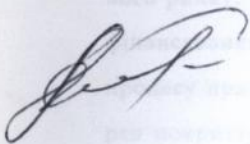


КИЇВСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

На правах рукопису



ЛЕОНОВ Дмитро Анатолійович

ІНВЕСТИЦІЙНІ ФОНДИ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

Спеціальність 08.04.02 - Державні фінанси і податки

АВТОРЕФЕРАТ

дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

КИЇВ - 1996



ЛНБ ім. В. Стефаника



00112148 (H)

AB 36.560

Дисертація є рукописом.

336  
Роботу виконано на кафедрі фінансів Київського державного економічного університету.

Науковий керівник : Заслужений діяч науки України,

доктор економічних наук,

професор ФЕДОСОВ В.М.

Офіційні опоненти : доктор економічних наук,

професор СТЕПАНЕНКО В.О.

кандидат економічних наук,

ЗАБОЛОТНИЙ В.М.

Провідна установа : Науково-дослідний фінансовий інститут при

Міністерстві фінансів України

Захист дисертації відбудеться "30" січня 1997 р. о 14<sup>00</sup>  
годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д.01.53.03 у Київському державному економічному університеті за адресою:

252057, м.Київ, пр.Перемоги, 54/1, ауд. 214.

З дисертацією можна ознайомитись в бібліотеці Київського державного економічного університету.

Автореферат розісланий "26" грудня 1996р.

Вчений секретар спеціалізованої вченої ради, кандидат економічних наук, доцент

А.М.Поддерьогін

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність і ступінь дослідженості теми дисертації.

Процес переходу економіки України до ринкових методів управління зумовив докорінні зміни в системі державного регулювання, зокрема в галузі інвестиційної діяльності та фінансового ринку. Поступова відмова від централізованого державного фінансування інвестиційної діяльності підприємств, прискорення процесу приватизації, перехід від емісійних до неемісійних джерел покриття бюджетного дефіциту дали поштовх пошукам нових ринкових механізмів акумулювання та перерозподілу фінансових ресурсів. Одним з таких механізмів, що ефективно використовується в розвинутих країнах світу, є фінансовий ринок, інструментами якого виступають цінні папери. В багатьох країнах з перехідною економікою фінансовий ринок також знаходить досить активне застосування, в першу чергу, як гнучкий механізм роздержавлення власності шляхом випуску та розподілу серед громадян державних цінних паперів зі специфічними властивостями - правом обміну на частки державної власності в підприємствах, що приватизуються. Проте, розвиток фінансового ринку в цих країнах, зумовлений процесами, що відбуваються в загальнодержавному масштабі, не завжди відповідає темпам зростання реальних фінансових ресурсів інвесторів, а також їх інформованості та досвіду (в першу чергу це стосується дрібних інвесторів-фізичних осіб). Інвестиційні рішення, прийняті під впливом реклами в засобах масової інформації, не підкріплені кваліфікованим фінансовим аналізом, частіше призводять не до очікуваних доходів, а до втрати інвестованих коштів, що вже стало звичним для населення пост-соціалістичних країн і, на жаль, не обминуло громадян України. До того ж, незначний

розмір коштів у пересічного дрібного інвестора не дозволяє йому диверсифікувати власні інвестиції, що значно підвищує для нього інвестиційний ризик.

Здійснення інвестиційної діяльності дрібними або некваліфікованими інвесторами у країнах з розвиненим фінансовим ринком вирішується за допомогою розгалуженої мережі спеціалізованих фінансових інститутів. Провідне місце серед таких фінансових інститутів в галузі обслуговування дрібних інвесторів, схильних до інвестування у цінні папери, займають інвестиційні (взаємні) фонди. Виключним видом їхньої діяльності є акумулювання коштів переважно дрібних інвесторів та ефективного їх інвестування шляхом формування та керівництва єдиним портфелем цінних паперів.

Дослідженню окремих проблем інвестиційної діяльності та фінансового ринку присвячені роботи українських економістів І.А.Бланка, М.А.Гольцберга, В.М.Суторміної, В.М.Федосова, Л.М.Хасан-Бек. В Росії дослідження в галузі цінних паперів та теорії портфеля знайшли відбиток в роботах Б.І.Альохіна, В.Д.Мілоvidoва, Я.М.Міркина, А.А.Первозванського, Т.Н.Первозванської, А.С.Чеснокова, В.К.Шенаєва та інших. Серед досліджень західних вчених, які внесли значний вклад в розробку проблем фінансового ринку, фінансових інститутів та портфельної теорії слід виділити роботи А.Адамса, Р.Ауербаха, М.Грубера, Е.Елтона, Р.Кодба, Г.Марковича, М.Міллера, А.Пігу, Дж.Гобіна, І.Фама, В.Шарпа, Й.Шумпетера та багатьох інших відомих економістів. В той же час, в Україні, на жаль, майже немає досліджень, спеціально присвячених місцю і ролі, яку відіграють інвестиційні фонди на фінансовому ринку. Тому вивчення досвіду провідних країн світу в галузі функціонування інвестиційних фондів та його творча обробка з метою створення

найбільш прийнятної для конкретних економічних умов моделі функціонування інвестиційних фондів, є безумовно актуальним.

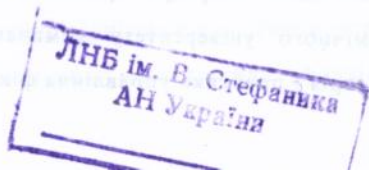
Саме актуальність, науково-теоретична і практична важливість проблеми, її недостатнє вивчення і обґрунтування в Україні обумовили вибір теми дисертаційного дослідження.

Мета і основні завдання наукового дослідження. Мета дисертаційного дослідження полягає в обґрунтуванні напрямків розбудови системи державного регулювання діяльності інвестиційних фондів на фінансовому ринку України на основі проведення комплексного аналізу її становлення і розвитку з використанням надбань світової практики.

Для досягнення поставленої мети вирішується ряд завдань, головними з яких є:

- узагальнити надбання історичного досвіду становлення інвестиційних фондів та методів державного регулювання їхньої діяльності на прикладі фінансового ринку США;
- проаналізувати сучасні тенденції розвитку інвестиційних фондів на фінансових ринках США, Канади та України;
- розробити систему класифікації інвестиційних фондів;
- розглянути принципи та основні моделі здійснення інвестицій фондів в цінні папери;
- проаналізувати недоліки і обґрунтувати напрямки вдосконалення існуючих в Україні методів державного регулювання діяльності інвестиційних фондів.

Предметом дослідження є грошові відносини, які виникають між інвестиційними фондами та іншими суб'єктами фінансового ринку в процесі акумулювання та використання коштів спільного інвестування шляхом формування та управління портфелем цінних паперів.



Об'єктом дослідження є інвестиційні(взаємні) фонди, форми та напрямки їхньої діяльності, пов'язаної з мобілізацією та забезпеченням ефективного управління коштами інвесторів.

Методологічну основу дисертаційної роботи становить розвиток економічної теорії, дослідження провідних фахівців в галузі інвестиційної діяльності та фінансового ринку.

Виконана робота базується на комплексному підході до вивчення розвитку діяльності інвестиційних фондів. В процесі дослідження причинно-наслідкових зв'язків застосовувались прийоми групування, динамічних порівнянь, балансової ув'язки, графічного зображення даних.

Статистичну і фактологічну основу дослідження складають законодавчі та нормативні акти, що регулюють порядок функціонування інвестиційних фондів, матеріали Міністерства фінансів України, Фонду державного майна України, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Міністерства статистики України, Української фондової біржі, Української Асоціації Інвестиційного Бізнесу щодо діяльності цих фінансових інститутів та окремих інвестиційних(взаємних) фондів. У роботі над дисертацією використовувалися матеріали Інституту Інвестиційних компаній США, звітність інвестиційних фондів Канади та України, статистичні видання, наукові праці українських та зарубіжних економістів, матеріали науково-практичних конференцій, семінарів, рекомендації міжнародних експертів з проблем фінансового ринку та діяльності інвестиційних фондів, довідкова, періодична література та інші публікації.

Дисертація виконана як складова частина розроблюваних колективом кафедри фінансів Київського державного економічного університету комплексних науково-дослідних тем "Теорія і практика управління фінансами в умовах ринкової еко-

номіки” (номер державної реєстрації 0196У007509) та “Бюджетний механізм в системі ринкових відносин”(номер державної реєстрації ИАО1002606Р).

Теоретична цінність, наукова новизна дисертації та особистий внесок автора в розробку проблеми полягають у наступному:

- показано генезис і еволюцію інвестиційних фондів на фінансових ринках США, Канади та України і виділено чинники та етапи розвитку системи державного регулювання їхньої діяльності;

- узагальнений світовий досвід механізму функціонування, групування та класифікації інвестиційних фондів;

- досліджено еволюцію принципів та моделей здійснення інвестицій фондів в цінні папери;

- дано розгорнутий критичний аналіз існуючої в Україні моделі функціонування інвестиційних фондів та механізму державного регулювання їхньої діяльності на фінансовому ринку;

- обгрунтовано підходи до вдосконалення існуючої системи методів державного регулювання діяльності інвестиційних фондів в Україні та її подальшої трансформації у відповідності до світових стандартів.

Практична цінність, апробація та публікації результатів наукового дослідження. Основні положення дисертаційного дослідження, крім наукового, мають також практичне значення і можуть бути використані в процесі розвитку фінансового ринку України та вдосконалення системи державного регулювання діяльності інвестиційних фондів. Результати наукового дослідження обговорювалися на засіданнях кафедри фінансів Київського державного економічного університету. Рекомендації автора з питань організації діяльності інвестиційних фондів в

Україні доповідалися на науково-практичних конференціях "Засади бухгалтерського обліку, звітність, порядок оцінки чистих активів, оподаткування та аудит в інвестиційних фондах та компаніях", проведених Українською Асоціацією Інвестиційного Бізнесу (28-29 вересня та 18-19 грудня 1995р., Київ). Вони знайшли відображення в опублікованих автором 3-х роботах загальним обсягом 6.75 друкованих аркушів.

#### Рівень реалізації та впровадження наукових розробок.

Основні положення дисертаційної роботи використовуються в Київському державному економічному університеті в процесі викладання курсів "Фінанси" та "Фінансовий ринок", а також складають основу курсу лекцій, які читаються автором в Міжнародному центрі приватизації, інвестицій та менеджменту (Київ). На основі результатів дослідження надіслані пропозиції щодо вдосконалення системи державного регулювання фінансового ринку до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, які отримали позитивну оцінку.

Структура та обсяг дисертаційної роботи. Відповідно до мети, завдання та логіки дослідження визначена структура роботи, яка складається із вступу, трьох глав, висновків і бібліографічного списку з 163 найменувань, додатків у вигляді 16 таблиць, 20 малюнків та діаграм.

У "Вступі" автором визначені предмет, об'єкт, мета та основні завдання наукового дослідження, обґрунтовані його теоретичне та практичне значення, актуальність і ступінь дослідженості теми дисертації. У першій главі показано становлення і розвиток інвестиційних фондів на фінансових ринках США, Канади та України та узагальнений світовий досвід їх групування та класифікації. Друга глава присвячена дослідженню еволюції теоретичних засад, принципів та моделей здійснення

інвестицій фондів в цінні папери. В третій главі дано розгорнутий критичний аналіз механізму державного регулювання діяльності інвестиційних фондів на фінансовому ринку України та обґрунтовано підходи до вдосконалення і подальшої трансформації існуючої моделі цих фінансових інститутів у відповідності до світових стандартів. Висновки містять у собі основні рекомендації автора, зроблені ним за результатами проведеного дослідження. Загальний обсяг дисертації становить 178 сторінок машинописного тексту.

## ОСНОВНІ ПОЛОЖЕННЯ І РЕЗУЛЬТАТИ ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ.

В дисертації розглянуто три групи проблем.

Першу групу складають проблеми становлення, місця та ролі інвестиційних фондів на фінансовому ринку.

Дослідження розвитку інвестиційних фондів проводилися автором, перш за все, на базі матеріалів про фінансові ринки трьох країн : Сполучених Штатів Америки, Канади та України.

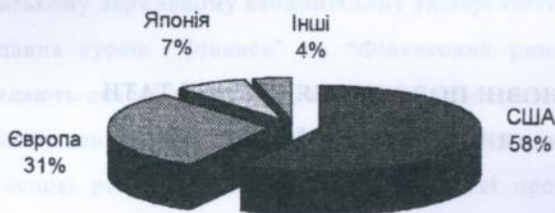
Вибір саме цих фінансових ринків був зумовлений декількома факторами: по-перше, інвестиційні фонди, які працюють на фінансових ринках цих країн, найбільш близькі між собою за формою організації ; по-друге, американські інвестиційні фонди і модель державного регулювання їхньої діяльності на фінансовому ринку мають одну з найстаріших історій у світі; по-третє, американські інвестиційні фонди посідають перше місце в світі за обсягом активів - на них припадає біля 60% загальної вартості активів інвестиційних фондів у світі; в четвертих, інвестиційні фонди США та Канади є однією з груп фондів, що розвиваються

найбільш динамічно. Це підтверджує зростання кількості новостворених інвестиційних фондів у цих країнах. В 1995 р. майже 45% інвестиційних фондів в США становили фонди створені менш ніж за 3 роки, в Канаді аналогічний показник становить біля 46%.<sup>1</sup>

**Діаграма 1.**

**Розподіл сумарних активів інвестиційних фондів**

**в різних регіонах світу у 1996 р.<sup>2</sup>**



Грунтуючись на результатах історичних досліджень функціонування інвестиційних фондів розвинутих країн світу, а також процесу їхнього становлення в Україні, автор робить узагальнюючий висновок про цілковиту залежність процесу становлення цих фінансових інститутів від темпів і напрямків розвитку фінансового ринку, зумовлених особливостями розвитку економіки окремих країн і світової економіки в цілому. В економічній історії кожної з розглянутих країн можна виділити ключовий момент, який надав поштовх розвитку національного фінансо-

<sup>1</sup> - Розраховано за даними: Investment Company Institute, Mutual Fund Factbook 1991 ; The Economist, october, 21st, 1995, p.89; The Globe and Mail, 1995, July, 20, pp. C4-C8

<sup>2</sup> - Cadogan Financial , october, 1996, p.1; The Economist: october, 21st, 1995, p.89, june, 1st, 1996, p.73 ; розрахунки автора

вого ринку, залученню до участі в ньому широких верств дрібних інвесторів і розвитку нових фінансових інститутів.

Для фінансового ринку США такими моментами стали періоди економічного буму у 80-90 роки XIX століття, після закінчення Громадянської війни, коли сформувалися перші закриті інвестиційні фонди, та середини 20-х років XX століття, коли виникли фонди відкритого типу. На фінансовому ринку України переломний момент настав у 1995 році з початком масової приватизації шляхом перетворення державних підприємств в відкриті акціонерні товариства та аукціонного продажу їх акцій. Саме в цей період зареєстровано близько 3/4 існуючих в Україні закритих інвестиційних та взаємних фондів, хоча правовий механізм їх існування був закладений ще на початку 1994 року.

В результаті проведеного дослідження можна констатувати, що місце інвестиційних фондів на фінансовому ринку визначається не стільки обсягами їх інвестицій в цінні папери, хоча цей показник досить високий (загальна сума інвестицій усіх фондів в світі в 1995 р. склала 5101 млрд.дол.США)<sup>1</sup>, скільки тими функціями, які вони виконують на цьому ринку. Саме потреба забезпечення дрібних інвесторів з невеликими індивідуальними коштами можливістю диверсифікувати свої інвестиції в цінні папери, як це роблять власники крупних капіталів, і визначає головний напрямок діяльності інвестиційних фондів. Тому, крім загальних вартісних показників роботи фондів, досить важливу роль відіграють також показники кількості їх учасників(акціонерів), яких стає дедалі більше. Так, в США активами інвестиційних фондів володіють 33% американських сімей, у Франції - 25%.<sup>2</sup> За нашими оцінками на початок 1997 року, в

1. Cadogan Financial, october, 1996, p.1

2. The Economist, october, 21st, 1995, p.89; Cadogan Financial, october 1996, p.5

Україні послугами інвестиційних(взаємних) фондів при здійсненні свого права на придбання акцій приватизованих підприємств скористалося близько 24% громадян.

В дисертації робиться висновок про те, що швидке зростання інвестиційних фондів є довгостроковою тенденцією. Головними її чинниками на Заході є : зростання компетенції дрібних інвесторів та їх вимог до “прозорості” операцій з належними їм коштами; використання іншими фінансовими інститутами (насамперед пенсійними фондами і страховими компаніями) коштів своїх вкладників для інвестування через фонди, що одночасно підвищує їх прибутковість та знижує ризик інвестицій і витрати на управління; велика кількість інвестиційних фондів різних видів, розрахованих на інвесторів з різною схильністю до ризику та вимогами доходності вкладень; більш пільговий (ніж у безпосередніх інвестицій в цінні папери) режим оподаткування вкладень в інвестиційні фонди; досить жорсткий режим державного регулювання діяльності інвестиційних фондів, який дозволяє запобігати зловживанням; висока репутація спонсорів(засновників) та керуючих цих фондів.

Дисертантом особливо підкреслюється, що в усіх країнах світу розвиток системи державного регулювання діяльності інвестиційних фондів був зумовлений в першу чергу необхідністю захисту інтересів дрібних інвесторів. Аналіз еволюції американських інвестиційних фондів дозволив визначити найбільш характерні проблеми, які виникають в процесі їх становлення, та методи запобігання їх негативним наслідкам для інвесторів. Фактично, суттєві різновиди зловживань в діяльності інвестиційних фондів, виявлені в процесі аналізу перших етапів їх функціонування в США, характерні також для України. Серед них: використання керуючими інвестиційних фондів коштів

інвесторів на фінансування власних комерційних структур; розрахунок чистих активів таким чином, що викуп акцій у керівництва фонду здійснюється за курсом набагато вищим, ніж у пересічних інвесторів; виплата дивідендів як прибутку на вкладений інвесторами капітал замість розподілу отриманого фондом доходу від інвестицій; зміни інвестиційної політики фонду без згоди акціонерів і т.і.

Проведене дослідження виявило і підтвердило, що послідовність і ефективність заходів щодо розбудови системи державного регулювання діяльності інвестиційних фондів в значній мірі обумовлена розумінням державними органами влади і управління економічної природи, сутності, місця і ролі цих нових фінансових інститутів на фінансовому ринку. Результати прийнятих державою рішень знаходять відбиток: по-перше, в системі законодавчих та нормативних актів, які регулюють діяльність суб'єктів фінансового ринку; по-друге, в створенні спеціалізованих державних структур, призначених контролювати виконання суб'єктами фінансового ринку положень діючого законодавства. В той же час, відсутність достатнього практичного досвіду функціонування інвестиційних фондів в Україні та спроби вирішити за допомогою них поточні завдання приватизації призвели до внутрішніх неузгодженостей розробленої моделі функціонування інвестиційних фондів та нечіткого тлумачення окремих понять, термінів, показників та фінансових інструментів (аналізу цих проблем автором присвячений окремий розділ дисертаційного дослідження).

В дисертації доводиться, що для ефективного регулювання фінансового ринку однієї системи державних органів, навіть з чітко визначеними широкими повноваженнями, замало. Потрібна науково обгрунтована система норм і механізмів

функціонування суб'єктів ринку, втілена в чітко узгоджену низку нормативних актів, контроль за дотриманням яких повинна здійснювати держава. Безумовно, без глибокого теоретичного дослідження сутності та принципів функціонування інвестиційних фондів на фінансовому ринку неможливе створення адекватної системи державного регулювання їх діяльності. В зв'язку з цим, значна увага приділена автором саме питанням еволюції принципів здійснення фондами інвестицій в цінні папери і, зокрема, розвитку теорії портфелю, що становить другу групу проблем, висвітлених в дисертації.

Дослідження етапів становлення портфельної теорії має, крім того, неабияку практичну цінність, оскільки вона формувалася і еволюціонувала паралельно з розвитком фінансового ринку. Тому деякі методи та моделі, які виникали в процесі становлення фінансового ринку (наприклад, теорія "фільтру") можуть з успіхом застосовуватися в Україні вже зараз. Інші, більш складні статистичні моделі, за браком необхідної інформації на "неефективних" сегментах ринку, можуть застосовуватися лише в окремих випадках (наприклад, на ринку державних цінних паперів).

Аналіз портфельної теорії дозволяє вирішити ще одну проблему, яка виникає в умовах швидкого розвитку інвестиційних фондів на фінансових ринках. Цією проблемою є розробка методології їх класифікації та групування. Саме знання типу фонда дає некваліфікованому інвестору першу інформацію про методи його роботи з інвестором, його інвестиційну стратегію (стратегію формування та управління портфелем цінних паперів) та ступінь ризику і прибутку по вкладеннях в цей фонд. Крім того, вирішення проблеми класифікації дозволяє простежити динаміку показників та розвиток однорідних груп фондів з метою

прогнозування тенденцій розвитку як самої системи інвестиційних фондів, так і напрямків розвитку фінансового ринку в цілому. Проблему класифікації та групування інвестиційних фондів дисертант вирішує шляхом порівняння методик та класифікаторів найбільш відомих інформаційних агенцій, консультативних та дослідних установ США (Investment Company Institute, DOW JONES-IRWIN та інших), Канади (The Globe and Mail) та Великобританії (Cadogan Financial).

Безумовно, важливим чинником формування моделей функціонування інвестиційних фондів є якісні характеристики фінансового ринку на якому вони здійснюють свою діяльність. Це, насамперед, ліквідність та ефективність ринку. На перших етапах розвитку інвестиційних фондів переважно більшість з них складають фонди закритого типу, які акумулюють кошти інвесторів, випускаючи акції без зобов'язань фонду щодо їх викупу. Саме така форма більш відповідає низьколіквідному характеру інвестицій на ринках з нерозвиненою системою ціноутворення та оцінки інвестицій. Неможливість для учасників таких фондів як точною вартісною оцінки власних інвестицій, так і вчасного отримання коштів шляхом продажу належних їм акцій (сертифікатів) інвестиційного фонду з причини низької ліквідності цих цінних паперів на неефективному вторинному фінансовому ринку призводить до зниження темпів зростання цих фінансових інститутів. Для функціонування відкритих інвестиційних (взаємних) фондів, які випускають свої акції із зобов'язанням викупити їх у встановлений термін за розрахунковою вартістю чистих активів фонду на одну акцію, на таких ринках умови несприятливі. Це й зрозуміло, оскільки підтримувати ліквідність власних акцій (сертифікатів), одночасно інвестуючи кошти на низьколіквідному фінансовому ринку, неможливо. Лише з розвитком і роз-

ширенням фінансового ринку, збільшенням обсягів продажу державних і корпоративних облігацій, а також інструментів грошового ринку( насамперед скарбничих векселів) починають розвиватися нові види інвестиційних фондів і фонди відкритого типу посідають серед них чільне місце. Достатньо навести приклад США, де з розвитком фінансового ринку співвідношення між сукупними активами інвестиційних фондів закритого та відкритого типу постійно змінювалося на користь останніх: з 42%(відкриті) і 58% (закриті) в 1940р. до 95%(відкриті) і 5%(закриті) на початку 90-х рр.<sup>1</sup> Повністю протилежне співвідношення інвестиційних(взаємних) фондів відкритого і закритого типу склалося сьогодні в Україні: понад 90% загальної кількості фондів становлять фонди закритого типу . Така структура інвестиційних (взаємних) фондів характерна для низьколіквідного неефективного ринку і відповідає правовому режиму регулювання діяльності інвестиційних фондів на фінансовому ринку в процесі приватизації.

Надання права акумулювання приватизаційних коштів громадян саме закритим інвестиційним(взаємним) фондам дозволяє державі прискорити процес приватизації, юридично стабілізуючи стан закритих інвестиційних фондів шляхом прямої законодавчої заборони надання будь-яких гарантій власникам приватизаційних паперів щодо прибутковості їх вкладень в інвестиційні сертифікати фонду. Таким чином, крім стандартно відсутніх жорстких зобов'язань закритого інвестиційного фонду щодо ліквідності емітованих ним цінних паперів, додається ще відсутність зобов'язань по їх прибутковості.

---

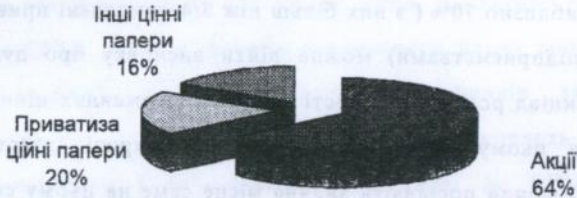
<sup>1</sup> - Розраховано за даними: Investment Companies, 1991, NY, Weisenberger Investment Companies Service, p.12

Взявши до уваги також показники розподілу емісії недержавних цінних паперів в Україні, серед яких, за нашими розрахунками на початок 1997 р. (без врахування емісії інвестиційних сертифікатів інвестиційних фондів та компаній), частка акцій становить приблизно 70% (з них більш ніж 3/4 випущені приватизованими підприємствами) можна дійти висновку про дуже низький потенціал росту ліквідності ринку недержавних цінних паперів. При цьому слід підкреслити, що закриті інвестиційні(взаємні) фонди посідають значне місце саме на цьому сегменті фінансового ринку як потенційні покупці акцій приватизованих підприємств. За даними Фонду державного майна України, на них припадає найбільша частка акумульованих фінансовими інститутами приватизаційних паперів (близько 60%), і понад 50% всіх вкладень приватизаційних коштів серед фінансових інститутів.

Таким чином, структура ресурсної бази обумовлює склад портфелю цінних паперів інвестиційних фондів в Україні як "агресивного" портфелю акцій. Одночасно, низька ліквідність ринку акцій не дозволяє інвестиційним фондам оперативного диверсифікувати свій портфель за рахунок інших видів цінних паперів, оскільки важко позбутися наявних в ньому акцій. Цей висновок підтверджують дані проведеного автором обстеження дванадцяти інвестиційних та взаємних фондів за показниками річних звітів на початок 1996 р. та прогнозу цих показників на початок 1997 р. В сумарному портфелі цих фондів середня частка акцій приватизованих підприємств на початок 1997 р. може скласти 64%, а невикористаних приватизаційних паперів (які, з рештою, будуть обміняні на акції) - 20% . Отже, потенційна частка акцій в сукупному портфелі фондів становить 84%.

**Діаграма 2.**

**Структура сукупного портфелю цінних паперів  
групи українських закритих інвестиційних фондів  
на початок 1997 р.**



При цьому, існуючі портфелі цінних паперів досягнуть в середньому 78.4% активів цієї групи фондів, а потенційна частка акцій приватизованих підприємств( враховуючи невикористані приватизаційні папери) в сумарних активах фондів - 65.9%.

**Діаграма 3.**

**Структура сукупних активів групи українських  
закритих інвестиційних фондів на початок 1997 р.**

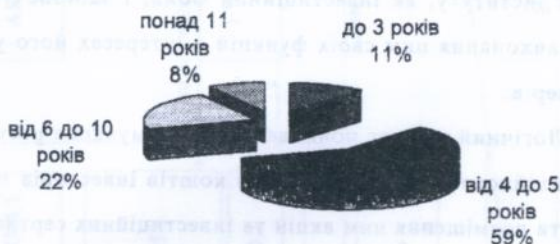


В той же час, поспіхом зроблені нормативні документи, орієнтовані, в першу чергу на вирішення поточних проблем приватизації, не тільки не охоплюють усіх аспектів діяльності інвестиційних фондів, а навпаки дезорієнтують як керуючих фондів, так і їх учасників, посилюючи огріхи діючого в цій сфері законо-

давства. При цьому органи державного регулювання залишають без уваги штучність стабільності інвестиційних фондів. Адже закриті інвестиційні фонди утворюються на певний термін і багатьом з них доведеться ще до 2000 р. шукати способи розрахуватися зі своїми учасниками, оскільки за даними Міністерства фінансів України близько 70% закритих фондів, що започаткували діяльність в 1994-1996рр., створені на строк до 5 років.

**Діаграма 4.**

**Розподіл закритих інвестиційних фондів в Україні за оголошеним строком діяльності на початок 1997 р.**



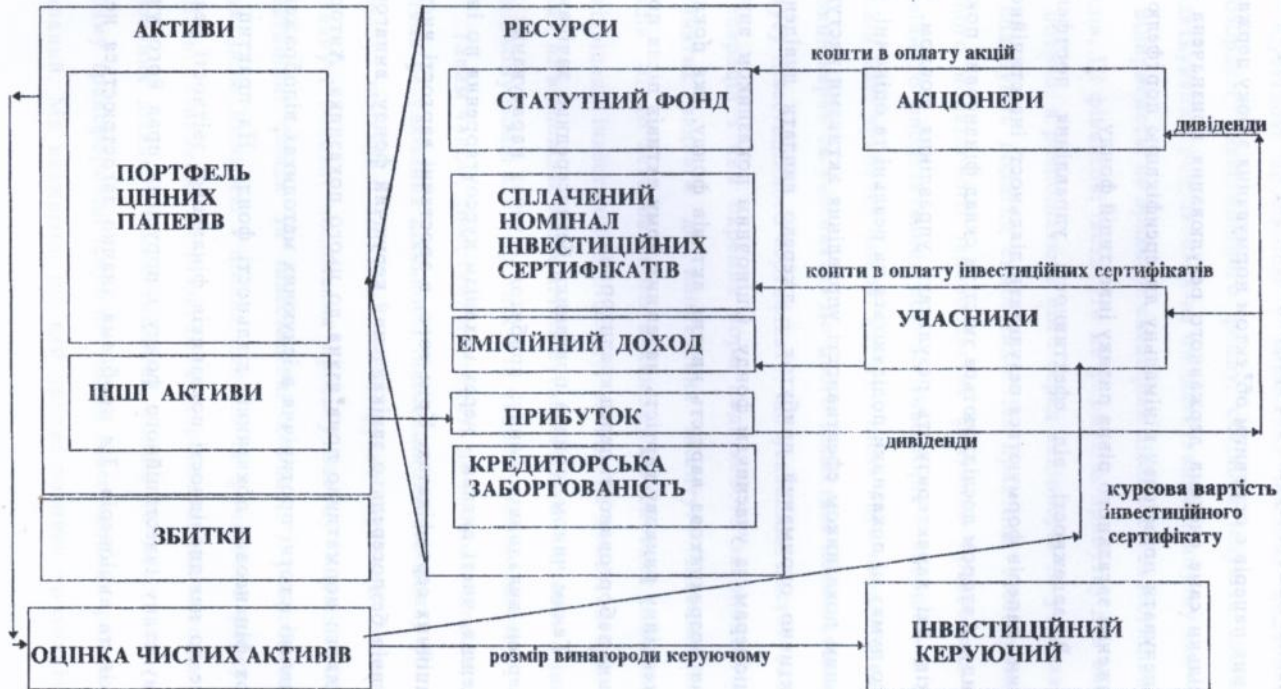
В свою чергу, розширення видів інвестиційних фондів вимагає вдосконалення і розвитку правових норм регулювання їх діяльності з боку держави. Сьогодні в Україні фактично відсутня цілісна нормативна база функціонування інвестиційних фондів. Головна маса існуючих нормативних документів регулює лише тимчасові операції закритих фондів з приватизаційними паперами, решта запозичена з російського законодавства і не повністю відповідає моделі функціонування інвестиційних фондів в Україні. Саме аналізу цієї третьої групи проблем приділено автором основну увагу в останній частині дисертаційного дослідження.

Автором розроблена схема формування та розміщення фінансових ресурсів згідно з існуючою в Україні моделлю інвестиційного фонду( див. Малюнок 1.).

Крізь призму фінансових показників, в яких відбивається кожна операція інвестиційного фонду, дисертант розглядає головні положення діючого законодавства і існуючих нормативних документів. Критерієм якісної оцінки тієї чи іншої норми закону дисертантом обрана достовірність отримуваних в результаті виконання цієї норми фінансових показників, які, в свою чергу, повинні відповідати економічній сутності діяльності такого фінансового інституту, як інвестиційний фонд, і забезпечувати ефективне виконання ним своїх функцій в інтересах його учасників і акціонерів.

Логічний ланцюг починається з формування ресурсної бази інвестиційного фонду - залучення коштів інвесторів шляхом випуску та розміщення ним акцій та інвестиційних сертифікатів. Це знаходить відбиток у показниках статутного фонду, номінальної вартості розповсюджених інвестиційних сертифікатів та емісійного доходу. Вузькими місцями цього етапу діяльності інвестиційного фонду автор вважає невизначеність: по-перше, методики вартісної оцінки негрошових внесків засновників у статутний фонд, а, звідси, можливі наслідки їх завищеної оцінки через вплив на показники чистих активів фонду та курс інвестиційного сертифікату; по-друге, правового статусу інвестиційного сертифікату ( на думку автора, він має усі ознаки пайового цінного паперу), що на практиці призводить до неоднозначного тлумачення органами державного контролю операцій з цим цінним папером.

### ФОРМУВАННЯ ТА РОЗМІЩЕННЯ РЕСУРСІВ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ФОНДУ



Основну частину активів інвестиційного фонду ( не менш 70% їх загальної вартості) повинен складати портфель цінних паперів. Саме операції з формування та управління портфелем цінних паперів є основним об'єктом нормування з боку держави, оскільки саме система державного регулювання призначена забезпечувати примусову мінімальну диверсифікацію портфелю та зниження загального рівня ризику інвестицій фонду.

В залежності від ефективності управління портфелем цінних паперів формуються результати діяльності інвестиційного фонду. Автором досліджуються зміст та склад фінансових показників, які характеризують результати управління фондом. На його думку ці показники поділяються на реальні та оціночні. Реальним показником ефективності управління активами виступає фактично отриманий прибуток - джерело виплати дивідендів акціонерам та учасникам фонду. Оціночним показником визначена розрахункова вартість чистих активів фонду, яка показує потенційну ринкову вартість належних йому активів після погашення заборгованості перед кредиторами.

Таким чином, обидва показники безпосередньо зачіпають інтереси вкладників фонду: прибуток - через нарахування дивідендів, чисті активи - через механізм курсоутворення по інвестиційних сертифікатах. Крім того, в зростанні вартості чистих активів безпосередньо зацікавлений керуючий фонду, винагорода якого нормативно прив'язана до цього показника. Автором виявлені істотні протиріччя в існуючих методиках відображення обох фінансових показників діяльності фонду. На практиці це веде до невідповідності показників фінансової звітності реальному стану інвестиційного фонду і порушень прав його учасників та акціонерів. Ця проблема значно загострюється недо-

статньо визначеними вимогами до форми та порядку оприлюднення інформації про діяльність фонду.

Суттєвою проблемою є вирішення питання податкової "прозорості" інвестиційного фонду, оскільки існуюча система оподаткування, розрахована на оподаткування прибутку звичайних підприємств, не враховує специфіки діяльності інвестиційних фондів. Ці фінансові інститути не формують прибутку для власних потреб, а розподіляють його серед акціонерів та учасників, які сплачують податки самостійно. На практиці, застосування чинного податкового законодавства фактично призводить до подвійного оподаткування доходів інвесторів : вперше - в загальній масі прибутку фонду, вдруге - після його персоніфікації по акціонерах та учасниках. До цього додається невизначеність статусу інвестиційного сертифікату, що ускладнює застосування до операцій з ним окремих норм податкового законодавства, прийнятих задовго до виникнення інституту інвестиційних фондів. Щодо встановленого механізму припинення діяльності та ліквідації інвестиційного фонду, то він, на думку автора, не тільки не відповідає економічній сутності взаємовідносин в інвестиційному фонді але й протирічить чинному законодавству.

Таким чином, дисертант приходять до висновку про те, що система регулювання діяльності інвестиційних(взаємних) фондів потребує поетапної зміни моделі їх функціонування. Автором розглянуті основні положення проекту Закону України "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії", розробленого Державною Комісією з цінних паперів та фондового ринку та зроблені зауваження щодо окремих запропонованих методів регулювання діяльності інвестиційних фондів та можливого механізму трансформації існуючої моделі інвестиційних фондів та компаній. Ми вважаємо, що цей процес повинен проходити в

два етапи. На першому етапі необхідне термінове виправлення існуючих протиріч та неузгоджень діючої моделі інвестиційного (взаємного) фонду. На другому етапі потрібне впровадження нової моделі функціонування інвестиційних фондів та компаній.

## ЗАГАЛЬНІ ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

1. Інвестиційні фонди посідають на фінансовому ринку одне з чільних місць в сфері обслуговування дрібних інвесторів. Тому регулювання їх діяльності є проблемою державного значення. Проведене дослідження історичного досвіду становлення і еволюції інвестиційних фондів на фінансових ринках США, Канади та України виявило недоліки вітчизняної практики державного регулювання діяльності цих фінансових інститутів.

2. Задля забезпечення стабільного функціонування інвестиційних фондів на фінансовому ринку України потрібне термінове виправлення існуючих суперечностей моделі функціонування фондів, закладених в діючому законодавстві, і, в першу чергу, в Положенні "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії".

3. З метою підвищення ефективності інвестиційної діяльності та захисту інтересів дрібних інвесторів пропонується скоригувати діючі правові форми інвестиційних фондів та компаній, а також нормативи здійснення інвестицій та формування портфелю цінних паперів відповідно до економічної сутності діяльності інвестиційних фондів. Інвестиційні фонди пропонується перетворити у відкриті акціонерні товариства ( тобто у фонди корпоративного типу) зі спрощеною системою "голосування за опитуванням". Взаємні фонди інвестиційних компаній необхідно остаточно перетворити у пайові інвестиційні фонди контрактного

типу у вигляді "окремих рахунків спільного інвестування" з окремим балансом, не консолідованим з балансом інвестиційного керуючого.

4. Забезпечення отримання достовірної інформації потребує розробки цілісної системи взаємоузгоджених нормативних документів, регулюючих діяльність інвестиційних фондів відповідно до скоригованої моделі їх функціонування в Україні. Це в першу чергу стосується визначення порядку обліку операцій, фінансових результатів та вартості чистих активів інвестиційного фонду.

5. Необхідно усунути подвійне оподаткування доходів, що отримують інвестори, від операцій спільного інвестування шляхом встановлення податкової "прозорості" інвестиційних фондів. На наш погляд, треба скасувати податок на прибуток інвестиційного(взаємного) фонду та оподатковувати лише кінцеві прибутки вкладників.

6. Після прийняття змін в діючому законодавстві (лише разом з повним пакетом нормативних документів з порядку обліку, оцінки та звітності фондів) необхідно визначити термін приведення інвестиційними фондами своєї діяльності у відповідність до норм нового законодавства.

7. З метою підвищення ефективності функціонування фінансового ринку необхідно посилити вимоги щодо інформаційного забезпечення акціонерів та учасників інвестиційних фондів шляхом встановлення стандартів складання та оприлюднення фінансової звітності фондів.

Основні положення дисертації відображені в таких публікаціях:

1. Леонов Д.А. "Особенности функционирования инвестиционных фондов и компаний в Украине" // Инвестиционный бизнес:

профессионально - профессионалам. Сборник материалов, ч.II. - К.: Издание Украинской Ассоциации Инвестиционного Бизнеса- 1995.-4.9д.а.

2. Леонов Д.А. "Проблемы отражения в бухгалтерском учете эмиссии ценных бумаг" // Киев, UFE REVIEW, № 1,1996.-0.75д.а.

3. Леонов Д.А. "Інвестиційна привабливість об'єкту приватизації" // Спостережні ради акціонерних товариств ( законодавство, методологія та методика, практичні рекомендації). - К.: Міжнародний центр приватизації, інвестицій та менеджменту - 1994. - 1.1 д.а.

#### АННОТАЦИЯ

Леонов Д.А. Инвестиционные фонды на финансовом рынке Украины.

Диссертация является рукописью.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.04.02 - Государственные финансы и налоги, Киевский государственный экономический университет, Киев, 1996.

В диссертации обоснованы основные направления развития системы государственного регулирования деятельности инвестиционных фондов на финансовом рынке Украины. Обобщен исторический опыт становления инвестиционных (взаимных) фондов и методов государственного регулирования их деятельности в США. Дан анализ современным тенденциям развития инвестиционных (взаимных) фондов на финансовых рынках Канады и Украины. Обобщены принципы классификации инвестиционных фондов. Рассмотрено развитие теоретических принципов и основных моделей портфельного инвестирования. Проанализированы недостатки и обоснованы направления совершенство-

вання существуючих в Україні методів державного регулювання діяльності інвестиційних фондів.

Ключові слова: інвестиційні фонди, взаємні фонди, фінансовий ринок, цінні папери, портфельні інвестиції, державне регулювання.

Leonov D.A. Investment Funds at Ukrainian Financial Market.

The thesis is a manuscript.

The thesis seeking for the scientific degree of a Candidate of Economic Sciences, speciality 08.04.02 " State Finance and Taxes", Kyiv State University of Economics, Kyiv, 1996.

The main directions of further development of the system of state regulating the investment funds activity at the Ukrainian financial market, are well founded in the thesis. The historical experience of investment ( mutual) funds formation and methods of state regulating of their activity in the United States is summarised. The analysis of the modern tendencies of the development of investment (mutual) funds at the Canadian and Ukrainian financial markets is given. The principles of investment funds classification are outlined. The development of theoretical principles and basic models of portfolio investing are examined. It was analysed the faults and settled the improvement directions of the current methods of state regulation of investment funds activity in Ukraine.

Key words: investment funds, mutual funds, financial market, securities, portfolio investments, state regulation.

Підписано до друку 18.12.96 р. Формат паперу 60x84 1/16  
Друк офсетний ротопрентний. Папір білий. Др. арк. 1.3ам. <sup>1892</sup>Тираж 100.

Київ, вул. Чигоріна 57, Поліграфічне підприємство "Есперанса"

244 358

244 358

