

## АНАЛІЗ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ЦІЛЕЙ ФІНАНСОВИХ ПОСЕРЕДНИКІВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

У роботі розглядаються тенденції розвитку пенсійних й інвестиційних фондів в умовах розвитку фінансових ринків. Розвиток механізмів функціонування фінансових посередників, нових фінансових інструментів дозволяє стверджувати, що незабаром вони займуть важливе місце в структурі фінансових активів населення

In clause the tendencies of development of pension and investment funds in conditions of development of the financial markets are considered(examined). The development of mechanisms of functioning of the financial intermediaries new financial tools allows to assert(approve), that shortly they will borrow the important place in structure of financial actives of the population.

**Постановка проблеми в загальному вигляді.** Наукові праці, що стосуються розвитку інститутів фінансових посередників у країнах з перехідною економікою, значну увагу приділяють механізмам фінансового управління такого роду організаціями. Зокрема особлива увага приділяється механізму формування й управління портфелями цінних паперів. Але питання ідентичності цього процесу практично залишають поза зору. Основні розходження лежать, насамперед, в інституціональній організації й інвестиційних цілях. З огляду на це необхідно проаналізувати їхню подібність й розходження у частині залучення фінансових активів населення на ринок цінних паперів.

**Аналіз досліджень і публікацій останніх років.** Дослідження розвитку інвестиційних і пенсійних фондів у країнах з перехідною економікою присвячена достатня кількість робіт [1,с.97-110; 2,с.3-11; 3,с.281-286]. Однак, подібність механізмів їхнього функціонування не означає, що використовувані фінансові інструменти й способи залучення заощаджень населення ідентичні.

**Виділення невирішених частин загальної проблеми.** У нашій країні починають розвиватися такі інститути фінансового посередництва як пенсійні й інвестиційні фонди. З огляду на це, необхідно проаналізувати їхню подібність і розходження в частині залучення фінансових активів населення на ринок цінних паперів.

**Ціль статті.** Аналіз механізмів функціонування інвестиційних і пенсійних фондів з залучення заощаджень населення в умовах розвитку фінансового ринку.

**Виклад основного матеріалу.** Сьогодні в більшості країн світу саме на банки припадає основна роль у перерозподілі ресурсів економіки, саме вони виступають основним інститутом залучення тимчасово вільних коштів населення. У розвинених країнах діяльність банків жорстко регулюється й працює ефективна система банківського нагляду, а також найчастіше й різні схеми страхування депозитів, що робить їх надійним об'єктом залучення тимчасово вільних ресурсів. Однак у провідних індустріально розвинених країнах паралельно активно розвиваються небанківські фінансові інститути - насамперед пенсійні й інвестиційні фонди, страхові компанії.

Процес трансформації ролі банків, взаємодії й конкуренції з небанківськими фінансовими інститутами, знаходження власних специфічних ринкових ніш в умовах швидких ситуаційних змін на фінансових ринках у різних країнах протікає дуже неоднорідно.

При цьому абсолютне значення банків аж ніяк не падає - вони як і раніше займають унікальне місце серед інших фінансових посередників. Роль банків трансформується, відбувається певна зміна їхньої бізнес-моделі, банки адаптуються до нових реалій фінансової системи, і цей процес свідчить про її ускладнення. Так, наприклад, у США, де в період з 1980 по 1996 р. кількість банків скоротилося з 36 до 23 тисяч, а частка депозитів у структурі пасивів скоротилася з 76% в 1980 р. до 59% в 1995 р. [4, с. 95-96], економічна роль комерційних банків в економіці країни принаймні не зменшилася. Але справа в тому, що одночасно з відносним зменшенням балансових операцій різко зріс обсяг забалансових операцій. Традиційні банки усе більше перетворюються у фінансові конгломерати, що надають послуги, властиві компаніям по цінним паперам, страховим компаніям і портфельним управляючим: тобто можна говорити лише про те, що відносно зменшується значення традиційних банківських функцій з прийому депозитів і надання кредитів.

У багатьох країнах банки активізували свою діяльність на ринку цінних паперів. Відомі численні випадки придбання найбільшими світовими банками компаній з цінних паперів (Midland Bank - Samuel Montagu, Deutsche Bank - Morgan Grenfell, Dresdner Bank - Kleinwort Benson і ін.). Відбувається ослаблення й скасування обмежень на сполучення діяльності інвестиційних і комерційних банків (Канада, США, Японія). Банки всі частіше створюють дочірні компанії по цінним паперам, багато хто починає активно займатися управлінням фінансовими активами як шляхом створення власних підрозділів, так і шляхом придбання фірм з управління портфелями цінних паперів. Одним із наслідків зміни архітектури фінансових ринків є й те, що почала проявлятися до 80-90 р. XX в. тенденція до уніфікації двох основних моделей банківського бізнесу - універсальних банків і банків, що діють у рамках їхнього розподілу на комерційні й інвестиційні [4, с. 95-96].

Розвиток подій на фінансових ринках у перші роки XXI в. серйозно вплинув на діяльність усіх інститутів колективного інвестування. Пенсійні фонди США в силу більшої консервативності краще перенесли кризу на ринку акцій і в цей час істотно випереджають взаємні фонди по розміру активів. У Японії пенсійні фонди також випереджають за обсягами активів інвестиційні компанії, але пальма першості, безумовно, належить страховим компаніям.

У Європейських країнах поки спостерігається змішана картина - у деяких країнах пенсійні фонди впевнено посідають перше місце за обсягами активів, тоді як в інших країнах пенсійна реформа перебуває лише на проміжних етапах свого здійснення, і активи під управлінням пенсійних фондів виявляються усе ще невеликі.

Активний розвиток небанківських фінансових інститутів почався у другій половині двадцятого сторіччя. На розвинених ринках відносна частка банків скоротилася в першу чергу саме за рахунок інституціональних інвесторів - пенсійних фондів, страхових й інвестиційних компаній.

Мотивуючи свої дії вираженою тенденцією до старіння населення, багато держав відходять від звичної форми надання пенсійного забезпечення, створюючи стимули для самостійного нагромадження коштів на старість, на освіту, а також просто для створення фінансового резерву «на чорний день». Істотна частина активів, що раніше перерозподілялися через систему державних фінансів, виводиться на фінансові

ринки, що сприяє подальшому розвитку процесу сек'юритизації. У підсумку спостережена тенденція з продажу усе більш широким верствам інституціональних інвесторів, а через них і прямо населенню пайових активів у вигляді запропонованих для продажу цінних паперів, тобто передачу асоційованих з ними ризиків.

У підсумку на фондовий ринок виплискується потужний потік нових грошей, що призводить як до збільшення вартості активів, так і до розширення переліку торгуємих інструментів.

Ще одна проблема, що виникає зі зростанням активів під управлінням інвестиційних фондів і їхнього впливу, - питання голосування на загальних зборах акціонерів. Погляд на розвиток інституціональних інвесторів, спрямований під різним кутом зору відображає різні зрізи багатомірного процесу їхньої взаємодії з іншими учасниками фінансового ринку, яскраво проявляє особливості їхнього положення на фінансових ринках і ролі в їхньому функціонуванні.

Інтенсивне зростання активів інституціональних інвесторів у цілому призвів до того, що протягом останніх двох десятиліть вони стали власниками більше 50% акцій більшості американських компаній, а їхня частка в загальному обсязі капіталізації ринку наближається до 50%. [4, с. 95-96]

Особливо різке збільшення обсягу контрольованих цінних паперів відбулося на ринку акцій. При цьому у США рівень концентрації володінь досяг такого ступеня, що 10 найбільших взаємних фондів (найбільш великого виду інвестиційних фондів США) контролює 55% всіх акцій, що в управлінні взаємними фондами США. Такі процеси не могли не мати наслідків для здійснення корпоративного управління американських компаній. Розміри пакетів акцій, що належать інституціональним інвесторам, настільки великі, що у своїй сукупності вони в стані реально контролювати корпорації. У наслідок більшої розвиненості інститутів фондового ринку більше важелів впливу на компанії є в Англії й США. Інституціональним інвесторам, наприклад, в 1998 р., належало 86% акцій Amoco, 82% - General Motors; 74% - Mobil і 70% Citicorp. За даними американського Інституту інвестиційних компаній (Investment Company Institute), із загальної капіталізації американського ринку 15,1 тлрн дол. на початок 2001 р. взаємним фондам належало 21%. У той же самий час 20 найбільших пенсійних фондів США мали 8% акції 10 найбільші корпорації країни. [6]

Однак варто констатувати, що більшість же інституціональних інвесторів концентрується на управлінні портфелями акцій великої кількості компаній і, як правило, уникає залучення в поточні операції цих компаній. Навпаки, інституціональні інвестори за звичай надають управління компанії менеджменту, який одержує оцінку ефективності своєї роботи у вигляді зміни курсу акції. Якщо інвесторам не подобається політика вищого керівництва - вони просто продають акції. Цей принцип відомий як «правило Уолл-стріт». При цьому зміна ціни акцій має величезний вплив на здатність компанії залучати додатковий капітал, здійснювати придбання, використовуючи власні акції як оплату, а також залучати кращих менеджерів, пропонуючи їм опціони на акції.

Інституціональні інвестори, принаймні до недавнього часу, у більшості випадків залишалися пасивними інвесторами. Більше того, норми регулювання в деяких країнах такі, що перешкоджають установленню прямого контролю. Наприклад, у Європі страхові компанії не мають права здобувати контрольні пакети акцій у будь-яких інших галузях, крім самого страхування.

У нашій країні ще кілька років тому інституціональними інвесторами можна було назвати фактично лише банки. Роль інвестиційних і пенсійних фондів, страхових

компаній була вкрай невелика. Та й сам фінансовий ринок дуже сильно відрізнявся від свого сьогоднішнього стану. Роль інституціональних інвесторів, професійних керуючих активами була на порядок менше.

Розвиток законодавчої бази на фінансовому ринку України створило велике поле для швидкого зростання пенсійних, інвестиційних фондів, страхових компаній. Їхнє зростання триває, з'явилися перші ознаки наближення стадії зрілості, протягом двох-трьох десятиліть ці групи інвесторів зможуть піднести більші сюрпризи й зайняти істотно більше місце на фінансових ринках, далеко випередивши банки.

Інвестиційні фонди споконвічно створювалися саме для залучення інвестицій приватних осіб, а надалі й широких верств населення. І до сьогоднішнього дня інвестиційні фонди залишаються орієнтованими, як правило, на масового роздрібного клієнта (за винятком сектора інституціональних фондів). З населенням працюють і пенсійні фонди, однак їхня робота здійснюється як правило опосередковано, за посередництвом роботодавця, і при цьому ліміти щорічних норм відрахувань установлюються законодавством. На роздрібних клієнтів орієнтовані й компанії за страхування життя.

Банки й страхові компанії мають більше змішаний бізнес, працюючи як з населенням, так і з компаніями, при цьому пропорції, займані цими групами клієнтів, досить гнучкі й можуть істотно варіюватися із часом.

Крім цього, найважливішим фактором зростання частки фінансових активів населення, що приходяться на інвестиційні фонди, є той факт, що інвестиційні фонди виявляються єдиним інструментом, що дає можливість взяти участь у бурхливому росту ринку акцій. Фактично, єдиною альтернативою можуть бути прямі вкладення в акції, що, однак, спричиняє істотно більші витрати у вигляді необхідності самостійного управління інвестиційним портфелем, а також істотно більше низьких можливостей з диверсифікованості активів і більше високих комісійних. Ще одним інструментом можуть бути пенсійні плани з фіксованими внесками, але в цьому випадку більшу частину рішень приймає роботодавець, а працівники практично не мають шансів змінювати умови цих планів.

Ще одне принципово важливе рішення полягає в тому, якою частиною своїх фінансових активів населення готове управляти самостійно, а яку - передавати в руки інституціональних інвесторів. Інвестиційні ресурси, що залишилися після обов'язкових платежів і видатків на споживання, розподіляються на довгострокові й короткострокові вкладення й уже надалі згідно об'єкту інвестування.

Слід зазначити ще один важливий момент. Серед доступних об'єктів інвестування знову таки можна виділити основні групи - вкладення, жорстко гарантуючий певний рівень прибутковості, або відсутність таких гарантій в обмін на потенційно більш високу прибутковість. Саме таким об'єктом інвестування і є інвестиційні фонди. При цьому для населення інвестиційні фонди є відносно новим продуктом, що може на перший погляд виявитися складним для вивчення у порівнянні із традиційними інструментами.

При цьому простежується зворотний зв'язок між рівнем гарантованого державою пенсійного забезпечення й схильністю населення до заощаджень, формуванню особистих активів. Так, наприклад, відносно низький рівень державного пенсійного забезпечення у Великобританії призводить до збільшення інвестування домогосподарствами своїх особистих заощаджень для цілей пенсійного забезпечення й збільшення вкладень у пенсійні фонди й компанії з страхування життя. Напротивагу, у більшості країн Північної Європи, відносна щедрість державної системи пенсійного

забезпечення й менша схильність населення до ризику призводить до переваги вкладень на депозити й в інструменти з фіксованою прибутковістю.

Діяльність різних груп інституціональних інвесторів на фінансовому ринку тісно взаємозалежна між собою. З ускладненням фінансового ринку, появою нових фінансових продуктів, диверсифікованістю пропозиції фінансових послуг виникають нові точки перетинання й арени конкурентної боротьби. Аналіз показує, що на фінансовому ринку України складається класичний ринок монополістичної конкуренції. При цьому якщо ніші двох різних продуктів недостатньо «розведені» між собою, то виникають ситуації, коли нова група продуктів, нехай навіть та що має зовсім іншу інституціональну організацію й базується на дії інших економічних процесів і діяльності інших видів фінансових інститутів, виявляється близька, з функціональної точки зору, до раніше існуючих продуктів і вступає з ними в опосередковану, а то й пряму конкуренцію. Так, наприклад, давно відоме страхування життя вступило в конкуренцію із продуктами, запропонованими пенсійними й інвестиційними фондами.

При цьому залежно від культурно-історичних традицій, менталітету населення й учасників фінансового ринку, першість залишається за різними продуктами. Крім того, у силу різної фундаментальної основи, принципів перерозподілу ризиків відповідними фінансовими інститутами, запропоновані продукти відрізняються високим ступенем еластичності стосовно стану фінансового ринку.

Так наприклад, виплати за контрактами страхування життя, на відміну від інвестицій у пенсійні й взаємні фонди, практично не залежать від стану фінансових ринків. Тому в підсумку попит на ці фінансові продукти буде мінятися в протилежні сторони залежно від кон'юнктури, а їхнє грамотне сполучення дозволить створити більш збалансований «пенсійний портфель». Якщо ринкові ніші запропонованих продуктів як і раніше близькі, але при цьому розведені в більшій мірі (що не дозволяє цим продуктам вступати в пряму конкуренцію), то найчастіше вони вдало доповнюють один одного. Так, наприклад, у портфелях пенсійних фондів можуть бути популярні страхові продукти, зокрема «гарантовані інвестиційні контракти».

Слід зазначити, що швидкий розвиток пенсійних фондів викликано, не тільки змінами в сутності процесів, що відбуваються на фінансових ринках, а скоріше було ініційовано й підтримувалося дією зовнішніх факторів, насамперед нормативних. Глибинною причиною бурхливого росту цієї групи інвесторів стало сполучення двох об'єктивних процесів, що мають соціально-економічне й політичне коріння. Насамперед, це демографічні зрушення, що призводять до збільшення частки літнього населення в суспільстві й прийняте на політичному рівні рішення про перекладання тягаря пенсійного забезпечення населення й пов'язаних із цим ризиків на саме населення і як наслідок рішення про формування накопичувальних пенсійних систем, і інвестуванні зібраних коштів на фінансовий ринок.

Якщо розглянути взаємозв'язок між пенсійними й інвестиційними фондами, то необхідно відзначити, що ці дві групи фондів дуже близькі по своїй природі. Механізм їхнього функціонування практично ідентичний - основні розходження лежать, насамперед, в інституціональній організації й інвестиційних цілях.

Істотна частина коштів пенсійних планів вносяться на рахунки працівників роботодавцем. При цьому, як правило, працівник має можливість вносити додаткові гроші на свій рахунок. У зв'язку з цим контроль ефективності роботи пенсійних фондів, вибір стратегії інвестування лежить на роботодавці. У порівнянні зі звичайними інвестиційними фондами пенсійні фонди додержуються більш консервативної

стратегії інвестування, при цьому серйозна частина портфеля найчастіше «індексується», формується таким чином, щоб повторювати рух одного із провідних індексів. Як правило, пенсійні фонди розподіляють портфель активів між декількома різними зовнішніми керуючими компаніями, що спеціалізуються на конкретних областях інвестиційного ринку, тільки одиниці пенсійних фондів управляються «зсередини». Така диверсифікованість дозволяє їм при загальній консервативності портфеля вкладати певну частину активів в операції з підвищеним рівнем ризику - наприклад, викуп компаній з використанням позикових коштів, ворожі поглинання, інвестиції у венчурні фонди.

Класичні інвестиційні фонди (взаємні фонди) більше універсальні. Вони мають більшу схильність до ризику й менший обрій вкладень. При цьому вони, як правило, пропонуються конкретним інвесторам що управляють компаніями, тобто управляються зсередини. Крім того, інвестиційні фонди мають тематичну спрямованість, спеціалізацію.

Відзначимо ще один процес, що показує, наскільки тісно взаємозалежні різні групи фінансових посередників. Так, класичні інвестиційні фонди створюються й управляються компаніями що управляють, які крім управління цими фондами, як правило, пропонують послуги з управління активами й іншими клієнтами - пенсійним фондам, банками, страховим компаніям, роблять послуги по інвестиційному консультуванню. У такому випадку виходить, що інвестиційний фонд виступає лише в ролі одного з портфелів цінних паперів, орієнтований на роздрібних клієнтів і керований поряд з іншими портфелями.

Досить часто в розвинених країнах можна зустріти й такі приклади, що коли компанії, що управляють взаємними фондами, управляють або роблять послуги по інвестиційному консультуванню й найчастіше здійснюють безпосереднє управління великої частини коштів пенсійних фондів. При цьому нерідко частина «пенсійних грошей» безпосередньо віддається під управління у звичайні інвестиційні фонди.

Таким чином, у міру зростання популярності пенсійних й інвестиційних фондів в Україні вони стануть займати важливе місце в структурі фінансових активів населення. Чим більше частка населення в активах якої-небудь групи фінансових посередників, тим сильніше буде залежність між динамікою положення цієї групи фінансових посередників у структурі фінансових активів населення й положення цієї групи фінансових посередників у структурі інвесторів на фінансовому ринку.

### Література:

1. Мильчакова Н. Ефективність фондового ринка: інституціональний підхід//Питання економіки - 2004 р. - №5. - с.97-110.
2. Папієв М. Міжнародний досвід реформування пенсійного забезпечення //Україна: аспекти праці. - 2004. - №1. - с. 3-11.
3. Кублікова Т.Б. Тенденції розвитку інститутів колективного інвестування //ОДЕУ, Вісник соціально-економічних досліджень - 2006 р. - №6. - с. 281-286.
4. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития // Москва, Финансовая академия при Правительстве РФ 1996 г., с. 95,96.
5. Pozen R., The Mutual Funds Business, 2nd edition, Houghton Mifflin Company, Boston-New, York, 2001,p.481.
6. www.ici.org.