

ИНСТИТУТЫ СОВМЕСТНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ УКРАИНЫ И ОЦЕНКА ИХ ИНВЕСТИЦИЙ В ОБЛИГАЦИИ ВНУТРЕННЕГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ЗАЙМА

Н. В. Рабцун

Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана (Украина)

Поступила в редакцию 30 мая 2013 г.

Аннотация: *представлена краткая характеристика действующих в Украине институтов совместного инвестирования. Проанализирована структура их активов, основных тенденций инвестирования активов закрытых паевых инвестиционных фондов (ПИФ) в облигации внутреннего государственного займа (ОВГЗ) Украины 2007–2012 гг. Выведены математические закономерности роста доли ОВГЗ в активах закрытых ПИФ. Сделан прогноз тенденций инвестирования активов закрытых ПИФ в ОВГЗ на 2013–2016 гг.*

Ключевые слова: *институциональные инвесторы, совместное инвестирование, институты совместного инвестирования, инвестиционная компания, закрытый паевой инвестиционный фонд, открытый ПИФ, интервальный ПИФ.*

Abstract: *a brief description of current Ukrainian joint investment institutions are presented. The structure of their assets, fixed assets investment trends closed-end investment funds (PIF) in bonds of domestic government loan bonds (T-bills) of Ukraine 2007–2012 are analyzed. The mathematical laws of growth of the share of government bonds in the assets of the closed unit investment funds are derived. The forecast trends in investing in closed-end investment funds assets bonds for a period of 2013–2016 is covered.*

Key words: *institutional investors, joint investment, joint investment institutions, investment companies, closed-end investment fund, an open mutual funds, mutual fund interval.*

Развитие Украины определяется инвестициями, которые в значительной степени зависят от эффективной деятельности институтов совместного инвестирования (ИСИ). За последние два десятилетия эти институты прошли период становления и в настоящее время их деятельность соответствует лучшим зарубежным практикам. Деятельность ИСИ является привлекательным и конкурентным бизнесом, оказывающим профессиональные услуги по управлению инвестиционными активами.

Украина относится к группе стран с переходной экономикой, и ее финансовый рынок должен пройти определенный путь для того, чтобы соответствовать требованиям зарубежных инвесторов. В связи с этим анализ деятельности ИСИ на украинском рынке как инвестиций, во многом определяющих эффективность инвестиционной деятельности в стране, является актуальным.

В представленном исследовании использованы статистические методы сглаживания и аналитического выравнивания, с помощью которых решены такие задачи, как: а) рассмотрение структуры активов ИСИ на примере закрытых паевых инвестиционных фондов; б) оценка доли облигаций внутренних государственных займов в активах закры-

тых паевых инвестиционных фондов; в) графическая иллюстрация результатов исследования активов ИСИ.

В Украине начало формирования отечественных ИСИ пришлось на 1997–1998 гг., когда их основной целью было обслуживание процессов приватизации государственных предприятий. Наиболее распространенными видами ИСИ были закрытые инвестиционные фонды и взаимные фонды инвестиционных компаний, правовые основы которых определены Положением об инвестиционных фондах и инвестиционных компаниях, утвержденным Указом Президента Украины в начале 1994 г. Тогда в Украине в экономический и юридический лексикон впервые вводились многие понятия, получившие в дальнейшем всестороннее развитие. На рис. 1 представлены некоторые из понятий, определенных данным Указом.

Положение определяло, что участники инвестиционных фондов в свое распоряжение получали инвестиционные сертификаты, которые непосредственно обменивали на приватизационные имущественные сертификаты. Владельцы инвестиционных сертификатов получали определенный дивидендный доход. Законодательством устанавливались ограничения на деятельность

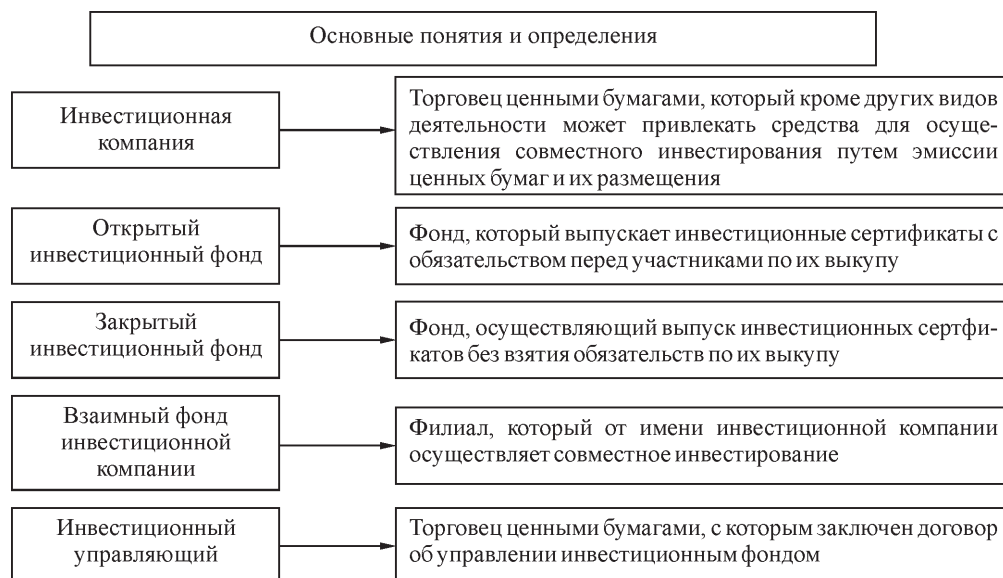


Рис. 1. Основные понятия, введенные Положением об инвестиционных фондах и инвестиционных компаниях в Украине [1]

инвестиционных фондов и компаний, основной целью которых была защита интересов институциональных инвесторов.

Практика применения данного законодательства показала, что экономические реалии стали опережать прописанные нормативные положения, и возникла потребность сформировать в Украине такие институты совместного инвестирования, которые отвечали бы лучшим мировым практикам.

В 2001 г. Парламент Украины (Верховная Рада) принял Закон по вопросам институтов совместного инвестирования, отнеся к ним 1) корпоративные инвестиционные фонды и 2) паевые инвестиционные фонды [2]. При этом отличие первых состояло в том, что их инвесторам предоставлялось право непосредственно влиять на любые процессы, имеющие место в фонде. Обе группы фондов классифицируются по организационным формам.

К паевым инвестиционным фондам относятся такие инвестиционные фонды, активы которых непосредственно принадлежат инвесторам на правах совместной доли собственности, управляют ими компании по управлению активами (КУА) и учитываются они отдельно от результатов их хозяйственной деятельности. ПИФ не является юридическим лицом. В отличие от ПИФ корпоративный инвестиционный фонд (КИФ) – это ИСИ, который создается в форме публичного акционерного общества и ведет деятельность исключительно по совместному инвестированию [2]. Участниками корпоративных инвестиционных фондов являются исключительно юридические лица. В отличие от ПИФ инвесторы корпоративного фонда

приобретают права для акционеров, в результате в ПИФ инвесторы являются участниками фонда, в КИФ – акционерами.

Деятельность на рынке различных видов фондов дает инвесторам больше возможностей выбрать объект инвестирования. Классификация действующих ныне в Украине ИСИ представлена на рис. 2.

Как следует из рис. 2, закрытые ИСИ за периодом деятельности могут быть только срочными, а по структуре активов как диверсифицированными, так и недиверсифицированными. В отличие от закрытых ИСИ открытого и интервального типа по структуре активов могут быть лишь диверсифицированными. Новым законодательством были установлены следующие требования по структуре активов ИСИ (табл. 1).

Как видно из табл. 1, в структуре активов ИСИ особое место отведено государственным ценным бумагам. При этом для венчурных и недиверсифицированных ИСИ ограничений нет, но для диверсифицированных ИСИ доля государственных ценных бумаг не должна превышать 50 процентов суммы активов.

Вопросам структуры активов много внимания уделено и в европейском законодательстве. Например, в Директиве Европейского союза № 85/611 «О приближении законов, подзаконных и административных положений, касающихся институтов совместного инвестирования в ценные бумаги, находящиеся в обращении», речь идет о вопросах, связанных с необходимостью: а) координации законодательства стран-членов с целью сближения

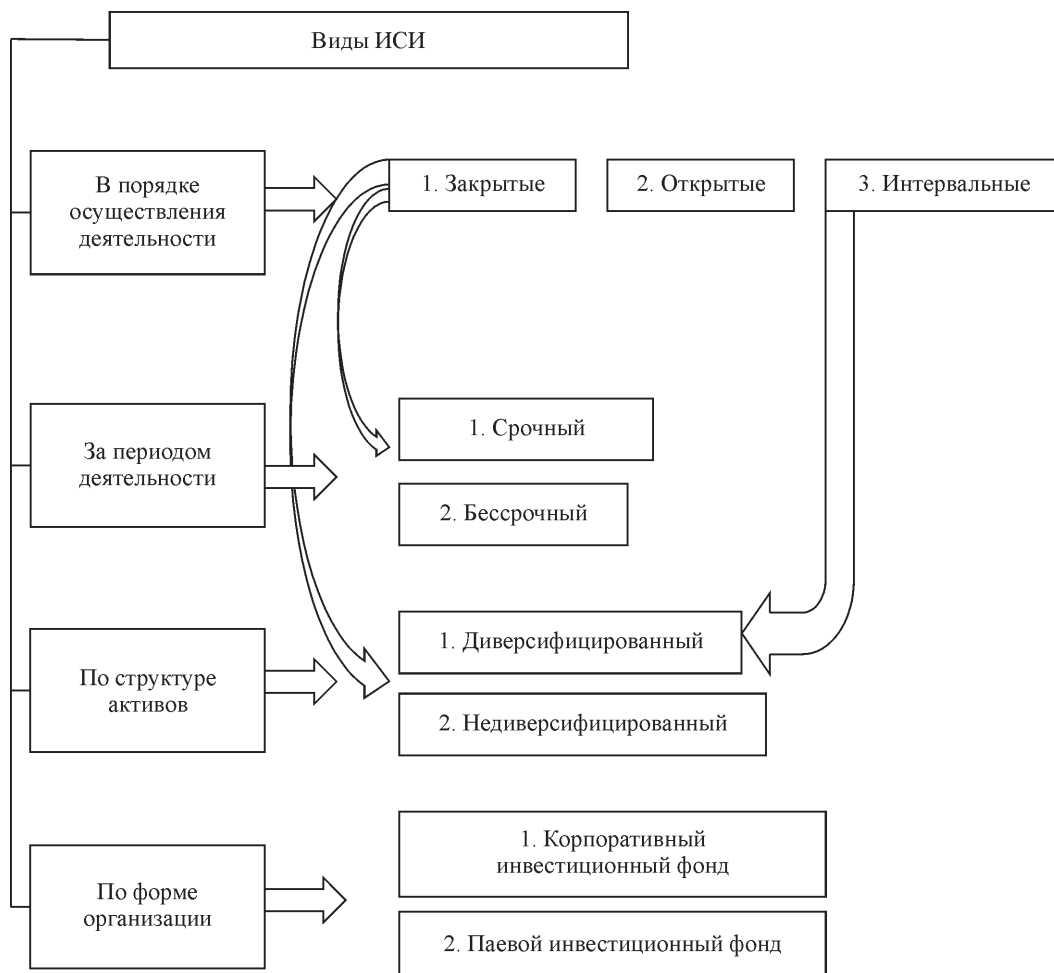


Рис. 2. Классификация видов ИСИ [2]

условий деятельности и конкуренции между ИСИ в рамках Сообщества; б) создания европейского рынка капиталов; в) применения общих принципов деятельности ИСИ; г) свободной продажи паев ИСИ на уровне Сообщества. Этой Директивой установлены следующие требования относительно структуры активов ИСИ (табл. 2).

В соответствии с Директивами Европейского союза ИСИ имеют право инвестировать в долговые обязательства не более 25 % своих активов. Сравнение требований относительно структуры активов Украины и Европейского союза позволяет сделать вывод о том, что отечественные ИСИ имеют право инвестировать наполовину больше, чем европейские ИСИ.

Деятельность ИСИ в Украине сталкивается с рядом проблем, среди которых:

- ликвидность активов на украинском рынке недостаточна;
- надежные финансовые инструменты являются дефицитными;
- непрозрачность отчетной информации о деятельности фондов [3].

Следует отметить, что деятельность ИСИ в Украине изучена пока недостаточно, со стороны участников финансового рынка имеет место недооценка преимуществ ИСИ по сравнению с другими альтернативами, такими, как банки, страховые компании, пенсионные фонды [4].

Рассмотрим динамику количества ИСИ в Украине (табл. 3).

В 2005–2007 гг. наблюдается стремительный рост количества ИСИ, что объясняется начальным этапом становления этих финансовых институциональных инвесторов в Украине.

Последующие 2008–2012 гг. характеризуются меньшим увеличением количества исследуемых финансовых посредников, причиной чему является кризисное и послекризисное состояние экономики страны, а также тот факт, что количество ИСИ на финансовом рынке Украины уже стало весьма значительным.

ИСИ постоянно развиваются, и их инвестиции в государственные ценные бумаги увеличиваются, о чем свидетельствуют данные табл. 4.

Т а б л и ц а 1

Требования относительно структуры активов ИСИ в Украине [2]

Вид активов ИСИ	Венчурные ИСИ, % к общей стоимости активов ИСИ	Недиверсифицированные ИСИ, % к общей стоимости активов ИСИ	Диверсифицированные ИСИ, % к общей стоимости активов ИСИ
Банковские депозитные счета и сберегательные сертификаты банков	Не более 50 %	Не более 50 % (но не менее 10 %)	50 % (но не более 10 % общей стоимости активов ИСИ)
Государственные ценные бумаги (ОВГЗ)	Без ограничений	Без ограничений	50 % (но не более 10 % в ценные бумаги одного выпуска)
Ценные бумаги и обязательства одного юридического лица	Без ограничений	Без ограничений	Больше 5 %
Акции и облигации иностранных эмитентов, допущенные к торгам	Без ограничений	Без ограничений	Больше 20 %
Объекты недвижимости	Не более 50 %	Не более 50 %	Больше 10 %

Т а б л и ц а 2

Требования относительно структуры активов ИСИ в соответствии с Директивами Европейского союза [5]

Вид активов ИСИ	Ограничение инвестирования, % к общей стоимости активов ИСИ
Депозиты	Не более, чем 20 % активов
Ценные бумаги, находящиеся в обращении (акции компаний, долговые обязательства, оборотные ценные бумаги)	40 % (но не более 5 % своих активов)
Ценные бумаги, гарантируемые государством – членом ЕС или государством, не являющимся членом ЕС	Не более 35 % активов
Долговые обязательства (облигации)	Не более 25 % активов
Ценные бумаги одного выпуска	Не более 30 % активов
Паи ИСИ и / или других институтов коллективного инвестирования	Не более 10 % активов

Т а б л и ц а 3

Динамика количества ИСИ в Украине 2004–2012 гг. [6, 7, 8]

Год	Всего ИСИ, шт.	Темп прироста ИСИ по сравнению с предыдущим, шт.	Темп прироста ИСИ по сравнению с предыдущим, %
2002	6	–	–
2003	29	23	383,3
2004	105	76	262,1
2005	284	179	170,5
2006	519	235	82,7
2007	834	315	60,7
2008	888	54	6,5
2009	985	97	10,9
2010	1095	110	11,2
2011	1125	30	2,7
2012	1222	97	8,6

Наибольшую долю инвестиции в ОВГЗ имеют открытые ПИФ, в которых в 2012 г. она составила более 18 процентов стоимости всех активов этих фондов. Но в абсолютном выражении больше всего в эти активы инвестируют закрытые ПИФ, в которых этот показатель в 2012 г. составил 10,5 млрд грн. Хотя в открытых ПИФ на современном этапе ОВГЗ занимают почти 1/5 всех активов, в абсолютном выражении сумма незначительна – лишь

1,3 млрд грн. Что касается интервальных ПИФ, то они вложили в 2012 г. в государственные ценные бумаги лишь 0,12 млрд грн (3,15 % стоимости всех активов).

Динамика инвестирования в ОВГЗ различных видов паевых инвестиционных фондов приведена на рис. 3.

Данные рис. 3 свидетельствуют о тенденции увеличения инвестиций различных ПИФ в госу-

Инвестиции паевых инвестиционных фондов в ОВГЗ [8, 9, 10]

Год	Открытые ПИФ		Интервальные ПИФ		Закрытые ПИФ		Всего инвестиций в ОВГЗ, млрд грн
	Всего инвестиций в ОВГЗ, млрд грн	Доля ОВГЗ в общих активах, %	Всего инвестиций в ОВГЗ, млрд грн	Доля ОВГЗ в общих активах, %	Всего инвестиций в ОВГЗ, млрд грн	Доля ОВГЗ в общих активах, %	
2005	0,00002	5,29	0,0000003	1,52	–	–	0,0000203
2006	0,23	4,98	0,05	1,55	–	–	0,28
2007	0,56	3,37	0,28	0,99	2,78	0,08	3,62
2008	0,20	8,29	0,21	5,69	3,82	0,48	4,23
2009	0,24	6,71	0,25	2,89	4,29	0,33	4,78
2010	0,28	13,27	0,25	1,41	7,78	0,85	8,31
2011	0,23	17,20	0,18	2,61	8,63	1,31	9,04
2012	1,30	18,23	0,12	3,15	10,50	1,60	11,92

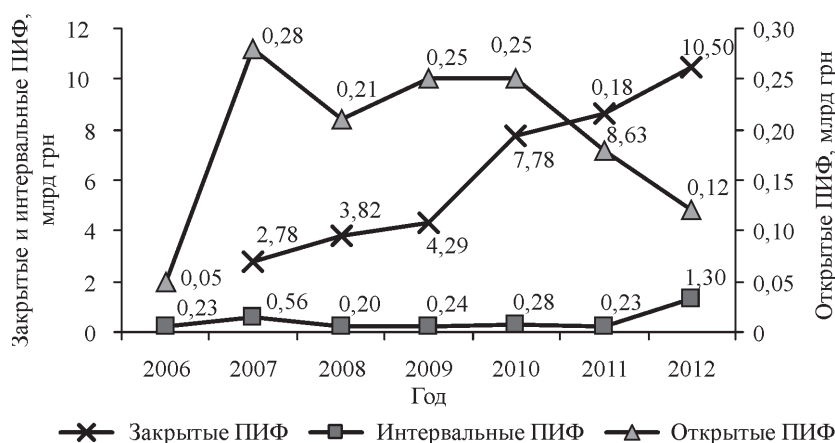


Рис. 3. Динамика инвестирования активов паевых инвестиционных фондов в ОВГЗ, млрд грн

дарственные ценные бумаги. При этом закрытые ПИФ инвестируют в государственные ценные бумаги в абсолютном выражении больше других фондов. Следует отметить, что доля инвестирования в ОВГЗ закрытыми фондами за период 2009–2011 гг. увеличилась на 7,72 млрд грн, или почти в четыре раза. Таким образом, основными инвесторами являются закрытые ПИФы.

Определим средние показатели динамики инвестиций в ОВГЗ на примере закрытых ПИФов. На основе данных, приведенных в табл. 5, проведем анализ необходимых показателей активов закрытых ИСИ за 2007–2012 гг.

Следует отметить, что недостатком средних показателей динамики при характеристике основной тенденции является использование в формуле только крайних уровней, т.е. зависимость от базисного уровня. Для количественной оценки основной тенденции можно использовать средние показатели динамики только в том случае, когда данные показатели из года в год существенно не меняются. Если же показатели изменяются (увеличиваются

или уменьшаются), то использование базисного уровня в расчете нецелесообразно, так как полученные расчеты будут ложными.

В нашем случае изменения показателей динамики существенные, соответственно нужно использовать методы, которые учитывают и промежуточные уровни (сглаживание и выравнивание).

Воспользуемся данным методом для расчета ОВГЗ в активах закрытых ИСИ (табл. 6).

В динамике закрытых ИСИ имеет место рост уровней, следовательно, основной является тенденция к росту. Для построения ряда ступенчатых средних перейдем от ежегодных уровней к средним за каждые три года. Из табл. 6 видно, что новый ряд динамики скользящих средних свидетельствует о тенденции к росту ОВГЗ в активах закрытых ИСИ.

Основная тенденция (тренд) может описываться с помощью математической функции

$$Y = f(t).$$

Для выбора формы тренда используем графический метод. Для вычисления уравнения прямой воспользуемся формулами

Таблица 5

Динамика ОВГЗ в активах закрытых паевых инвестиционных фондов

Год	Количество фондов	Инвестиции в ОВГЗ, млрд грн	Доля ОВГЗ в активах фондов, %
2007	34	2,78	–
2008	24	3,82	0,48
2009	34	4,29	0,33
2010	41	7,78	0,85
2011	45	8,63	1,31
2012	45	10,50	1,60

Таблица 6

Применение метода сглаживания на примере закрытых ИСИ

Год	ОВГЗ(Y), млрд грн	Трехлетняя скользящая сумма, млрд грн $Y_i = Y_{i+1} + Y_{i+2}$	Трехлетняя скользящая средняя, млрд грн $\frac{Y_i + Y_{i+1} + Y_{i+2}}{3}$
2008	3,82	–	–
2009	4,29	14,82	4,94
2010	7,78	20,16	6,72
2011	8,63	26,37	8,79
2012	10,50	–	–

$$\hat{Y}_t = a_0 + a_1 t, \quad (1)$$

$$a_1 = \frac{\sum Y_t}{\sum t^2}, a_0 = \frac{\sum Y}{n}. \quad (2)$$

Данным методом ставится и решается задача: из множества прямых найти ту, для которой сумма квадратов отклонений фактических данных от расчетных минимальна:

$$\sum Y - \hat{Y}_t \rightarrow \min.$$

Для данной цели решается система уравнений

$$\begin{cases} \sum Y = a_0 n + a_1 \sum t \\ \sum Y_t = a_0 \sum t + a_1 \sum t^2 \end{cases}, \quad (3)$$

где n – число единиц совокупности.

Для упрощения расчета значения t перенесем в середину ряда так, чтобы $\sum t = 0$.

Промежуточные расчеты схемы аналитического выравнивания ряда динамики по прямой для закрытых ИСИ приведены в табл. 7.

Рассчитаем средний абсолютный прирост ОВГЗ в активах закрытых ПИФ по формуле

$$\bar{\Delta} = \frac{Y_i - Y_{i-t}}{t}, \quad (4)$$

где $\bar{\Delta}$ – средний абсолютный прирост; Y_i – конечный уровень периода, за который производится расчет; i – номер конечного уровня; t – длина периода, за который производится расчет; Y_{i-t} – базисный уровень.

$$\begin{aligned} \bar{\Delta}_{2008-2012 \text{ гг.}} &= \frac{Y_{2012} - Y_{2008}}{5} = \\ &= \frac{10,5 - 3,63}{5} = 1,374 \text{ млрд грн.} \end{aligned}$$

Таблица 7

Динамика ОВГЗ в активах закрытых ИСИ

Год	ОВГЗ(Y), млрд грн	Трехлетняя средняя, млрд грн	t	Y_t	t^2	\hat{Y}_t
2008	3,63	–	–2	–7,26	4	3,174
2009	4,29	4,94	–1	–4,29	1	5,016
2010	6,9	6,72	0	0	0	6,858
2011	8,97	8,79	1	8,97	1	8,7
2012	10,5	–	2	21	4	10,542
Всего	34,29	–	0	18,42	10	34,29

Следовательно, за исследуемый период 2008–2012 гг., т.е. за пять лет ОВГЗ в активах закрытых ПИФ в среднем ежегодно увеличивались на 1,374 млрд грн.

Рассчитаем необходимые элементы для вычисления уравнения прямой для закрытых ПИФ (используя формулу 2)

$$a_1 = \frac{18,42}{10} = 1,842.$$

С учетом линейной тенденции инвестирования активов закрытых ПИФ в ОВГЗ в среднем ежегодно увеличивались на 1,842 млрд грн

$$a_0 = \frac{34,29}{5} = 6,858.$$

Теоретический уровень инвестирования в ОВГЗ закрытых ПИФ демонстрирует показатель a_0 , для которого номер года принят за ноль. Таким образом, получили следующее уравнение прямой:

$$\hat{Y}_t = 6,858 + 1,842t.$$

Построим линию тренда инвестирования активов закрытых ПИФ в ОВГЗ (рис. 4).

На основе изложенного выше можно сделать вывод о том, что в течение исследуемого периода с учетом тенденции к равномерному увеличению инвестирования в ОВГЗ инвестиции ежегодно увеличивались на 1,842 млрд грн.

Экстраполируем полученный тренд, т.е. продолжим выявленную тенденцию, за пределы периода 2007–2012 гг. На основе уравнения регрессии прогнозируемый уровень рассчитывается по формуле

$$\hat{Y}_{t+\tau} = a_0 + a_1(t + \tau), \quad (5)$$

где τ – период прогноза.

Используем предварительно рассчитанные элементы уравнения для прогноза инвестирования активов закрытых ПИФ в ОВГЗ на 2013–2016 гг. (табл. 8).

$$\hat{Y}_{2013} = 12,384; \hat{Y}_{2014} = 14,226;$$

$$\hat{Y}_{2015} = 16,068; \hat{Y}_{2016} = 17,91.$$

Т а б л и ц а 8

Прогнозные расчеты инвестирования активов закрытых ПИФ в ОВГЗ

Год	$\hat{Y}_{t+\tau}$	ОВГЗ, млрд грн
2008		3,82
2009		4,29
2010		7,78
2011		8,63
2012		10,50
2013*	$\hat{Y}_{2013} = 6,858 + 1,842(2 + 1)$	12,384
2014*	$\hat{Y}_{2014} = 6,858 + 1,842(3 + 1)$	14,226
2015*	$\hat{Y}_{2015} = 6,858 + 1,842(4 + 1)$	16,068
2016*	$\hat{Y}_{2016} = 6,858 + 1,842(5 + 1)$	17,91

* – Прогнозируемый уровень.

Следовательно, при условии сохранения линейной тенденции динамики инвестирования активов закрытых ПИФ в ОВГЗ можно прогнозировать, что в 2013 г. оно составит 12,384 млрд грн.

На рис. 5. представлены прогнозные уровни инвестирования активов закрытых ПИФ в ОВГЗ.

Учитывая результаты вычисления и графического изображения, можно сделать вывод о том, что в течение исследуемого периода, т.е. за 2008–2016 гг. с учетом тенденции к равномерному увеличению инвестирования активов закрытых ПИФ в ОВГЗ в среднем оно ежегодно увеличивалось на 1,842 млрд грн.

Таким образом, учитывая результаты проведенного анализа инвестирования активов закрытых ПИФ в ОВГЗ, можно сделать следующие выводы относительно развития ИСИ в Украине и привести основные меры для раскрытия и усиления инвестиционного потенциала данных фондов:



Рис. 4. Динамика инвестирования активов закрытых ПИФ в ОВГЗ Украины, 2007–2012 гг.

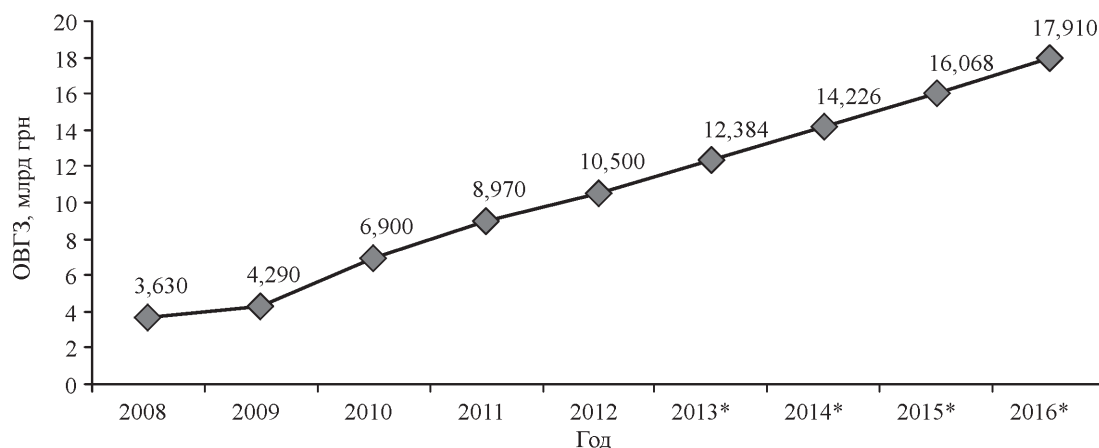


Рис. 5. Динамика инвестирования активов закрытых ПИФ в ОВГЗ, 2008-2016 гг. (прогнозный уровень)

1. Роль отечественных ИСИ постоянно растет.

Об этом свидетельствует проведенный анализ количества инвестиционных фондов и доли ОВГЗ в общих активах ИСИ. Считаем это положительной тенденцией украинской экономики, поскольку данные институциональные инвесторы (как и другие их виды) являются важным рычагом для подъема уровня инвестирования экономики страны.

2. Рост доли ОВГЗ в общих активах ИСИ также имеет большое значение. Свидетельством этого является в первую очередь доверие граждан к государственным ценным бумагам.

3. Дальнейшее развитие совместного инвестирования в Украине во многом связано с усовершенствованием регулирования этой сферы деятельности и разработкой украинского законодательства с учетом лучших зарубежных практик.

4. Развитие совместного инвестирования связано не столько с увеличением количества ИСИ, сколько с оценкой их структуры и качества их активов. Необходимо всесторонне исследовать деятельность ИСИ и информировать участников финансового рынка о результатах исследования. Это будет способствовать развитию института совместного инвестирования.

5. По состоянию на 2012 г. общая сумма инвестиций ПИФ в государственные ценные бумаги составила почти 12 млрд грн. При этом основными инвесторами выступали закрытые паевые инвестиционные фонды.

ЛИТЕРАТУРА

1. Положение «Об инвестиционных фондах и инвестиционных компаниях»: утв. Указом Президента Украины от 19 февраля 1994 г. № 55/94 (с изменениями, внесенными Законом № 2299-III (2299-14) от 15 марта 2001 г.).

2. Закон Украины «Об институтах совместного инвестирования (паевые и корпоративные инвестиционные фонды)» // Ведомости Верховной Рады Украины от 15 марта 2001 г. № 2299-III. – С. 103 (с изменениями и дополнениями № 4854-VI (4854-17) от 24 мая 2012 г.).

3. Змиенко Н. А. Институты совместного инвестирования: сущность, современное состояние, проблемы и перспективы [Электронный ресурс] / М. А. Змиенко. – Режим доступа: http://www.nbu.gov.ua/portal/Soc_Gum/Evkpi/2011/4GalEk%5C28.pdf

4. Колесник О. С. Институты совместного инвестирования: мировой опыт и украинские перспективы [Текст] / О. С. Колесник. – Киев, [б.в.], 2010. – 142 с. : Рис., Табл. – Библиогр. – С. 137–141.

5. Национальная комиссия, осуществляющая государственное регулирование рынков финансовых услуг. – Режим доступа: <http://www.dfp.gov.ua/>

6. Мошенский С. З. Фондовый рынок и институциональное инвестирование в Украине: влияние на инвестиционную безопасность государства: монография / С. З. Мошенский. – Житомир, 2008. – 432 с.

7. Колесник А. С. Институты совместного инвестирования: мировой опыт и украинские перспективы: монография / А. С. Колесник. – М., 2010. – 338 с.

8. Украинская ассоциация инвестиционного бизнеса. – Режим доступа: www.uaib.com.ua

9. Национальное рейтинговое агентство. – Режим доступа: «Рюрик» www.rurik.com.ua

10. Национальная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку: www.nssmc.gov.ua

Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана (Украина)

Рабцун Н. В., аспирант
E-mail: rabtsun_n@ukr.net
Тел.: +38-096-759-00-41

Kiev National Economic University named after Vadym Hetman (Ukraine)

Rabtsun N. V., Post-graduate Student
E-mail: rabtsun_n@ukr.net
Tel.: +38-096-759-00-41