над діяльністю об'єкта інвестування. Тут завжди на першу роль має виходити дохідний підхід, що передбачає побудову довгострокового прогнозу руху грошових потоків та формування фінансових результатів. Це є ключовою позицією, оскільки пряме інвестування передбачає безпосередній вплив на проінвестований бізнес, і має на меті отримання доходу від участі в його діяльності. Тут можливість отримання доходу від розподілу прибутку проінвестованої компанії (у вигляді дивідендів) набуває більшої ваги для інвестиційного фонду порівняно з портфельним інвестуванням, коли основним джерелом отримання доходів є зростання вартості акцій у часі. Другим за пріоритетністю у випадку з прямим інвестуванням, на нашу думку, є витратний підхід, що дозволяє інвесторові оцінити мінімальну вартість компанії, в капіталу якої він має намір взяти участь. І лише після цього інвестор має провести оцінку потенційного об'єкту інвестування за допомогою порівняльного підходу, що дозволить йому дійти висновку про поточну вартість аналізованої компанії стосовно її аналогів та інших компаній на ринку.

Таким чином, при прийнятті рішення про формування структури інвестиційного портфеля управляючий фондами має орієнтуватися на забезпечення максимального рівня дохідності за цінними паперами інвестиційного фонду (сертифікат або акція) за прийняттого рівня ризику. Оскільки акції в українській та світовій практиці займають ключову роль у структурі портфельів інвестиційних фондів, необхідність якомога точнішої та всеохоплюючої оцінки потенціалу зростання їх вартості є вагомим елементом

діяльності інвестиційних керуючих та інших суб'єктів управління портфелем, спрямованої на зростання вартості цінних паперів ІСІ.

Можливість вибору найбільш інвестиційно привабливих цінних паперів ґрунтується на використанні трьох загальноприйнятих у світовій практиці підходів до оцінки вартості акцій – дохідного, порівняльного та витратного. Використання будь-якого з цих підходів (але особливо дохідного) не є можливим без глибокого аналізу ситуації в секторі та в конкретній компанії.

Дохідний підхід виходить із тези про рівність вартості компанії вартості грошових потоків від її діяльності, приведених на поточних момент або будь-який момент у майбутньому. Прогнозування вартості компанії на основі дохідного методу базується на побудові довгострокового прогнозу руху грошових коштів та формування її фінансових результатів. Група методів порівняльного підходу дозволяє оцінити інвесторіві поточну вартість аналізованої компанії порівняно з компаніями-аналогами, що дасть можливість зробити висновок про відносну недооцінку або переоцінку акцій компанії, що є потенційним об'єктом інвестування. Витратний підхід орієнтований на визначення мінімальної вартості оцінюваної компанії, що являє собою вартість усього її майна. Використання усіх цих методів дає можливість управляючому фондами отримати найповнішу інформацію про потенційний об'єкт інвестування. Однак часто різні підходи можуть давати суперечливі результати, що ускладнює прийняття ефективнішого рішення

За таких умов, залежно від форми та горизонту інвестування, галузевих очікувань інвесторів щодо перспектив діяльності компаній, інвестиційний керуючий, на нашу думку, має віддавати перевагу тим або іншим методам оцінки. Реалізація вказаної мети може бути забезпечена через матрицю пріоритетності використання методичних підходів до оцінки вартості компаній залежно від горизонту інвестування та галузевих очікувань інвесторів щодо перспектив діяльності компаній. Мета такої матриці полягає у визначенні основних методичних підходів, які залежно від вказаних параметрів, є найбільш прийнятними до застосування для оцінки цільової вартості компанії та її акцій.

Висновки до розділу 3

У межах третього розділу на основі визначених суперечностей розвитку вітчизняного ринку спільного інвестування запропоновано заходи з підвищення ефективності його функціонування в Україні, а також проведено дослідження особливостей оцінки вартості акцій як домінуючого класу активів у портфелях ІСІ (на прикладі компаній металургійної галузі). Результати дослідження дали підстави зробити наступні висновки:

1. На основі аналізу показників рівня розвитку інституційних інвесторів виходячи з відношення вартості їх активів до ВВП виявлено значний потенціал до зростання ринку спільного інвестування. Зокрема, виходячи із даних за останні 6 років на основі побудови регресійної лінії тренду можна очікувати протягом наступних 5 років зростання частки активів невенчурних ІСІ у ВВП до ~1,4%, що відповідає близько 30-33 млрд. грн., що фактично у 3,3 рази перевищує показники на початок 2012 року. При побудові аналогічного тренду на основі квартальних даних за період з 2006 по 2011 рік, кінцевий результат у 1,4% підтверджується.
2. Подальший аналіз структури вітчизняного ринку спільного інвестування в розрізі типів фондів та рівня участі населення в інвестиційних фондах дозволив нам виявити причини гальмування темпів зростання обсягів коштів, що розміщуються в ІСІ. Серед таких причин – значне зниження фондових індексів у другій половині 2008-2009 роках, що призвело до втрати довіри інвесторів до інструментів фондового ринку на досить тривалий період, а також фактично втрата сегменту фізичних осіб як потужного джерела залучення інвестиційних коштів внаслідок високої волатильності вітчизняного фондового ринку та ризиків значних втрат. Визначено основні напрямки вдосконалення взаємодії суб'єктів ринку спільного інвестування на основі захисту прав споживачів фінансових послуг, що сприятиме залученню індивідуальних інвесторів до процесів спільного інвестування. У той же час, саме категорія фізичних осіб, на нашу

думку, має стати каталізатором зростання обсягів національного ринку спільного інвестування. Підтвердженням цієї тези є світова практика (насамперед, США) участі населення в інвестиційних процесах через механізми спільного інвестування. Відповідно, проаналізувавши основні показники участі домогосподарств у взаємних фондах США, ми виокремили ключові параметри, що, на нашу думку, мають стати орієнтиром при формуванні національної моделі функціонування ринку спільного інвестування, де ключова роль має належати саме фізичним особам.

3. Відсутність адекватної та релевантної інформації по українському ринку спільного інвестування обмежує можливості провести подібний аналіз участі фізичних осіб у механізмах спільного інвестування в Україні. Однак на базі даних наявних соціологічних досліджень нами була проведена оцінка невикористаного потенціалу зростання вітчизняного ринку на основі участі населення, насамперед, у відкритих фондах, які є найбільш доступними серед інших типів інвестиційних фондів. Так, 38,8 млрд. грн. – це обсяг грошових коштів фізичних осіб – потенційних інвесторів виходячи з їхніх поточних фінансових можливостей, який уже на сьогодні міг бути спрямований на ринок спільного інвестування (переважно через відкриті інвестиційні фонди) за умови позитивного ставлення згаданих вище потенційних вкладників до інститутів спільного інвестування. Тобто лише підвищення рівня довіри фізичних осіб до інституту інвестиційного фонду може призвести до розширення кола учасників взаємних фондів до 2,3 млн. осіб, що мають адекватний рівень фінансового достатку.
4. Удосконалення оцінки вартості акцій публічних компаній, які обертаються на фондовому ринку, передбачає можливість оптимізації структури інвестиційного портфеля з точки зору забезпечення зростання його доходності. Згадана «оптимізація» досягається шляхом визначення потенційно найбільш доходних акцій, та переформатування структури вкладень в межах класу акцій на користь таких, що мають найбільший

потенціал до зростання або є найбільш недооціненими відносно своїх аналогів. Це забезпечуватиме реалізацію основного завдання компанії з управління активами – зростання дохідності інвестиційного фонду, що, на нашу думку, сприятиме реалізації значного потенціалу зростання вітчизняного ринку спільного інвестування через, насамперед, залучення населення до інвестиційних процесів через механізми спільного інвестування.

5. Прийняття найбільш ефективних інвестиційних рішень управляючими фондами вимагає здійснення комплексного аналізу потенційних об'єктів інвестування (зокрема, акцій) з використанням якомога більшої кількості методичних підходів до оцінки: витратного (майнового), дохідного та порівняльного. Визначено основні концептуальні положення, принципи та практичні рекомендації щодо механізмів та доцільності використання конкретних методів у межах вказаних методичних підходів в українській практиці.
6. На прикладі компаній металургійної галузі проведено оцінку справедливої вартості акцій сектору з використанням вказаних методичних підходів. Обґрунтовано переваги та недоліки використання вказаних підходів та конкретних методів в українській практиці. В межах оцінки дохідним методом проведено детальний аналіз поточної ситуації в металургійній галузі України, а також побудовано довгостроковий прогноз розвитку як металургійного сектору загалом, так і окремих оцінюваних компаній. Зокрема, побудовано оціночні моделі для визначення справедливої вартості акцій трьох українських металургійних комбінатів за допомогою методу дисконтування грошових потоків на основі грошового потоку для акціонера та грошового потоку на фірму. В межах оцінки за допомогою методів порівняльного доходу розраховано справедливую вартість аналізованих українських металургійних компаній з використанням специфічних галузевих мультиплікаторів на основі фінансових та виробничих показників зарубіжних аналогів. Витратний підхід визначено як такий, що має

використовуватися для оцінки орієнтиру мінімальної вартості аналізованої компанії, що може бути ефективним оціночним інструментом в умовах депресивного фондового ринку або при прийнятті рішення про пряме інвестування.

7. На основі аналізу отриманих результатів оцінки вартості акцій металургійних компаній за допомогою різних методичних підходів та виявлених суперечностей вперше запропоновано матрицю пріоритетності використання методичних підходів до оцінки вартості акцій компаній залежно від галузевих очікувань інвесторів щодо перспектив діяльності, форм та горизонту інвестування. Надання переваги тим або іншим підходам до оцінки вартості акцій, в які здійснюється інвестування коштів ми поставили в залежність від форм та горизонту інвестування, а також галузевих очікувань інвесторів. Так, ключовим вихідним параметром є форма інвестування. Тут ми виділили портфельне інвестування (яке є основним для інвестиційних фондів), розбивши його на довгострокове та короткострокове. Ми також виокремлюємо пряме інвестування, що передбачає вкладення грошових коштів з метою участі в управлінні підприємством та отримання доходу від участі в його діяльності. Іншим важливим параметром є галузеві очікування інвесторів щодо перспектив діяльності компаній, що відображають оптимістичний або помірний або песимістичний погляд учасників фондового ринку на акції, приналежні до певної групи. Такі «очікування» можуть формуватися в умовах суттєвих фундаментальних змін в секторі.
8. Розроблено рекомендації стосовно особливостей врахування результатів різних оціночних підходів при прийнятті інвестиційних рішень. Зокрема, Для короткострокового портфельного інвестування пріоритетним підходом до оцінки є порівняння. Оскільки інвестиційний керуючий має на меті отримання позитивного фінансового результату або уникнення збитків від інвестування на короткому проміжку часу, він має орієнтуватися на виявлення саме поточних дисбалансів на ринку. Як правило, це вимагає

прийняття оперативних рішень, що ґрунтуються на виявленні недооцінених або переоцінених в поточних умовах цінних паперів. Найбільш доцільним і ефективним у таких умовах є використання саме порівняльного підходу. У той же час, у випадку, якщо для сектору характерні надміру песимістичні галузеві очікування інвесторів, саме витратний підхід дозволяє окреслити мінімальний рівень вартості компанії за найгірших сценаріїв розвитку ситуації. За таких умов більшість учасників ринку фактично відмовляються від дохідного методу. У випадку з довгостроковим інвестуванням (якщо перед інвестиційним керуючим стоїть задача формування інвестиційного портфеля на тривалий період з мінімальним його переглядом протягом строку існування фонду) на перший план виходить оцінка вартості акцій дохідним підходом, оскільки цей підхід дає можливість отримати не тільки цільове значення ціни акцій аналізованої компанії, а й оцінити перспективи довгострокового зростання їх вартості з урахуванням можливостей генерування позитивних грошових потоків протягом тривалого періоду часу у майбутньому. У ситуації, коли для сектору характерні помірні галузеві очікування учасників фондового ринку, після дохідного підходу інвестор при прийнятті рішень має віддавати перевагу порівняльному підходу на противагу витратному. І навпаки, за надміру песимістичних настроїв учасників фондового ринку щодо певного сектору, на другу роль (після дохідного підходу) виходять витратні методи оцінки вартості компаній. За умов прямого інвестування інвестор зацікавлений в отриманні контролю над діяльністю об'єкта інвестування. Тут завжди на першу роль має виходити дохідний підхід, що передбачає побудову довгострокового прогнозу руху грошових потоків та формування фінансових результатів.

Висновки, рекомендації та пропозиції автора, що містяться у третьому розділі, знайшли відображення в публікаціях автора [111, 120, 122, 126, 127, 128, 231], наведених у списку використаних джерел.

ВИСНОВКИ

У дисертаційному дослідженні узагальнено та систематизовано теоретичні та методичні засади функціонування інститутів спільного інвестування в Україні, запропоновано шляхи вдосконалення діяльності компаній з управління активами з метою прийняття більш ефективних інвестиційних рішень, а також обґрунтовано ключові напрямки розвитку вітчизняного ринку спільного інвестування. Це дозволило сформулювати наступні висновки, пропозиції та рекомендації, які забезпечують вирішення поставлених завдань відповідно до мети роботи.

1. Функціонування інститутів спільного інвестування лежить у площині фінансового посередництва, розвиток якого був пов'язаний з поширенням використання фінансових активів та виникненням нових інститутів, що забезпечували реалізацію функцій мобілізації, акумулювання та подальшого розміщення фінансових ресурсів фізичних та юридичних осіб. На основі аналізу різних підходів до змісту та класифікації фінансових посередників у світовій та українській практиці було уточнено тлумачення поняття «фінансовий посередник», під яким слід розуміти спеціалізовані фінансові установи, які надають фінансові послуги з мобілізації, акумулювання та подальшого розміщення фінансових ресурсів в процесі здійснення операцій з фінансовими активами в інтересах фізичних та юридичних осіб з використанням власних фінансових інструментів.
2. З огляду на специфіку діяльності інститутів спільного інвестування порівняно з іншими фінансовими посередниками, а також на основі ґрунтовного аналізу вітчизняної нормативно-правової бази та світової практики їх функціонування запропоновано авторське тлумачення поняття «ринок спільного інвестування», що враховує особливості його функціонування за переліком задіяних на ньому суб'єктів та за специфікою діяльності, механізмами та інструментами її здійснення. Тому ринок спільного інвестування пропонуємо розглядати як особливу

сферу економічних відносин, що характеризує діяльність з приводу акумулювання коштів індивідуальних інвесторів та подальшого їх розміщення за участю професійних учасників фінансового ринку (КУА, зберігачів, реєстраторів, незалежних оцінювачів, аудиторів та ін.), що передбачає емісію власних фінансових інструментів, має комерційний характер та спрямована на задоволення специфічних фінансових потреб клієнтів в отриманні доходу від операцій з фінансовими активами на фондовому ринку.

3. Дослідження зарубіжного досвіду діяльності інститутів спільного інвестування, а також аналіз структури світового ринку спільного інвестування дали можливість зробити висновок про домінування ринку США у регіональному розрізі та абсолютне переважання взаємних фондів (відкритого типу) серед інших типів ІСІ. Автором обґрунтовано необхідність запровадження американського досвіду функціонування ІСІ в Україні з урахуванням специфіки національного фінансового ринку. Зокрема, наголошено на необхідності розвитку сегменту відкритих інвестиційних фондів як потенційно дуже потужного механізму активізації інвестиційних процесів у країні через залучення до них коштів фізичних осіб, а також сформовано пропозиції щодо запровадження деяких елементів американського механізму розміщення акцій взаємних фондів в українській практиці.
4. Виявлено ключові проблеми, що є характерними для функціонування вітчизняного ринку спільного інвестування, зокрема:
 - мізерні обсяги ринку спільного інвестування порівняно з іншими сегментами фінансового ринку та світовою практикою. Частка активів ІСІ у ВВП складає 9,6%. Для Європи відповідний показник сягає 50% і більше. Станом на початок 2012 року відношення активів банківської системи до ВВП склало 80,1%. Це свідчить не лише про банкоцентричність фінансового сектору України, але і про необхідність розвитку конкуренції на ринку фінансових послуг, що

спрямовано на акумулювання коштів індивідуальних інвесторів, насамперед, населення за умов відновлення довіри до фінансових інститутів та забезпечення доступу до фінансових послуг через підвищення рівня поінформованості, фінансової грамотності населення;

- домінування венчурного інвестування та незначна частка публічних ІСІ. Так, частка активів невенчурних ІСІ до ВВП на початок 2011 року складала лише 0,75%, що є мізерним показником, адже саме активи невенчурних ІСІ більшою мірою відображають рівень поширення цих фінансових посередників серед широкого кола інвесторів, насамперед, дрібних; крім того, було визначено що подібна ситуація була викликана практикою використання венчурних ІСІ з метою оптимізації оподаткування в межах фінансово-промислових груп;
- незначні обсяги активів відкритих ІСІ серед інших невенчурних ІСІ. Так, станом на 1 січня 2012 року на відкриті ІСІ припадало лише 2,5% вартості чистих активів невенчурних ІСІ в Україні. А саме відкриті інвестиційні фонди у світовій практиці є найбільш поширеним каналом залучення вільних фінансових коштів юридичних та особливо фізичних осіб;
- надзвичайно низький рівень участі фізичних осіб у інвестиційних фондах. 96% чистих активів усіх інститутів спільного інвестування в Україні належить юридичним особам, у тому числі 81% - резидентам. Відповідно, на фізичних осіб припадає лише близько 4% чистих активів. У сегменті невенчурних ІСІ серед інвесторів також домінують юридичні особи, хоча і їх частка є дещо меншою. Фізичним особам належить близько 26% чистих активів невенчурних ІСІ (трохи більше 2,36 млрд. грн.). Основною причиною формування подібної ситуації став низький рівень фінансової грамотності та недовіра індивідуальних інвесторів (особливо дрібних) до інститутів

спільного інвестування, а також відсутність дієвих механізмів захисту прав споживачів послуг зі спільного інвестування.

Це дозволило дійти висновку про існування значного потенціалу до зростання вітчизняного ринку спільного інвестування.

5. Узагальнивши практику формування інвестиційної стратегії та особливостей управління активами інститутів спільного інвестування в Україні, уточнено схему взаємодії основних учасників інвестиційного процесу ІСІ на основі більш чіткого визначення його основних етапів, розкриття їх змісту, функцій та повноважень основних учасників. Серед етапів виділено такі: формулювання інвестиційної стратегії або мети діяльності фонду; визначення загальних вимог та обмежень щодо складу та структури активів фонду; вибір типу інвестиційної політики; проведення аналізу потенційних об'єктів інвестування; прийняття рішення про структуру інвестиційного портфеля в розрізі класів активів (особливо слід наголосити на важливості саме цього етапу); аналіз та вибір інвестиційно привабливих інструментів в межах кожного з класів активів. Ці всі етапи передують процесу формування інвестиційного портфеля. Подальший же перегляд інвестиційного портфеля має відбуватися на основі здійснення постійного комплексу оціночно-управлінських заходів, до яких віднесено такі: моніторинг змін ринкової ситуації (макрорівень); бенчмаркінг; моніторинг зміни вартості окремих активів у портфелі та оцінка ефективності вкладень у фінансові інструменти.
6. Аналіз узагальнених даних щодо структури розміщення активів ІСІ в Україні (насамперед, невенчурних), а також світової практики формування портфелів інвестиційних фондів, дав можливість дійти висновку про подібність підходів у вітчизняній та американській практиці. Зокрема, ключовою позицією є домінування акцій у структурі активів ІСІ. На основі детального аналізу структури портфелів невенчурних ІСІ виявлено, що тип інвестиційного фонду та його

інвестиційна стратегія є важливим фактором, що визначає структуру портфелів інститутів спільного інвестування. Так у випадку з відкритими фондами, через те що фонд або його компанія з управління активами беруть на себе зобов'язання у будь-який час здійснювати викуп на вимогу інвестора цінних паперів, емітованих цим фондом або його компанією з управління активами, такі фонди мають тримати більшу частину активів у найбільш ліквідних формах.

7. Дослідження рівня розвитку вітчизняного ринку спільного інвестування (в частині невенчурних ІСІ) виходячи з частки активів публічних інвестиційних фондів у ВВП дало можливість зробити висновок про значний потенціал розширення сфери діяльності ІСІ. Зокрема, за нашими оцінками на основі побудови регресійної лінії тренду протягом наступних 5 років можна очікувати зростання частки активів невенчурних ІСІ у ВВП до $\sim 1,4\%$, що відповідає близько 30-33 млрд. грн., що фактично у 3,3 рази перевищує показники на початок 2012 року.
8. Існування такого значного потенціалу вимагало пошуку основних напрямків, за якими він міг реалізовуватися. Було виявлено, що ключовими причинами гальмування темпів зростання обсягів коштів, що розміщуються в ІСІ, стали значне зниження фондових індексів у другій половині 2008-2009 роках, що призвело до втрати довіри інвесторів до інструментів фондового ринку на досить тривалий період, а також фактично втрата сегменту фізичних осіб як потужного джерела залучення інвестиційних коштів внаслідок високої волатильності вітчизняного фондового ринку та ризиків значних втрат. Визначено основні напрямки вдосконалення взаємодії суб'єктів ринку спільного інвестування на основі захисту прав споживачів фінансових послуг, що сприятиме залученню індивідуальних інвесторів до процесів спільного інвестування.
9. На основі аналізу американської практики функціонування інвестиційних фондів та участі населення в інвестиційних процесах через

механізми спільного інвестування обґрунтовано необхідність розвитку сегменту відкритих інвестиційних фондів, насамперед, через залучення до інвестиційних процесів фізичних осіб. Було виокремлено ключові параметри, що, на нашу думку, мають стати орієнтиром при формуванні національної моделі функціонування ринку спільного інвестування, де домінуюча роль має належати саме фізичним особам.

10. Для оцінки невикористаного потенціалу зростання вітчизняного ринку спільного інвестування на основі участі населення, насамперед, у відкритих фондах, які є найбільш доступними серед інших типів інвестиційних фондів, ми скористалися результатами соціологічного дослідження Інституту соціальної та політичної психології АПН України на тему «Портрет потенційного інвестора інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів», проведеного у 2008 році. За нашими оцінками, 38,8 млрд. грн. – це обсяг грошових коштів фізичних осіб – потенційних інвесторів, виходячи з їхніх поточних фінансових можливостей, який уже на сьогодні міг бути спрямований на ринок спільного інвестування (переважно через відкриті інвестиційні фонди) за умови позитивного ставлення потенційних вкладників до інститутів спільного інвестування. Тобто лише підвищення рівня довіри фізичних осіб до інституту інвестиційного фонду, а також забезпечення дієвих механізмів захисту прав споживачів послуг зі спільного інвестування може призвести до розширення кола учасників взаємних фондів до 2,3 млн. осіб, що мають адекватний рівень фінансового достатку.

11.3 огляду на домінування акцій у структурі портфелів інститутів спільного інвестування в Україні обґрунтовано необхідність удосконалення підходів до проведення оцінки вартості акцій компаній, які обертаються на фондовому ринку, з метою визначення потенційно найбільш дохідних акцій, та переформатування структури вкладень в межах класу акцій на користь таких, що мають найбільший потенціал до

зростання або є найбільш недооціненими відносно своїх аналогів. Це забезпечуватиме зростання дохідності портфелів інвестиційних фондів. Досягнення саме цієї мети, на нашу думку, є одним з ключових напрямків реалізації виявленого нами потенціалу зростання вітчизняного ринку спільного інвестування.

12. На прикладі компаній металургійної галузі проведено оцінку справедливої вартості акцій сектору з використанням основних методичних підходів, прийнятих у світовій практиці оціночної діяльності – дохідний, витратний та порівняльний. В межах оцінки дохідним методом проведено детальний аналіз поточної ситуації в металургійній галузі України, а також побудовано довгостроковий прогноз розвитку як металургійного сектору загалом, так і окремих оцінюваних компаній. Зокрема, побудовано оціночні моделі для визначення справедливої вартості акцій трьох українських металургійних комбінатів за допомогою методу дисконтування грошових потоків на основі грошового потоку для акціонера та грошового потоку на фірму. В межах оцінки за допомогою методів порівняльного підходу розраховано справедливу вартість аналізованих українських металургійних компаній з використанням специфічних галузевих мультиплікаторів на основі фінансових та виробничих показників зарубіжних аналогів. Витратний підхід визначено як такий, що має використовуватися для оцінки орієнтиру мінімальної вартості аналізованої компанії, що може бути ефективним оціночним інструментом в умовах депресивного фондового ринку.
13. Виходячи з розбіжностей у результатах оцінки акцій металургійних комбінатів на основі різних методичних підходів вперше запропоновано матрицю пріоритетності використання методичних підходів до оцінки вартості акцій компаній залежно від галузевих очікувань інвесторів щодо перспектив діяльності, форм та горизонту інвестування. Надання переваги тим або іншим підходам до оцінки вартості акцій, в які здійснюється інвестування коштів, ми поставили в залежність від форми

та горизонту інвестування, а також галузевих очікувань інвесторів щодо перспектив діяльності компаній. За параметром форми інвестування ми виділили портфельне інвестування (яке є основним для інвестиційних фондів), розбивши його на довгострокове та короткострокове, а також пряме інвестування (що є більш характерним для сегменту венчурних ІСІ або фондів Private Equity). Розроблено відповідно рекомендації стосовно особливостей врахування результатів різних оціночних підходів при прийнятті інвестиційних рішень залежно від вказаних параметрів.

Відповідно, підводячи підсумок стосовно перспектив розвитку вітчизняного ринку спільного інвестування, звертаємо увагу на існування як довгострокового потенціалу до його зростання (на основі поширення ІСІ серед населення, що не є поінформованим про основи їх діяльності), так і поточного невикористаного потенціалу зростання вітчизняного ринку спільного інвестування за рахунок коштів фізичних осіб, що мають відповідні фінансові можливості уже на сьогоднішній день, проте не є учасниками ІСІ через недовіру до вказаних фінансових інститутів та відсутність дієвих механізмів захисту прав споживачів послуг зі спільного інвестування.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Активізація інвестиційного процесу в Україні: колективна монографія / [Т.В. Майорова, М.І. Диба, С.В. Онишко та ін.]; за наук. ред. М.І. Диби, Т.В. Майорової. – К.:КНЕУ, 2012. – 472 с.
2. Александров А.В. Private Banking в Украине: через тернии к звездам. / А.В. Александров. – Харьков: Харьковский национальный университет имени В.Н. Каразина, 2009. – 237 с.
3. Алексеєнко Л.М. Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми та перспективи розвитку: Монографія. / Л.М. Алексеєнко — К.: Видав. дім «Максимум»; Т.: Екон. думка, 2004. — 424 с.
4. Алексеєнко Л.М. Теоретичні та інституціональні засади функціонування ринку фінансового капіталу / Л.М. Алексеєнко, Л.В. Кузнецова // Світ фінансів. — 2006. — № 3.
5. Алексеєнко Л.М. Вплив державного регулювання економіки на становлення інститутів ринку / Л.М. Алексеєнко // Світ фінансів. — 2007. — № 2.
6. Архангельская О. Оценка стоимости бизнеса. / О.Архангельская // TopManager – 2002. – №22.
7. Базилевич В.Д. Ринкова економіка: основні поняття і категорії. Навчальний посібник. / В.Д. Базилевич, К.С. Базилевич. – 2-ге вид. – К.: Знання-Прес, 2008. – 263 с.
8. Базилевич В.Д. Цінні папери: підручник / В.Д. Базилевич, В.М. Шелудько, Н.В. Ковтун та ін.; за ред. В.Д. Базилевича. — К.: Знання, 2011. – 1094 с.
9. Бала О.І. Фінансове посередництво в Україні: сутність та види / О.І. Бала, О.І. Цізда // Науковий вісник НЛТУ України. – 2010. – Вип. 20.6. – С. 169-174.
10. Білостецька В.О. Посередницька діяльність в Україні / В.О. Білостецька // Фінанси України. – 2006. – №3. – С. 35–45.
11. Бірюк С.О. Стан та перспективи розвитку діяльності з управління активами /С.О. Бірюк // Діловий щотижневик від 17.04.2006.

12. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент: Учебный курс / И.А. Бланк. — 2-е изд., перераб. и доп. — К. : Эльга, 2004. — 550с.
13. Бобров Є.А. Роль та місце ринку фінансових послуг у структурі фінансового ринку / Є.А. Бобров // Фінанси України. – 2007. – №4. – С. 88–94.
14. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов /Р.Брейли, С. Майерс – М.: Олимп-Бизнес, 2008. – 1008 с.
15. Бутузов В.М. Досвід організації діяльності інститутів спільного інвестування США / В.М. Бутузов // Економіка. Фінанси. Право. - 2000. - Випуск №3 – С. 32.
16. Бутузов В.М. Міжнародний досвід організації діяльності інститутів спільного інвестування / В.М. Бутузов, С.О. Єрмакович // Моніторинг інвестиційної діяльності в Україні – 1999. - №2. – С. 24-28
17. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. / Гл. ред. Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 800 с.
18. Волошина О.О. Розвиток діяльності інституційних інвесторів на ринку України: автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.03 / О.О. Волошина; Крим. інж.-пед. ун-т. — Сімф., 2010. — 20 с. — укр.
19. Волощенко Л.М. Актуальні проблеми розвитку посередництва на фінансовому ринку України / Л.М. Волощенко, Л.В. Козина // Економічний простір. – 2009. – №21. – С. 199-205.
20. Гавва В.Н. Потенціал підприємства: формування та оцінювання: Навч. посібн./ В.Н. Гавва, Е.А. Божко. – К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 224 с.
21. Гаврилюк О.В. Інвестиційні фонди: сутність і напрями діяльності / О.В. Гаврилюк // Фінанси України. – 2008. - №11. – С. 47-63.
22. Герасимова С.В. Роль фінансових посередників в організації інвестиційної діяльності акціонерних товариств / С.В. Герасимова // Фінанси України. – 2007. – № 4. – С. 103-111.
23. Гитман Лоренс Дж., М.Д. Джонк. Основы инвестирования. / Лоренс Дж. Гитман, М.Д. Джонк – М.: Дело, 1999. – 1005 с.

24. Гладчук О.М. Небанківські фінансові інститути на фінансовому ринку України: автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / О.М. Гладчук; Київ. нац. ун-т ім. Т.Шевченка. — К., 2010. — 20 с.
25. Головач А.Л. Методичні засади оцінки вартості бізнесу / А.Л.Головач // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.library.ukma.kiev.ua/> – сайт Наукової бібліотеки НаУКМА.
26. Голоднюк І. Розвиток ринку фінансових послуг в Україні: сучасний стан, проблеми та перспективи / І. Голоднюк, П. Данейко, М. Домбровські, М. Михайличенко. - К.:CASE Україна, 2006. –21 с.
27. Гориславець П.А. Динаміка розвитку відкритих інститутів спільного інвестування на тлі світової фінансової кризи / П.А. Гориславець // Науковий вісник НТЛУ України. – 2009. – Вип. 19.10. – С.112-117.
28. Григоренко Е. Новые задачи УАИБ в сфере поддержки развития институтов совместного инвестирования. / Е.Григоренко // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/>
29. Григоренко Є.М. Ринок спільного інвестування: динаміка, проблеми та перспективи / Є.М. Григоренко // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://uaib.com.ua>
30. Григорьев В.В. Оценка предприятия: теория и практика. /В.В. Григорьев – М.: ИНФРА, 1997. – 318 с.
31. Гриньова В. М. Інвестиційний менеджмент: Навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / В.М. Гриньова – Харківський національний економічний ун-т. — 2.вид., доопрац. і доп. — Х. : ВД «Інжек», 2005. — 664с.
32. Гриценко В.В. Інвестиційні фонди: стан та перспективи розвитку / В.В. Гриценко // Вісник економічної науки України. – 2008. - №2. – С. 27-31.
33. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран; Пер. с англ. – 5-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.
34. Данілов О. Інвестування: Навчальний посібник / Олександр Данілов, Ганна Івашина, Ольга Чумаченко, Державна податкова адміністрація України,

- Академія державної податкової служби України. - К.: Видавничий дім Комп'ютерпрес, 2001. - 362 с.
35. Диба М.І. Вплив економічної кризи на інвестиційний клімат в Україні / М.І. Диба, Є.С. Осадчий // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби, 2011. - №2. - С. 93-102.
36. Диба М.І. Вплив іноземного капіталу на економічні процеси в Україні / М.І. Диба, Є.С. Осадчий // Фінанси України. – 2009. - № 11. – С. 35–46.
37. Долінський Л.Б. Теоретичне підґрунтя інвестиційної оцінки цінних паперів в Україні / Л.Б. Долінський // Фінанси України. – 2008. – №5. – С. 87-95.
38. Дубина М.В. Удосконалення класифікації фінансових посередників в Україні / М.В. Дубина. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/natural/vcndtu/Ekon/2009_39/25.html.
39. Егерев И.А. Стоимость бизнеса: Искусство управления: Учеб. пособие. / И.А. Егерев. – М.: Дело, 2003. – 480 с.,
40. Економічна енциклопедія: У трьох томах. Т. 3 / Редкол.: ...С.В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.:Видавничий центр «Академія», 2002.–952с.
41. Загальні принципи «ВЕЛИКОЇ ДВАДЦЯТКИ» щодо захисту прав споживачів фінансових послуг. Організація економічного співробітництва та розвитку. Жовтень 2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.finrep.kiev.ua/structure/finedu/research_ua.php
42. Захист прав споживачів фінансових послуг в Україні: правовий аналіз. Вересень 2011 року. Проект USAID «Розвиток фінансового сектору» (FINREP). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.finrep.kiev.ua/structure/finedu/research_ua.php
43. Зимовець В.В. Фінансове посередництво: Навч. посіб. / В.В. Зимовець, С.П. Зубик – К.: КНЕУ, 2004. – 288 с.
44. История экономических учений : (современный этап) : учебн. / [под общ. ред. А. Г. Худокормова]. – М. : ИНФРА–М, 1998. – 733с.
45. Інвестиційний аналіз / А.А. Пересада, Т.В. Майорова, М.І.Диба та ін. – 2 вид., перероб. і доп. – К.: КНЕУ, 2008. – 544 с.

46. Інститути спільного інвестування: світовий досвід та українські перспективи: монографія / О.С. Колесник. — К., 2010. — 142 с.
47. Іонін Є.Є. Управління портфелем акцій інвестиційного фонду / Є.Є. Іонін, М.М. Овчинникова // Фінанси України. — 2010. - №11. — С. 71-79.
48. Кабанов В.Г. Активізація фінансових інвестицій як складова стратегії стабілізації та зростання економіки / В.Г. Кабанов // Фінанси України. — 2010. - №5. — С. 39-47
49. Кабанов В.Г. Інноваційні аспекти в системі спільного інвестування глобальної економіки / В.Г. Кабанов // Пробл. науки. — 2007. — N 4. — С. 35-41.
50. Казимір Д.С. Особливості інвестиційної політики інститутів спільного інвестування в Україні / Д.С. Казимір //Формування ринкових відносин в Україні, 2008. - № 2. — С. 65-68.
51. Кайсер Питер. Инвестиционные потоки на основных рынках /Питер Кайсер // Деятельность компании по управлению инвестиционными фондами под редакцией Международного центра приватизации, инвестиций и менеджмента . — К., 1994. — 170с.
52. Кашин С. Три цены бизнеса / С.Кашин // Секрет фирмы. — 2004. — №12 (51).
53. Климчук С.В. Підходи до оцінки економічної вартості підприємств України /С.В. Климчук // Фінанси України. — 2007. — №3. — С.105-111.
54. Коваленко М. Фінанси спільного інвестування: Навчальний посібник / Микола Коваленко, Людмила Радванська - Херсон: ОЛДІ-плюс, 2002. - 247 с.
55. Ковтюх В. Інститути спільного інвестування: зарубіжний досвід / В. Ковтюх // Ринок цінних паперів України. — 2002.- №3-4.- С. 37-54.
56. Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України: навч. посібник. / О.В. Кологойда — К. : Юрінком Інтер, 2008. — 320с.
57. Консультації щодо підвищення ефективності регулювання та нагляду за фінансовим сектором в Україні: Зелена книга / [І.А. Шумило, В.І. Міщенко, В.В. Крилова та ін]; - К.:НБУ, 2010. — 33 с. [Електронний

- ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=84101>.
58. Концепція захисту прав споживачів небанківських фінансових послуг в Україні / Затверджено розпорядженням КМУ № 1026-р від 03.09.2009. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.u-fin.com.ua/konserpcia.htm>.
59. Корнєєв В.В. Модифікація форм фінансового посередництва в Україні / В.В. Корнєєв // Фінансовий ринок. – 2008. – №1. – С. 77-85.
60. Корнєєв В.В. Фінансові посередники: інституційна роль та інструментарій / В.В. Корнєєв // «Фінанси України». – 2000. – № 2. – С.37-45.
61. Крейдич І. Перспективи розвитку інститутів спільного інвестування в Україні / І.Крейдич // Інвестиції: практика та досвід. - 2007. - № 19. - С.4-7.
62. Крилова В.В. Вимоги до установ фінансового сектору. Коментар / В.В. Крилова, Н.В. Грищук, О.Г. Приходько // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Фінансово-економічні системи: трансформація та євроінтеграція (Збірник наукових праць) / НАН України. Інститут регіональних досліджень. – Вип.1(69). – Львів, 2008. – С. 403-412.
63. Крилова В.В. Вплив інституційної структури регулятора на ефективність фінансового регулювання та нагляду / В.В. Крилова // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Фінансово-економічні системи: трансформація та євроінтеграція (Збірник наукових праць) / НАН України. Інститут регіональних досліджень. – Вип. 1 (81). – Львів, 2010. — С. 163-172.
64. Крилова В.В. Світовий досвід оцінки інструментів гібридного капіталу банку // Банківська справа. – 2010. – № 2/3 – С. 8-23.
65. Крилова В.В. Фінанси та фінансова система: теоретичні основи визначення // Засоби фінансового забезпечення стійкого економічного розвитку. – Севастополь: СевНТУ, 2011. – С. 97-99.
66. Круш П.В. Оцінка бізнесу: Навч. посібн. / П.В. Круш, С.В. Поліщук – К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 264 с.

67. Кухоцкий К. Эталонные показатели эффективности управления паевыми инвестиционными фондами / К. Кухоцкий, А. Лыцов, В. Окулов // Рынок цен. бумаг. - 2004. - №15. - С. 36-39.
68. Кушнір Т.М. Інституційні інвестори в економічній системі України: автореф. дис... канд. екон. наук: 08.00.01 / Т.М. Кушнір; Львів. нац. ун-т ім. І.Франка. — Л., 2008. — 20 с.
69. Лазебник Л.Л. Міжнародне фінансове право: Навчальний посібник. / Л.Л. Лазебник. – Київ: Центр навчальної літератури, 2008.– 312 с.
70. Леонов Д.А. Управление активами инвестиционных и пенсионных фондов: налоговые барьеры / Д.А. Леонов // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/>
71. Любкіна О.В. Методика оцінки інвестиційних об'єктів / О.В. Любкіна // Проблеми трансформації економічних систем та становлення ринкового господарства в Україні. Тези виступів на Всеукраїнській науковій студентській конференції 28 - 29 листопада 1996 р. - К.:ІЗМН, 1996. - С. 47-48.
72. Любкіна О.В. Портфельне інвестування як напрям активізації фондового ринку України / О.В. Любкіна // Вісник Академії праці і соціальних відносин. - 2002. - № 2(15). - С. 142-145.
73. Любкіна О.В. Проблеми та перспективи розвитку фондового ринку України / О.В. Любкіна // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2000. – Випуск 46. - С. 57-59.
74. Лютий І.О. Традиційно усталені та новітні засади діяльності фінансових посередників у конкурентному середовищі / І.О. Лютий, М.Д. Алексеєнко, Л.М. Алексеєнко // Вісник ТАНГ. — Т., 2004. — Вип. 5/1.
75. Лютий І.О.. Банківська справа: Навчальний посібник / За заг. ред. проф. Лютого І.О.- К.: Видавництво «Київський університет», 2008. - 392с.
76. Лютий І.О. Проблеми розвитку сучасного міжнародного фінансового ринку та інтеграційний курс України / І.О. Лютий, В.І. Міщенко // Фінанси України. – 2006. - №5. – с. 21-32.

77. Лютий І.О. Вплив фінансового сектору на функціонування економічної системи / І.О. Лютий, С.В. Міщенко // Фінанси України. – 2007. - №3. – С. 14-28.
78. Малютін О.К. Портфельне інвестування в умовах розвитку фінансового ринку України: автореф. дис... канд. екон. наук: 08.00.08 / О.К. Малютін; Н.-д. фінанс. ін-т при М-ві фінансів України. — К., 2007. — 20 с.
79. Марк Сент Гайлз. Управление фондами на возникающих рынках // Деятельность компании по управлению инвестиционными фондами под редакцией Международного центра приватизации, инвестиций и менеджмента . – К., 1994. – 170с.
80. Машина М. В. Фондовая биржа. / М.В. Машина - М.: Международные отношения, 2002.-246 с.
81. Международные стандарты оценки. Стандарт 1. Рыночная стоимость как база оценки. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cfin.ru/> – сайт інтернет-проекту «Корпоративний менеджмент».
82. Международные стандарты оценки. Стандарт 2. Базы оценки, отличные от рыночной стоимости. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cfin.ru/> – сайт інтернет-проекту «Корпоративний менеджмент».
83. Мендрул О. Г., Шевчук І. А. Ринок цінних паперів: Навч. посібник / О.Г. Мендрул, І.А. Шевчук. – К.: КНЕУ, 1998. — 150с.
84. Мертенс А. В. Инвестиции: курс лекций по современной финансовой теории / А.В. Мертенс, 7-е изд., - К.: Либідь, 2004.- 679 с.
85. Методика ренкінгування компаній з управління активами та невенчурних інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів) за результатами їхньої діяльності // Україна Business. - 2006. - 20-27 берез. - С.6-7.
86. Методология и руководство по проведению оценки бизнеса и/или активов ОАО РАО «ЕЭС России» и ДЗО ОАО РАО «ЕЭС России». Deloitte & Touche. 07.02.2007.

87. Мишкін Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Фредерік С. Мишкін [пер. з англ. С.Панчишин, А.Стасишин, Г.Стеблій]. – К.: Основи, 1999. – 963 с.
88. Міщенко С.В. Вдосконалення інституційної структури нагляду за фінансовим сектором / Міщенко С.В. // Банківська справа. – 2007. – №1. – с. 41-56.
89. Міщенко С.В. Визначення основних факторів розвитку та ефективності функціонування фінансового сектору України / Міщенко С.В. // Банківська справа. – 2008.- - №4. – С. 31-47.
90. Мобиус М. Руководство для инвестора по развивающимся рынкам. / М. Мобиус. - М.: Инвестиционная компания «Атон», 2000.- 84 с.
91. Мозговой О. Н. Стоимость ценных бумаг / О.Н. Мозговой // Киев, УАННП «Феникс», 2003.- 154с.
92. Мозговой О. Н. Ценные бумаги // Учебное пособие.- Киев, УАННП «Феникс», 2002.- 122 с.
93. Морква О. Інститути спільного інвестування у контексті реалій вітчизняного ринку цінних паперів /О. Морква // Фінансовий ринок України, 2006. - № 11. – С.10-17.
94. Мошенський С.З. Фондовий ринок та інституційне інвестування в Україні: вплив на інвестиційну безпеку держави: монографія / С.З. Мошенський; Житомир. держ. технол. ун-т. — Житомир, 2008. — 432 с.
95. Науменкова С.В. Забезпечення стабільності функціонування фінансових систем в умовах глобалізації: формування нової парадигми / С.В. Науменкова // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Євроінтеграційний курс України: фінансовий вимір. (Збірник наукових праць): У 2-х ч. / НАН України. Інститут регіональних досліджень. – Львів, 2006. –Вип.3 (LIX). –Ч.І. –С.58-64.
96. Науменкова С.В. Особливості реалізації стратегії перебудови та модернізації ринків капіталу в Україні / С.В. Науменкова // Вісник

Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. - 2009. - №109. – С. 13-16.

97. Науменкова С.В. Ринок фінансових послуг: основні тенденції розвитку / С.В. Науменкова // Вісник національного банку України. – 2000. - №1. – С. 36-43.
98. Науменкова С.В. Розвиток світової фінансової системи та особливості формування нової парадигми забезпечення міжнародної фінансової стабільності / С.В. Науменкова // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. - 2006. - №90. – С.4-7.
99. Науменкова С.В. Система регулювання ринків фінансових послуг зарубіжних країн. Навчальний посібник. / С.В. Науменкова, В.І. Міщенко. – К.: ЦНД НБУ, УБС НБУ. - 2010. -170 с.
100. Науменкова С.В. Інституційний розвиток фінансового сектору України / С.В. Науменкова, С.В. Міщенко // Фінанси України. – 2008. – №7. - С.53-71.
101. Науменкова С.В. Особливості формування сучасної моделі фінансової системи / С.В. Науменкова, С.В. Міщенко // Вісник НБУ – 2006. - №11. – С. 26 -31.
102. Науменкова С.В. Ринок фінансових послуг: Навч. посіб. Рекомендовано МОН / С.В. Науменкова, С.В. Міщенко — К.: Знання, 2010. — 532 с
103. Науменкова С.В. Розвиток фінансового сектору України в умовах формування нової фінансової архітектури: монографія. / С.В. Науменкова, С.В. Міщенко. – К.: Університет банківської справи, Центр наукових досліджень Національного банку України, 2009. – 384 с.
104. Науменкова С.В. Сучасна модель фінансової системи: порівняльний аналіз основних підходів / С.В. Науменкова, С.В. Міщенко // Фінанси України. - 2006. - №6. – С. 44-56.
105. Оксаніч С. Інвестиційне середовище в Україні: погляд з фондового ринку / С. Оксаніч // Національна безпека і оборона. - 2006. - № 6. - С. 60-62

106. Орлова Н.С. Структурні елементи фінансового ринку та механізми їх взаємодії / Н.С. Орлова // Менеджер. – 2007. – №1 (39). – С. 137–142.
107. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазихина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. – М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. – 544 с.
108. Первозванский А.А. Финансовый рынок: Расчет и Риск. / А.А. Первозванский, Т.Н. Первозванская – М.: Инфра-М, 1994. – 192 с.
109. Пересада А. А. Інвестиційний аналіз: Підручник / А.А. Пересада. Ю.М. Коваленко, С.В. Онікієнко — К. : КНЕУ, 2003. — 485с.
110. Пересада А.А. Портфельне інвестування: Навч. посіб. / А.А. Пересада, О.Г. Шевченко, Ю.М. Коваленко, С.В. Урванцева — К.: КНЕУ, 2004. — 405 с.
111. Перконос П.П. Вартість корпорації як об'єкт управління та оцінки / П.П. Перконос // Суперечності та перспективи розвитку фінансової системи України в умовах світової економічної кризи: збірник праць міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених / [За заг. ред. проф. В.Д. Базилевича] - К.: Логос 2009. - С. 172-175.
112. Перконос П.П. Еволюція теоретичних підходів до розкриття змісту та ролі фінансового посередництва / С.В. Науменкова, П.П. Перконос // Науковий вісник Чернівецького національного університету: Збірник наукових праць. Економіка. – Чернівці: Чернівецький нац. ун-т., 2011. - Вип. 557-558. - С.16-20.
113. Перконос П.П. Закриті інвестиційні фонди на ринку спільного інвестування України / П.П. Перконос // Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків: Матеріали V Міжнародної науково-практичної конференції. 14-15 жовтня 2010 р. - Черкаси: ЧІБС УБС НБУ - 2010. - С.238-240.
114. Перконос П.П. Інвестиційні фонди на ринку спільного інвестування / П.П. Перконос // Реформування фінансової системи та стимулювання

економічного зростання в нестабільній економіці: Міжнародна науково-практична конференція молодих вчених і студентів: тези доповідей, Дніпропетровськ, 23 березня 2011 року / за заг. ред. С.А.Кузнецової. - Д.: Вид-во ДУЕП імені Альфреда Нобеля, 2011. - С. 321-323.

115. Перконос П.П. Інститути спільного інвестування в умовах розвитку фінансового ринку України / П.П. Перконос // Шевченківська весна: Економіка: Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених / За заг. ред. проф. В.Д. Базилевича: у 2-х тт. - К.: ТОВ «Сталь», 2010. - Вип. VIII, Том 1. - С. 436-438.
116. Перконос П.П. Механізм формування та управління портфелем інститутів спільного інвестування / П.П. Перконос // Ефективна економіка. - 2012. - №4. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/index.php?operation=1&iid=1070>.
117. Перконос П.П. Організація функціонування інститутів спільного інвестування у США / П.П. Перконос // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2010. – №2 (8) – С. 197-201.
118. Перконос П.П. Особливості діяльності зі спільного інвестування в Україні / С.В. Науменкова, П.П. Перконос // Вісник Академії праці і соціальних відносин Федерації профспілок України, 2011. - №1 (57). - С.119-128.
119. Перконос П.П. Особливості розвитку інститутів спільного інвестування в Україні на етапі відновлення національної економіки / П.П. Перконос // Формування ринкових відносин в Україні: Збірник наукових праць / Наук. Ред. І.Г. Манцуров - К.: 2010. - Вип. 5 (108). - С. 49-54.
120. Перконос П.П. Оцінка вартості бізнесу як складова фінансового планування у корпорації / П.П. Перконос // Шевченківська весна: Економіка: Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених / За заг. ред. проф. В.Д. Базилевича. - К.: Сталь, 2009. - Вип. VII. - С. 203-205.

121. Перконос П.П. Причины та наслідки зміни ризиковості портфелів взаємних фондів у США / П.П.Перконос // Збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції «Фінансова політика в контексті глобальних перетворень суспільного розвитку», м.Ірпінь, 23 березня 2011 року. - С. 106-108.
122. Перконос П.П. Пріоритетність використання методів оцінки акцій в управлінні активами ІСІ / П.П. Перконос // Інвестиції: практика та досвід. – 2012. – №6. – С. 52-56.
123. Перконос П.П. Проблеми розвитку інститутів спільного інвестування в Україні в умовах поживлення фондового ринку / П.П. Перконос // Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу: матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. - К.: КНЕУ, 2010. - С. 350-352.
124. Перконос П.П. Ринок спільного інвестування як сфера діяльності фінансових посередників / П.П. Перконос // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону: науковий збірник / [за ред. І.Г.Ткачук]. - Івано-Франківськ: Вид-во Прикарпатського національного університету імені Василя Стефаника, 2011. - Вип. 7. - Т. 1. - С. 100-106.
125. Перконос П.П. Розміщення активів інвестиційних фондів: практика в Україні та світовий досвід / П.П. Перконос // Інвестиції: практика та досвід. - Київ, 2011. – №20 - с. 40-43.
126. Перконос П.П. Рынок совместного инвестирования в Украине: проблемы и перспективы развития /П.П. Перконос // «Экономика и управление: теоретические и практические аспекты»: материалы международной заочной научно-практической конференции. (22 августа 2011) – Новосибирск: Изд. «Априори», 2011. – С. 187-195.
127. Перконос П.П. Согласование результатов оценки стоимости акций разными методами при принятии инвестиционных решений ИСИ / П.П. Перконос // Актуальные проблемы и перспективы развития экономики в условиях модернизации: Материалы V Международной

- научно-практической конференции / Под. редакцией М.И. Абрамовой. - Саратов: ИЦ «Наука», 2012. - с. 277-283.
128. Перконос П. Турецкий берег становится неприступным / П.Перконос, В.Власюк // Металлы Евразии. - №1 (89). - 2011. - С. 36-38.
129. Поворозник В. До питання про розвиток інститутів спільного інвестування та їх інвестиційний потенціал / В.Поворозник // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.niss.gov.ua/Monitor/ desember08/4.htm>.
130. Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів інституту спільного інвестування. Затверджено Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 09.01.2003 №3. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>
131. Портрет потенційного інвестора інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів / Результати соціологічного дослідження Інституту соціальної та політичної психології АПН України, 2008 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua>
132. Про венчурні фонди інноваційного розвитку. Проект Закону України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу // http://chamber.ua/maillist/adv_com_update/docs/July%203/Text%20on%20venture%20capital%20funds.pdf
133. Про венчурну діяльність в інноваційній сфері. Проект Закону України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу // http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_1?pf3511=30849
134. Про господарські товариства: Закон України від 19.09.1991 №1576-ХІІ зі змінами та доповненнями. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>
135. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні. Закон України від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51.
136. Про затвердження Національного стандарту №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав». Постанова Кабінету Міністрів України від 10

вересня 2003 року №1440 // Офіційний вісник України від 26.09.2003 – 2003 р., №37.

137. Про затвердження Національного стандарту №3 «Оцінка цілісних майнових комплексів». Постанова Кабінету Міністрів України від 29 листопада 2006 року №1655 // Офіційний вісник України від 11.12.2006 – 2006 р., №48.
138. Про затвердження Положення про порядок оцінки вартості чистих активів інвестиційних фондів і взаємних фондів інвестиційних компаній. Рішення ДКЦПФР від 18.03.2002 р. № 104 / Цінні папери України. - 2002. - № 17. – С. 15-18.
139. Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску акцій корпоративного інвестиційного фонду: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 21.12.2006 №1585. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
140. Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 24.11.2009 №1478. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
141. Про затвердження Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів інституту спільного інвестування: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 09.01.2003 №3. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
142. Про затвердження Положення про порядок скасування реєстрації випуску (випусків) інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 13.04.2005 №158. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
143. Про затвердження Положення про порядок скасування реєстрації випуску (випусків) акцій корпоративного інвестиційного фонду: Рішення

- Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 30.05.2005 №249. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
144. Про затвердження Положення про склад та структуру активів інституту спільного інвестування. Рішення ДКЦПФР від 11.01.2002 р. № 12. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
145. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди). Закон України N 2299-III від 15.03.2001. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
146. Про схвалення Концепції розвитку національної інноваційної системи: розпорядження Кабінету Міністрів України від 17.06.09 № 680-р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=680-2009-%F0>.
147. Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери, що підлягають обігу: Директива Ради ЄС № 85/611/ЄЕС від 20.12.1985 р.
148. Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг. Закон України від 6 лютого 2003 р. - № 485-IV. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
149. Про цінні папери та фондовий ринок. Закон України від 23 лютого 2006 року N 3480-IV. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
150. Рибак С.О. Інституційні інвестори фінансової системи: сучасний стан та перспективи розвитку / С.О. Рибак, О.П.Коваль // Фінанси України. – 2010. - №10. – С. 60-64.
151. Ринок фінансових послуг [Текст] : навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / М. А. Коваленко, Л. М. Радванська, Н. В. Лобанова, Г. М. Швороб. - Херсон : Олді-плюс, 2005. - 572 с.
152. Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції: монографія / Д.А. Леонов, С.В. Львовчкін, С.Г. Хоружий; Держ. вищ. навч. закл. «Київ.

- нац. екон. ун-т ім. В.Гетьмана», Укр. ін-т розв. фонд. ринку. — К., 2008. — 848 с.
153. Розенберг Джерри М. Инвестиции. Терминологический словарь / Джерри М. Розенберг — М.: ИНФРА-М, 1997. — 396 с.
154. Румянцев С. Розвиток індустрії інвестиційного бізнесу / С. Румянцев // Цінні папери України. — 2008. — №26. — С. 18.
155. Румянцев С. Розвиток ринку спільного інвестування / С.Румянцев // Цінні папери України. — 2008. — №19. — С. 16-17.
156. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты / Под ред. В. С. Торкановского.- Спб.: АО «Комплекс», 2002.- 421 с.
157. Савлук М.І. Гроші та кредит: Підруч. / М.І. Савлук, А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна. — 3.вид., перероб. і доп. — К.: КНЕУ, 2002. — 598с.
158. Свердел М. Перспективи розвитку інвестиційних фондів в Україні / М. Свердел //Фінанси України. - 2003. - № 8. - С.116-120.
159. Сельський В. Стан та проблеми розвитку інститутів спільного інвестування як ефективного механізму залучення інвестицій в економіку України / В. Сельський // Підприємництво, госп-во і право. - 2007. - № 1. - С.137-140.
160. Современные инструменты рынка ценных бумаг: Монография / А.Н. Кутыркин, С.В. Богачев, В.В. Рыбак, О.М Савинова / НАН Украины Ин-т экономики пром-сти. — Донецк.: ООО «Норд Компьютер», 2000. — 83 с.
161. Ставлення жителів обласних центрів до інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів. Результати соціологічного дослідження Українського центру економічних та політичних досліджень ім. Олександра Разумкова, 2006 рік. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua>
162. Стан розвитку ІСІ на міжнародному рівні. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.uaib.com.ua/files/articles/170/95_4.pdf

163. Становлення інституціональних інвесторів в Україні: проблеми теорії та практики: Моногр. / Т.Д. Косова; Ін-т економіки пром-сті НАН України. — Донецьк, 2004. — 295 с.
164. Стратегія економічного та соціального розвитку України на 2004-2015 роки «Шляхом європейської інтеграції» / Авт. Колектив: А.С. Гальчинський, В.М. Геєць та ін. —К.:ІВЦ Держкомстату України, 2004. —416 с.
165. Стратегія розвитку фінансового сектору України до 2015 року (проект). [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.ufin.com.ua/konsercia/002.doc.
166. Тарасенко С.І. Формування системи факторів вартості підприємства. / С.І. Тарасенко // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: - <http://www.cfin.ru/> – сайт інтернет-проекту «Корпоративний менеджмент».
167. Тренев Н.Н. Управление финансами / Н.Н. Тренев. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 495 с.
168. Фабоцци Ф. Управление инвестициями /Ф. Фабоцци [Пер. с англ.] – М.: ИНФРА-М, 2000. – 932 с.
169. Федоренко В.Г. Инвестознaвство: Підручник. / В.Г. Федоренко - 3-те вид., допов. – К.:МАУП, 2004. – 480 с.
170. Ферлонов Б.О. Організація діяльності інститутів спільного інвестування в США / Б.О. Ферлонов // Економіка. – 2004. - №5. –С. 19.
171. Финансовые институты и рынки. Учебник. Пер. 2-го амер. Издания / Родригес Р., Колб Р., Издательство «Дело и сервис», 2004. – 688 с.
172. Финансовый менеджмент / Под ред. Ф.Фабоцци. [Пер. с англ. Е.Востриковой, Д. Ковалевской]/ - М.: «Эксмо», 2010/ - 864 с.
173. Фінансове посередництво: проблеми і перспективи розвитку: монографія / В.К. Васенко, І.П. Шульга, О.М. Герасименко, Л.О. Шпак, Т.І. Осадча, Т.І. Осадчий; Східноєвроп. ун-т економіки і менедж. — Черкаси: Вид-во ПП Чабаненко Ю.А., 2009. — 450 с.

174. Фінансові інститути в системі управління інвестиційним процесом: монографія / Т.Д. Косова; Донец. нац. ун-т економіки і торгівлі ім. М.Туган-Барановського. — Донецьк: Норд-Прес, 2008. — 338 с.
175. Фурдичко, Л. Є. Інститути спільного інвестування: міжнародний досвід, специфіка та розвиток в Україні / Л. Є. Фурдичко. Регіональна економіка: науково-практичний журнал. — 2009. - №1. — С .81-88.
176. Хмиз, О. Інвестиційні фонди: технології діяльності та поради інвесторам О. Хмиз // Фінансовий ринок України. - 2006. - № 2. - С.16-22.
177. Хмыз О.В. Особенности коллективного инвестирования в странах ОЭСР / О.В. Хмыз // Вестн. Моск. ун-та. Сер. 6, Экономика. - 2004. - №1. - С. 57-67.
178. Хмыз О.В. Особенности работы инвестиционных фондов на финансовом рынке / О.В. Хмыз // Фин. менеджмент. - 2004. - №2. - С. 64-76.
179. Ходаківська В.П. Ринок фінансових послуг: Навчальний посібник. / В.П. Ходаківська, О.Д. Данілов – Ірпінь: Академія ДПС України, 2001. — 501 с.
180. Циганова Н.В. Потенціал розвитку вітчизняного ринку спільного інвестування / Н.В. Циганова, А.С. Шпанко // Фінанси України. — 2007. - №8. - С. 100-108.
181. Шапран В. Зарубежные инвестиционные фонды: современные тенденции / В.Шапран // Рынок цен. бумаг. - 2004. - №8. - С. 57-61.
182. Шапран В. Институты совместного инвестирования: топология фондов / В. Шапран // Рынок цен. бумаг. - 2004. - №5. - С. 19-23.
183. Шарп У. ИНВЕСТИЦИИ / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. [Пер. с англ.] — М.: ИНФРА-М, 2001. — 1028 с.
184. Швець В.Я. Організаційна структура діяльності інститутів спільного інвестування в Україні: теоретичний аспект / В.Я. Швець, Г.В. Опанасова // Економічний вісник Національного гірничого університету. — 2007. — №2. — С. 64-70.

185. Шелудько В.М. Фінансовий менеджмент. / В.М. Шелудько. - К.: Знання, 2006. – 439 с.
186. Шелудько В. Фінансовий ринок: Підручник/ Валентина Шелудько,. - К.: Знання , 2006. - 535 с.
187. Школьник І.О. Взаємодія інститутів фінансового посередництва з реальним сектором економіки / І.О. Школьник, А.Ю. Семенов // Фінанси України. – 2011. - №1. – С. 83-93
188. Шмелев О.Б. Паевые фонды Германии / О.Б. Шмелев // Рынок ценных бумаг. – 2003. - №7. - С. 15-18.
189. Шмелев О.Б. Финансовый рынок Европы: монография. /О.Б. Шмелев. – М.: Издательство МГУ, 2004. - 237с.
190. Шпанко А. Інститути спільного інвестування: досвід Росії та України /А. Шпанко // Фінансовий ринок України. - 2006. - №9(35). - С.11-15.
191. Шпанко А. Контроль стратегічної конкурентноспроможності інституту спільного інвестування / А. Шпанко // Вісн. Київ. нац. торг-екон. ун-ту. - 2008. - № 4. - С.49-55.
192. Юрій С.І. Інституціоналізація фінансового посередництва в економічній системі / С.І. Юрій, Л.М. Алексеєнко // Економіка України. — 2007. — № 10. – С. 94-95
193. Arik Ben Dor, Ravi Jagannathan, August 2002, Understanding Mutual Fund And Hedge Fund Styles Using Return Based Style Analysis, NBER Working Paper No. 9111. [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://www.nber.org/>
194. Asset Management in Europe, 4-th annual review, May 2011. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.efama.org>
195. Claessens S. et al, Stock Markets in Transition Economies, Financial Sector Discussion Paper no. 5, the World Bank, September 2000.
196. Demirguc-Kunt A., Maksimovich V. Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm Level Data. – Washington, 2001. – 36 p.- (WB Policy Research Working Paper).

197. Dr. Scott Brown, Ph.D., The Past Does Not Equal The Future: Mutual Fund Returns! [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.populararticles.com>
198. Galetovic A. Finance and Growth: A Synthesis and Interpretation of Evidence, International Finance Discussion Papers / A. Galetovic. – W DC. : 1994. – 477 p.
199. Graciela Kaminsky, Richard K. Lyons, Sergio Schmukler, August 2000, Managers, Investors, And Crises: Mutual Fund Strategies In Emerging Markets, NBER Working Paper No. 7855. [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.nber.org/>
200. Hari Wibowo, Mutual Fund Versus Stocks [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.populararticles.com>
201. Inside Mutual Funds [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://insidemutualfunds.com>
202. Investment Company Institute. 2009 Investment Company Fact Book. 49-th Edition [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.icifactbook.org>
203. Investment Company Institute. 2010 Investment Company Fact Book. 50-th Edition [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.icifactbook.org>
204. Investment Company Institute. 2011 Investment Company Fact Book. 51-st Edition [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.icifactbook.org>
205. James M. Poterba, John B. Shoven, February 2002, Exchange Traded Funds: A New Investment Option For Taxable Investors, NBER Working Paper No. 8781. [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.nber.org/>
206. Jared Schneider, 7 Best Mutual Funds for 2009, [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.articlesbase.com>
207. Jennifer Huang, Clemence Sialm, Hanjiang Zhang, April 2009, Risk Shifting And Mutual Fund Performance, NBER Working Paper No. 14903. [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.nber.org/>
208. John Caldwell, Mutual Fund Ratings, A Successful Investing Formulas, [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.populararticles.com>

209. John Mussi, Advantages and Disadvantages of Mutual Funds, [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.populararticles.com>
210. John Mussi, Different Types of Mutual Funds, [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.populararticles.com>
211. Judith Chevalier, Glenn Ellison, December 1996. Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance // Asset Pricing, Corporate Finance and Industrial Organization, NBER Working Paper No. 5852. [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.nber.org/>
212. Lee McGowan, Advantages of Money Market Funds [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://mutualfunds.about.com>
213. Lee McGowan. Buy Stocks or Buy Mutual Funds. To Buy Stocks or Not to Buy Stocks, That Is the Question, [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://mutualfunds.about.com>
214. Lee McGowan, ETFs vs. Mutual Funds: An Active vs. Passive Debate. Do You Understand the ETFs vs. Mutual Funds Debate? [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://mutualfunds.about.com>
215. Lee McGowan, UITs: The Neglected Cousin of Mutual Funds. UITs vs. Other US Registered Investment Companies, [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://mutualfunds.about.com>
216. Lee McGowan, What Are Closed-End Funds? Are Closed-End Funds the Same as Mutual Funds? [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://mutualfunds.about.com>
217. Lee McGowan, What Are Index Funds? [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://mutualfunds.about.com>
218. Lee McGowan, What Are Mutual Funds? [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://mutualfunds.about.com>
219. Lee McGowan, What Is a Sector Fund? [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://mutualfunds.about.com>

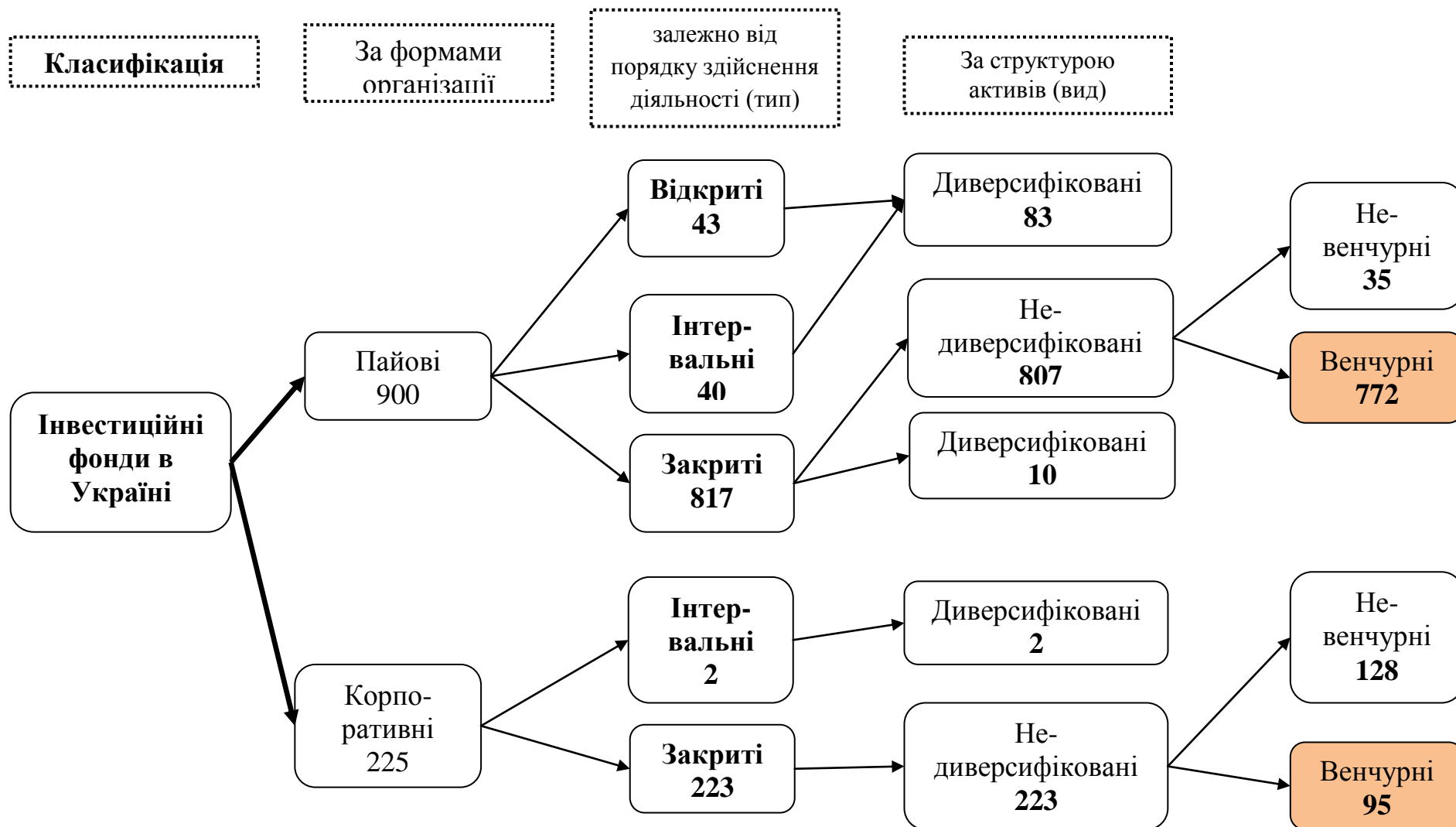
220. Levine R. Financial Development and Economic growth : Views and Agenda / R. Levine // Journal of economic Literature. – 1997. – June. – vol XXXV, с.689
221. Lisa R. Conrad, Easy Investment Strategies for Everyone [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.populararticles.com>
222. Louis K. C. Chan & Hsiu-Lang Chen & Josef Lakonishok, 2002. On Mutual Fund Investment Styles, Review of Financial Studies, Oxford University Press for Society for Financial Studies, vol. 15(5), pages 1407-1437. [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.nber.org/>
223. Lubos Pastor, Robert F. Stambaugh, July 2000, Evaluating And Investing In Equity Mutual Funds, NBER Working Paper No. 7779. [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.nber.org/>
224. Malcolm Baker, Lubomir Litov, Jessica A. Wachter, and Jeffrey Wurgler, August 2004. Can mutual fund managers pick stocks? Evidence from their trades prior to earnings announcements, forthcoming. Journal of Financial and Quantitative Analysis. NBER Working Paper No. 10685. [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.nber.org/>
225. Marcin Kasperczyk & Clemens Sialm & Lu Zheng, 2005. On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds. Journal of Finance, American Finance Association, vol. 60(4), pages 1983-2011, 08. [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.nber.org/>
226. Mauro P. Stock Returns and Output Growth in Emerging and Advanced Economies. – Washington, 2000. –34 p.- (IMF Working Paper 00/89).
227. Money Market Mutual Funds [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://insidemutualfunds.com>
228. Mutual Fund Investment Strategies [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://insidemutualfunds.com>
229. Mutual Fund Investment Strategy Tips [Электронный ресурс]. – Доступный з <http://www.finweb.com/>

230. Olivia S. Mitchell, John Piggott, Cagri Kumru, June 2008. Managing Public Investment Funds: Best Practices And New Challenges, NBER Working Paper No. 14078. [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://www.nber.org/>
231. P.Perkonos, S.Naumenkova. Collective Investment Institutions On The Financial Market Of Ukraine / P.Perkonos, S.Naumenkova, // «Соціальні аспекти процесів глобалізації та інтеграції». Збірник матеріалів міжнародної науково-практичної конференції. Том III. - Херсон. - Прага: ПП Вишемирський В.С., 2010. - С. 5-9.
232. Peter Donovan. Closed-End Funds in the United States of America, in Stefano Preda (ed.), Funds and Portfolio Management Institutions: An International Survey (Amsterdam: North Holland, 1991).
233. Profile of Mutual Fund Shareholders. 2010 Investment Company Institute Research. February 2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.icifactbook.org>
234. Samuel C. Stock Market and Investment: The Signaling Role of the Market. – Washington, 1996. – 48 p.- (WB Policy Research Working Paper).
235. Strategic Asset Allocation: How Does It Work? [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://www.finweb.com/>
236. Vincent Glode, Burton Hollifield, Marcin Kasperczyk, Shimon Kogan, June 2009. Is Investor Rationality Time Varying? Evidence from the Mutual Fund Industry, NBER Working Paper No. 15038. [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://www.nber.org/>
237. What are Bond Mutual Funds? Types of Bond Funds [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://insidemutualfunds.com>
238. What Are Dividend Mutual Funds? [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://insidemutualfunds.com>
239. What Are Equity Mutual Funds? [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://insidemutualfunds.com>

240. Woochan Kim, Shang-Jin Wei, May 1999. Offshore Investment Funds: Monsters In Emerging Markets? NBER Working Paper No. 7133. [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://www.nber.org/>
241. Worldwide Mutual Fund Assets and Flows. Third Quarter 2011. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.efama.org>
242. Zoran Ivkovich, Scott Weisbenner, December 2008. Individual Investor Mutual-Fund Flows, NBER Working Paper No. 14583. [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://www.nber.org/>
243. <http://www.pfts.com/> - Internet-сторінка Першої фондової торгівельної системи.
244. <http://www.uk.ua/> - Internet-сторінка Української біржі
245. <http://ici.org/> - Internet-сторінка Національної асоціації інвестиційних компаній США.
246. <http://kinto.com/> - Internet-сторінка компанії з управління активами «КІНТО»
247. <http://smida.gov.ua/> - Internet-сторінка Державної установи «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України»
248. <http://ssmsc.gov.ua/> - Internet-сторінка Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.
249. <http://www.dfp.gov.ua/> - Internet-сторінка Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг.
250. <http://www.efama.org> - Інтернет-сторінка представницької асоціації європейської індустрії інвестиційного менеджменту European Funds and Asset Management Association (EFAMA)
251. <http://www.uaib.com/> - Internet-сторінка Української асоціації інвестиційного бізнесу.
252. <http://www.worldsteel.org/> – Internet-сторінка колишнього Міжнародного інституту чавуну та сталі (International Iron & Steel Institute IISI), зараз Світової Асоціації Сталі (World Steel Association).
253. <http://www.bank.gov.ua/> - Internet-сторінка НБУ.

ДОДАТКИ

Кількість інвестиційних фондів в Україні за різними класифікаційними ознаками станом на 01.01.2012 р.



Додаток Б

Типи інвестиційних фондів у США та їх аналоги відповідно до української практики

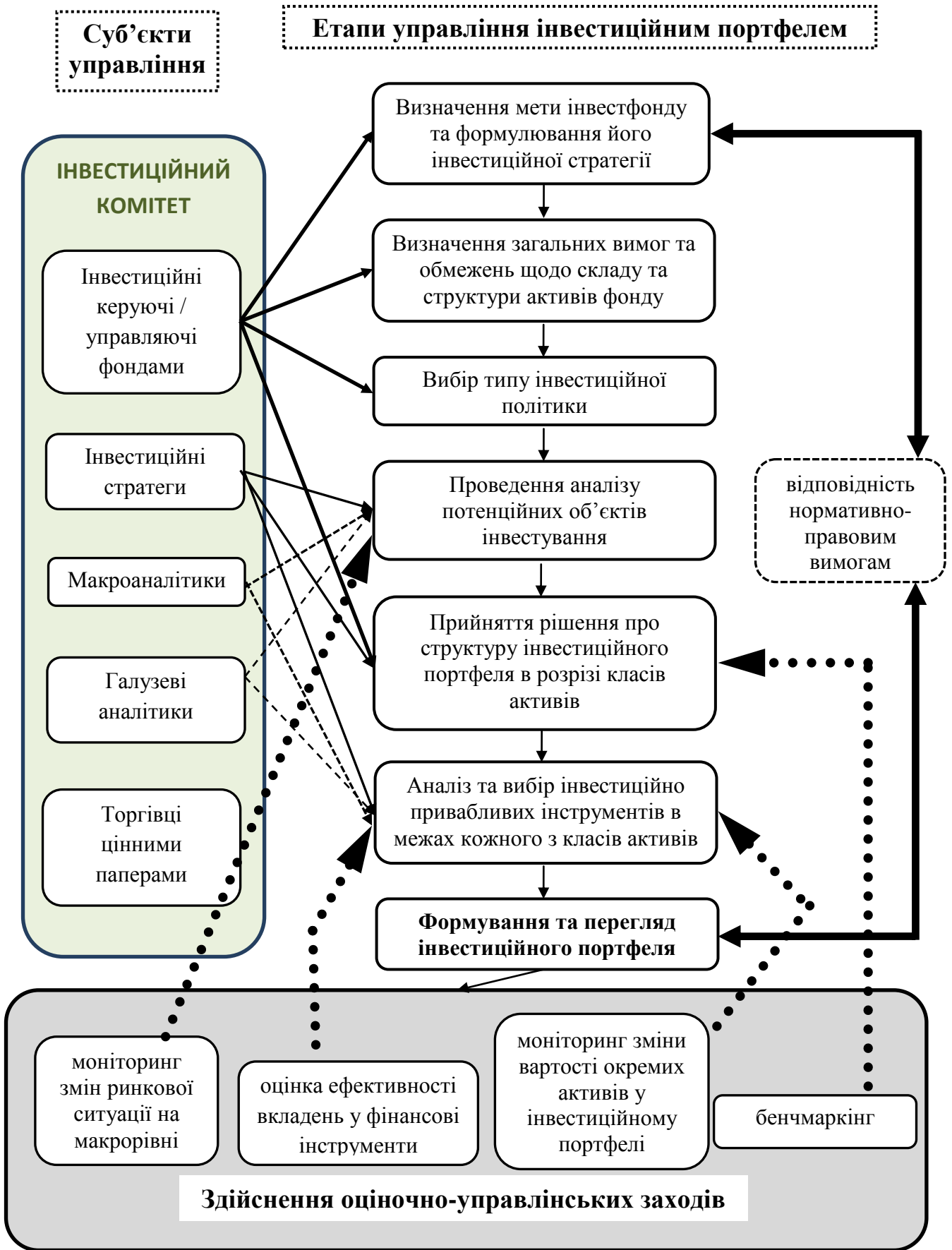
Тип інвестиційного фонду у США	Основні ознаки						Аналог даного типу ІСІ відповідно до української практики
	Особливості емісії та обігу цінних паперів	Ризики інвестування	Зобов'язання щодо викупу цінних паперів компанією	Термін погашення цінних паперів	Типові об'єкти інвестування	Стратегія по управлінню портфелем	
FA-компанії, що випускають "сертифікати з готівковою вартістю"	ЦП є по суті контрактом, що передбачає передачу в управління капіталу інвестора з визначенням умов такого управління	Покладаються на компанію, яка гарантує визначені виплати	Базова інвестиційна сума та дохід сплачуються по завершенні терміну дії контракту	Не регламентується, в середньому складає 8 років	Іпотека, кредитування будівництва, цінні папери	Як правило, пасивна	Відсутній
Взаємні фонди	Кількість акцій не лімітується, постійно пропонують нові акції до публічного розміщення за ціною, наближеною до вартості чистих активів	Покладаються на інвестора	У будь-який момент на вимогу інвестора	Акції є безстроковими	Переважно акції, також облігації та інструменти грошового ринку	Як правило, активна	Відкриті пайові фонди
Інвестиційні компанії закритого типу	Емітується фіксована кількість цінних паперів (акцій), що торгуються на фондовій біржі	Покладаються на інвестора	Компанія не бере на себе зобов'язань з викупу акцій таких фондів до завершення строку їх існування	Як правило, є безстроковими. Хоча є фонди з фіксованим строком життя - строкові трасти	Переважно облігації (особливо для строкових трастів), акції, інструменти грошового ринку	Переважно пасивна	Закриті фонди як аналог зарубіжних компаній закритого типу з фіксованим строком життя
Об'єднані інвестиційні трасти	Як правило, випускають фіксовану кількість акцій (що називаються паями)	Покладаються на інвестора	Паї підлягають викупу інвестиційною компанією	Паї є строковими, строк існування трастів коливається від шести місяців до 20 років	Переважно інструменти грошового ринку для коротко-строкових трастів, облігації - для довгострокових	Пасивна, портфелі активів утримуються незмінними протягом тривалого періоду	Відсутній

Додаток В



Напрямки вдосконалення функціонування ринку спільного інвестування за складовими та суб'єктами

*Розроблено автором



Організаційно-функціональна схема управління активами ІСІ

Напрямки активізації залучення індивідуальних інвесторів до механізмів
спільного інвестування



Світовий рейтинг 10 найбільших країн-виробників сталі у 2007-2011 роках

№		2007		2008		2009		2010		2011	
		млн. т	%	млн. т	%	млн. т	%	млн. т	%	млн. т	%
1	Китай	489,9	36,3	500,3	37,6	573,6	47,3	626,7	44,3	683,3	45,9
2	Японія	120,2	8,9	118,7	8,9	87,5	7,2	109,6	7,8	107,6	7,2
3	США	98,1	7,3	91,4	6,9	58,2	4,8	80,6	5,7	86,2	5,8
4	Індія	53,1	3,9	57,8	4,3	62,8	5,2	66,8	4,7	72,2	4,8
5	Росія	72,4	5,4	68,5	5,2	60,0	5,0	67,0	4,7	68,7	4,6
6	Південна Корея	51,5	3,8	53,6	4,0	48,6	4,0	58,5	4,1	68,5	4,6
7	Німеччина	48,6	3,6	45,8	3,4	32,7	2,7	43,8	3,1	44,3	3,0
8	Україна	42,8	3,2	37,3	2,8	29,9	2,5	33,6	2,4	35,3	2,4
9	Бразилія	33,8	2,5	33,7	2,5	26,5	2,2	32,8	2,3	35,2	2,4
10	Туреччина	25,8	1,9	26,8	2,0	25,3	2,1	29,0	2,1	34,1	2,3
	Загалом	1 351,3	100,0	1 329,1	100,0	1 211,5	100,0	1 413,6	100,0	1 490,1	100,0

Джерело: Світова організація сталі (World Steel Association)

Додаток И

Прогноз виробництва сталі в Україні до 2018 року, тис. т

Підприємство	2008	2009	2010	2011О	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Макіївський МЗ	1251										
Єнакієвський МЗ	2733	2385	2497	2670	2750	2750	2750	2800	2800	2850	2850
МК Азовсталь	5 521	4 639	5 684	5 700	5 800	5 900	6 050	6 200	6 500	6 550	6 600
Донецький МЗ	870	528	529	400	600	700	1 200	1 250	1 300	1 350	1 400
Донецький ЕМЗ	1 038	528	802	850	1 000	1 000	1 050	1 100	1 150	1 200	1 200
ММК ім. Ілліча	5 574	4 273	5 655	6 270	6 100	6 100	6 200	6 200	6 200	6 300	6 400
Алчевський МК	4 355	3 639	2 895	3 800	3 800	3 950	4 100	4 200	4 300	4 400	4 500
Міттал Стіл Кривий Ріг	6 213	5 039	6 151	5 720	6 000	6 500	7 000	7 800	7 800	7 800	8 000
ДМК ім. Дзержинського	3 319	3 446	2 769	3 400	3 150	3 200	3 200	3 200	4 000	4 100	4 200
ДМЗ ім. Петровського	1 085	975	884	900	1 100	1 150	1 200	1 250	1 300	1 350	1 400
Запоріжсталь	3 941	3 276	3 449	3 880	3 900	3 950	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000
Дніпроспецсталь	483	261	388	400	450	450	450	500	500	500	550
Нижньодніпровський ТПЗ	677	313	503	550							
Дніпросталь					700	1 000	1 300	1 300	1 400	1 500	1 500
Білоцерківський СПЗ									750	1 000	1 200
Електросталь		418	411	400	450	450	500	500	500	700	700
Загалом	37 060	29 719	32 617	34 800	35 950	37 600	39 050	40 300	42 500	43 600	44 500

Джерело: ДП «Укрпромзовнішекспертиза»

Додаток К

Ключові параметри, фінансові показники та рентабельності, закладені в модель ДГП для оцінки МК Азовсталь

Ключові параметри	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	TV
Ціни, \$ за т	470	579	798	471	558	701	663	691	684	656	662	669	676	683	690
Виробництво, млн. т	5,3	5,6	5,1	4,3	5,4	5,2	5,3	5,4	5,6	5,7	6,0	6,1	6,2	6,3	6,3
Завантаженість, %	0%	0%	0%	0%	83%	80%	81%	83%	85%	88%	92%	94%	95%	96%	96%
ЕВІТДА, \$ на т	74	106	114	25	5	7	10	25	50	80	110	110	110	110	110
CAPEX, \$ за т	62	52	48	44	3	12	22	65	53	41	39	31	30	30	30
Дефіцит(-), надл. (+) об. засобів, млн. грн.						0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Вартість власного капіталу, %						21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	20%	20%	19%

Фінансові показники, млрд. грн.	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	TV
Чистий дохід	12,5	16,4	21,2	15,7	23,8	29,2	29,8	31,8	32,4	32,0	34,1	34,8	35,6	36,5	36,8
ЕВІТДА	2,0	3,0	3,0	0,8	0,2	0,3	0,4	1,1	2,4	3,9	5,7	5,7	5,8	5,9	5,9
Чистий прибуток	1,1	2,1	2,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	0,2	1,0	2,1	3,6	3,8	4,2	4,2	4,2
Грошовий потік на акціонера						0,3	0,1	0,0	0,3	0,5	0,0	0,0	3,5	3,5	3,6
Власний капітал	7,2	9,3	10,0	15,0	15,9	15,2	14,9	15,1	15,8	17,4	21,0	24,8	29,0	33,2	37,4
Валюта балансу	10,4	12,8	19,2	30,7	37,7	30,0	29,3	31,7	33,3	34,2	35,4	35,9	40,1	44,3	48,5

Показники рентабельності	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	TV
Валова маржа	20%	22%	15%	3%	0%	-4%	2%	4%	7%	12%	17%	17%	17%	17%	17%
ЕВІТДА маржа	16%	18%	14%	5%	1%	1%	2%	4%	7%	12%	17%	16%	16%	16%	16%
Чиста маржа	9%	13%	9%	-1%	-1%	-2%	-1%	1%	3%	7%	11%	11%	12%	12%	11%
ROE	3%	5%	20%	-1%	-1%	-3%	-2%	1%	6%	12%	17%	15%	14%	13%	11%
ROCE	14%	20%	17%	-1%	-1%	-3%	-2%	1%	5%	10%	17%	17%	16%	14%	12%

Додаток Л

Ключові параметри, фінансові показники та рентабельності, закладені в модель ДГП для оцінки Алчевського МК

Ключові параметри	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	TV
Ціни, \$ за т	376	499	738	398	501	630	613	642	638	613	622	630	639	647	656
Виробництво, млн. т	3,3	3,6	3,9	3,2	2,7	3,7	3,6	3,8	3,8	4,0	4,0	4,2	4,2	4,3	4,2
Завантаженість, %	63%	68%	76%	62%	47%	65%	63%	67%	67%	71%	70%	74%	73%	76%	73%
ЕВІТДА, \$ на т	42	57	32	17	-5	30	30	40	45	75	100	100	100	100	100
CAPEX, \$ за т	25	125	75	89	43	8	16	15	46	52	68	64	37	35	30
Дефіцит(-), надл. (+) об. засобів, млн. грн.						-4	-4	-4	-4	-4	-2	0	0	0	0
Вартість власного капіталу, %						24%	25%	25%	25%	25%	25%	24%	23%	21%	20%

Фінансові показники, млрд. грн.	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	TV
Чистий дохід	6,2	9,0	15,3	10,1	10,7	18,7	18,7	20,7	20,7	21,0	21,1	22,6	22,7	23,8	23,3
ЕВІТДА	0,7	1,0	0,7	0,4	-0,1	0,9	0,9	1,3	1,5	2,6	3,4	3,6	3,6	3,7	3,6
Чистий прибуток	0,2	0,3	-0,4	-0,9	-1,0	0,3	0,1	0,4	0,7	1,5	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1
Грошовий потік на акціонера						-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8
Власний капітал	2,0	3,6	3,4	2,4	1,3	1,6	1,7	2,1	2,8	4,4	6,5	8,6	10,6	12,7	14,8
Валюта балансу	5,4	8,9	11,8	11,9	10,7	11,0	11,1	11,4	12,9	14,5	18,3	21,7	22,3	23,1	25,2

Показники рентабельності	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	TV
Валова маржа	15%	14%	14%	1%	-4%	6%	5%	6%	8%	13%	17%	16%	16%	16%	16%
ЕВІТДА маржа	11%	12%	4%	4%	-1%	5%	5%	6%	7%	12%	16%	16%	16%	15%	15%
Чиста маржа	4%	4%	-2%	-9%	-10%	2%	1%	2%	3%	7%	10%	9%	9%	9%	9%
ROE	12%	9%	-10%	-37%	-80%	20%	7%	20%	25%	35%	33%	24%	19%	17%	14%
ROCE	6%	5%	-4%	-12%	-16%	5%	2%	6%	8%	15%	15%	12%	11%	11%	10%

Додаток М

Ключові параметри, фінансові показники та рентабельності, закладені в модель ДГП для оцінки Єнакієвського МЗ

Ключові параметри	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	TV
Ціни, \$ за т		366	597	348	487	596	592	628	622	597	603	609	615	621	628
Виробництво, млн. т		2,8	2,7	2,3	2,3	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7
Завантаженість, %		85%	83%	70%	71%	77%	79%	79%	79%	80%	80%	82%	82%	83%	83%
ЕВІТДА, \$ на т		20	35	-40	-70	-26	-10	0	10	35	50	75	95	95	95
CAPEX, \$ за т					5	5	9	23	23	23	23	22	22	31	30
Дефіцит(-), надл. (+) об. засобів, млн. грн.						-4	-3	-2	-1	-1	0	0	0	0	0
Вартість власного капіталу, %						22%	23%	24%	25%	26%	27%	25%	24%	22%	21%

Фінансові показники, млрд. грн.	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	TV
Чистий дохід	3,5	5,1	8,5	6,1	8,9	12,6	12,9	13,6	13,5	13,2	13,3	13,7	13,8	14,2	14,4
ЕВІТДА	0,2	0,3	0,5	-0,7	-1,3	-0,5	-0,2	0,0	0,2	0,8	1,1	1,7	2,1	2,2	2,2
Чистий прибуток	0,2	0,2	0,4	-0,9	-1,1	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	0,2	0,5	1,0	1,4	1,5	1,5
Грошовий потік на акціонера						0,9	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Власний капітал	0,7	0,9	1,3	0,6	0,2	-0,6	-0,9	-1,0	-1,1	-0,9	-0,4	0,6	2,0	3,5	5,0
Валюта балансу	2,1	2,5	5,5	6,1	13,5	27,6	28,3	29,7	31,2	31,9	32,9	33,2	33,6	34,1	35,6

Показники рентабельності	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	TV
Валова маржа	6%	9%	4%	-8%	-14%	-3%	-2%	1%	3%	7%	9%	13%	17%	17%	17%
ЕВІТДА маржа	6%	5%	6%	-11%	-14%	-4%	-2%	0%	2%	6%	8%	12%	15%	15%	15%
Чиста маржа	4%	3%	5%	-14%	-12%	-4%	-2%	-1%	-1%	2%	4%	7%	10%	10%	10%
ROE	21%	17%	32%	-148%	-648%	75%	24%	13%	8%	-28%	-146%	159%	70%	42%	30%
ROCE	21%	15%	32%	-148%	-648%	75%	-74%	-8%	-3%	6%	11%	19%	25%	24%	20%

Додаток Н

Матриця пріоритетності використання методичних підходів до оцінки вартості акцій компаній залежно від галузевих очікувань інвесторів, форми та горизонту інвестування

<i>Галузеві очікування інвесторів щодо перспектив діяльності компаній</i>	<i>Форми інвестування</i>		
	Портфельне інвестування		Пряме інвестування
	<i>Горизонт інвестування</i>		
	Короткострокове	Довгострокове	
Оптимістичні	1. Порівняльний 2. Дохідний 3. Витратний	1. Порівняльний 2. Дохідний 3. Витратний	1. Дохідний 2. Витратний 3. Порівняльний
Помірні	1. Порівняльний 2. Дохідний 3. Витратний	1. Дохідний 2. Порівняльний 3. Витратний	1. Дохідний 2. Витратний 3. Порівняльний
Песимістичні	1. Порівняльний 2. Витратний 3. Дохідний	1. Дохідний 2. Витратний 3. Порівняльний	1. Дохідний 2. Витратний 3. Порівняльний

