

ІНСТИТУТИ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ: ФАКТОРИ СТАБІЛЬНОСТІ ТА УСПІШНОСТІ

У статті визначено потенційні фактори стабільності інститутів спільного інвестування (ICI), а також оцінено взаємодію динаміки віддачі фондового ринку України та фінансових надходжень до ICI. Використаний при цьому підхід VAR-моделювання дав можливість отримати емпіричні докази перспективності ICI щодо акумулювання фінансових ресурсів та їх подальшого інвестування в реальний сектор економіки.

Ключові слова: інститут спільного інвестування, віддача ринку, фінансові потоки фонду, VAR-моделювання, модель коригування помилки, тест Ґренжера на причинність зв'язків.

Вступ

Інститути спільного інвестування (ICI) в економіці провідних країн світу відіграють чи не найважливішу роль у залученні та трансформації заощаджень населення. Більше того, ці інституції є основою оптимальної організації та діяльності страхових та пенсійних програм. В Україні існує і надалі все частіше проявляється проблема соціального страхування населення та необхідність організації механізмів акумулювання та вкладення в реальний сектор заощаджень громадян. Звідси й маємо перспективний потенціал розвитку ICI, що можуть розв'язати такі проблеми одночасно.

Вихідні передумови

Дослідженню феномена ICI присвячено чимало наукової економічної літератури. Згадуються тенденції їх розвитку і в провідних фахових виданнях. Цікаву концепцію та підхід до дослідження взаємних фондів має М. Грубер [1]. Основна ідея, що може бути використана в подальших дослідженнях, полягає у визначенні ефективності фондів, вкладниками яких є як інституційні, так і приватні інвестори; більше того, власний інтерес мають і різні категорії інвесторів відповідно до їх рівня граничного оподаткування. Фактично взаємні фонди – значно досконаліший фінансовий інструмент порівняно з ICI. Не втрачають взаємні фонди своєї популярності й у кризові часи, наприклад, за січень-листопад 2009 р. чисті надходження до таких фондів США перевищили минулорічні в 4 рази і досягли 11,2 млрд USD [2]. Серед основних характеристик цього інструменту свою роль відіграли: можливість вільного виходу з фондів, відносно низька ставка оподаткування прибутку, вищий рівень державного регулювання та, відповідно, прозорості діяльності; та й загалом підтримується до-

статній запас ліквідності та левериджу. Дослідження характеристик фондів економік, що зростають, пов'язані також із аналізом очікувань потенційних інвесторів, оскільки основний тренд у цих країнах – розвиток ринку ICI з розширенням кола інвесторів. Так, згідно з дослідженням індійського ринку, найбільший вплив на потенційних інвесторів мають такі групи факторів: внутрішня якість продукту (включає в себе можливості входу/виходу з фонду та відповідні комісійні, податкові переваги), портфельний менеджмент та імідж компанії з управління активами (KYA) [3]. В нашому дослідженні надалі буде використано популярність саме відкритих фондів, а внутрішня цінність стане предметом пошуку під час визначення факторів стабільності. Буде проведено також емпіричний аналіз взаємозв'язку між зростанням фондового ринку України та фінансовими надходженнями до ICI [4–5]. Загалом такий підхід відповідає гіпотезі «торгівлі з реагуванням» (feedback trading hypothesis (Davidson and Dutia (1989), Delong et al. (1990), Hendricks et al. (1993), Warther (1995), and Zheng (1999)) і є особливо важливим, оскільки нерозвиненість фондового ринку вважається основною проблемою розвитку ICI, що водночас не можуть стати надійним механізмом залучення капіталу на фондовий ринок.

Основними ознаками перспективного майбутнього ICI [6] є загострення конкуренції на цьому ринку, зростання рівня сервісу, інвестиційної культури населення та кількості публічних ICI; а основна проблема поінформованості потенційних інвесторів вирішуватиметься пропозицією фінансового продукту з достатньою внутрішньою цінністю у вигляді оптимальної організації заощаджень громадян. Певні переваги відносно минулого ICI також отримують із впровадженням в дію податкового кодексу від 2 грудня

2010 р., оскільки стаття 167.2 урівноважує оподаткування доходів, отриманих від банківського депозиту та доходів, що виплачує КУА [7].

Мета дослідження

Мета дослідження полягає у тому, щоб, проаналізувавши післякризові тенденції відновлення ринку ІСІ, а також тенденції взаємного розвитку фондового ринку та ринку інвестиційних фондів, визначити фактори стабільності та успішності ІСІ. Зокрема, будуть оцінені фактори диверсифікованості, виду пропозиції цінних паперів (ЦП) фонду і постійності фінансових надходжень, а також взаємозв'язок між віддачею фондового ринку та залученими коштами в ІСІ.

Дані та методологія

Дослідження складається з двох частин. У першій порівняно динаміку відновлення ІСІ (випуски цінних паперів фондів, прирівняних до очікуваних грошових потоків) за перше півріччя 2009 р. окремо для пайових (ПІФ) та корпоративних (КІФ) інвестиційних фондів. Проаналізовано можливі причини відносної успішності саме ПІФ, виходячи з історичних характеристик фондів (2003–2009 рр.), таких як вид фонду та спосіб пропозиції ЦП; також оцінено усереднені потоки на один фонд. Використано дані Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) [8]. У другій частині дослідження здійснена спроба VAR-моделювання (вектор-авторегресійна модель) взаємозв'язку між віддачею фондового ринку (дані індексу отримані із сайту www.pfts.com [9]) та надходженнями в ІСІ. Необхідність застосування саме такої форми моделі виправдана, оскільки як значення індексу ПФТС, так і значення надходження в/з ІСІ також залежать від своїх попередніх значень.

VAR-модель p -го порядку можна представити так:

$$y_t = \sum_{i=1}^p \alpha_i y_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_i x_{t-i}$$

$$x_t = \sum_{i=0}^p \gamma_i y_{t-i} + \sum_{i=1}^p \mu_i x_{t-i}$$

де y_t та x_t – досліджувані ряди даних; коефіцієнти α_i та μ_i – характеризують залежність досліджуваних показників від своїх попередніх значень; коефіцієнти β_i та γ_i – пояснюють взаємовплив досліджуваних процесів.

Віддача фондового ринку змодельована подібно до дослідження [6] як перші різниці логарифма індексного значення, тобто, маючи індексні значення I_1, I_2, \dots, I_t , віддачу в час t можна визначити як $I_t = \ln(I_t / I_{t-1})$. Зважаючи на бажане врахування щоденної статистики (проаналізовано 585 спостережень), було вирішено оцінити динаміку залучення коштів одного з найбільш ліквідних та відкритих інвестиційних фондів – Кінто-Еквіті [10]. Цей фонд кілька разів за підсумками місяця був одним із лідерів залучення фінансових ресурсів, а його інвестиційна страте-

гія передбачає агресивний інвестиційний підхід (до 90 % активів фонду може бути вкладено в акції). Остання характеристика й визначає його як найдоцільніший фонд при оцінці впливу доходності фондового ринку на фінансові надходження до ІСІ. Зважаючи на цілі дослідження, що включають лише оцінку взаємозв'язку без прогнозування та побудови надійної системи, таке рішення забезпечує достатню репрезентативність. Оскільки порядок інтеграції досліджуваних рядів даних виявився однаковим, було також оцінено модель коригування помилки. Ця модель у загальному вигляді може бути представлена так:

$$\Delta Y_t = a_{10} + \sum_{i=1}^k a_{11}(i) \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^k a_{12}(i) \Delta X_{t-i} + \lambda_1 \hat{u}_{1,t-1} + \varepsilon_{1t}$$

$$\Delta X_t = a_{20} + \sum_{i=0}^k a_{21}(i) \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^k a_{22}(i) \Delta X_{t-i} + \lambda_2 \hat{u}_{2,t-1} + \varepsilon_{2t}$$

Завдяки такому підходу з'являється можливість оцінити короткострокові тенденції. Коефіцієнти λ_1 та λ_2 вказують на швидкість пристосування відповідних змінних, а відтак, і стабільність системи. Значення цих коефіцієнтів, близьке до нуля, вказуватиме на екзогенність показника. Щоб з'ясувати наявність статистично значущого зв'язку між досліджуваними показниками, було також проведено тест Гренжера на причинність зв'язків (Granger causality test). При моделюванні використано можливості програмного забезпечення Eviews 6.0 та рекомендації з праці відомих фахівців [11, 76–167].

Результати дослідження

Результати аналізу зареєстрованих випусків ЦП ІСІ [8] першого півріччя після піка фінансової кризи у 2008 р. виявилися доволі цікавими. Так, ринок інвестиційних сертифікатів (ІС) ПІФ мав динамічнішу тенденцію до відновлення, ніж ринок акцій КІФ (рис. 1–2). Можна проаналізувати стійкість різних видів ІСІ щодо економічних шоків, виходячи з їх складу, виду пропозиції цінних паперів, очікування та групи інвесторів-учасників ІСІ.

Розглянемо кілька можливих пояснень відносно більшої стійкості ПІФ порівняно з КІФ:

1) традиційне співвідношення диверсифікованих та недиверсифікованих фондів у складі пайових і корпоративних ІСІ. Частка диверсифікованих фондів серед ПІФ становить 10 %, що значно більше за аналогічний показник КІФ, який дорівнює 1 %;

2) співвідношення між фондами за видом пропозиції. Частка випуску інвестиційних сертифікатів ПІФ із прилюдною (публічною) пропозицією на відносно низькому рівні (11 %), можливо, вплинуло на відновлення стійкості ПІФ. Випуски ж цінних паперів КІФ були на 59 % зорієнтовані на публічне розміщення, що за економічного спаду очікувано не мало стратегічних переваг. Слід також зауважити, що ПІФ за-

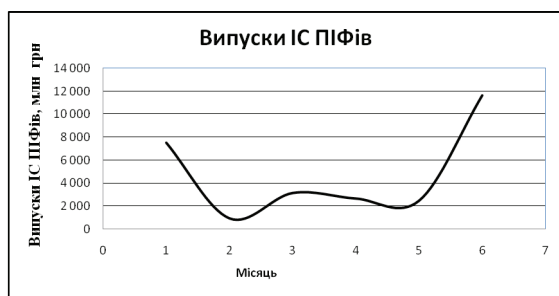


Рис. 1. Випуск ІС ПФВ за період 01.01.2009–30.06.2009 р., млн грн

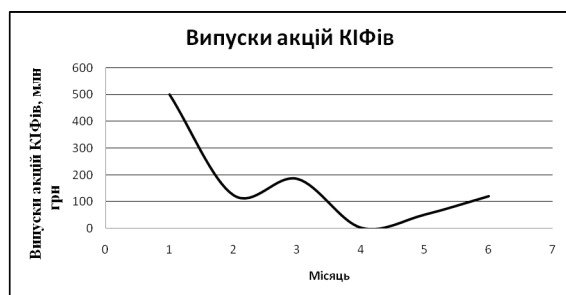


Рис. 2. Випуск акцій КІФ за період 01.01.2009–30.06.2009 р., млн грн

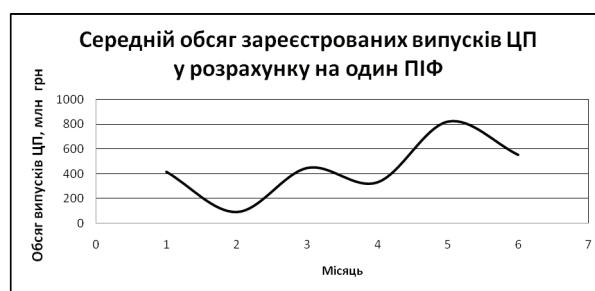


Рис. 3. Середній обсяг зареєстрованих випусків ЦП у розрахунку на один ПФ за період 01.01.2009–30.06.2009 р., млн грн

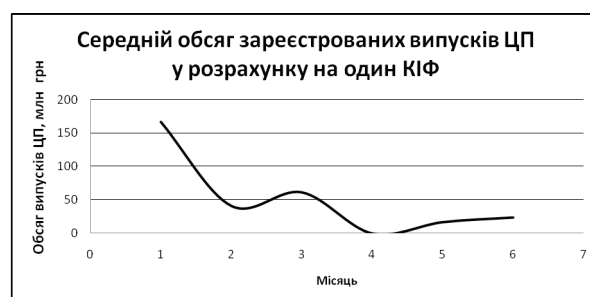


Рис. 4. Середній обсяг зареєстрованих випусків ЦП у розрахунку на один КІФ за період 01.01.2009–30.06.2009 р., млн грн

лучають більший обсяг фінансових ресурсів, ніж КІФ. Справедливим буде припущення про те, що відрізнятимуться і групи інвесторів. Так, інвестори ПФ – це, скоріш за все, вкладники, які володіють значними фінансовими ресурсами та розраховують на зростання ринку, потенційні вкладники КІФ мають менші фінансові ресурси та інвестують в альтернативні інструменти;

3) очікування інвесторів на основі постійності грошових потоків із та в ІСІ. Загальна тенденція до збільшення грошових вливань у фонди є сигналом майбутньої прибутковості, а отже, дедалі більше інвесторів бажають вкладати у такі фонди, та навпаки. Розрахунок зареєстрованих обсягів випусків ЦП ІСІ підтверджує наведену гіпотезу: загальний тренд випусків ПФ зростає, тренд корпоративних фондів – зменшення обсягів грошових вливань (рис. 3, 4).

Отже, відносно більшу схильність до відновлення ПФ у першому півріччі 2009 р. можна пояснити комплексом причин (порівняно з КІФ), серед яких: більша частка диверсифікованих фондів, менша частка фондів, орієнтованих на прилюдну (публічну) пропозицію, та підтримка ПФ стратегічними інвесторами, орієнтованими на зростання ринку ЦП.

Зазначені фактори стабільності потребують уточнення. Серед вказаних фундаментальних факторів стабільності може бути дотримано лише кілька, що, однак, несуттєво знизить успішність фонду. Так, наприклад, венчурний інвестиційний фонд не може вважатися диверсифікованим відповідно до українського законодавства, але за умови підтримання його стратегічними інвесторами він цілком успішний. Варто також

зауважити, що приватна пропозиція – стабільніший фактор, зважаючи на більшу визначеність кола потенційних інвесторів, хоча, якщо організовується інвестиційний фонд, що має необхідну рекламно-інформаційну підтримку серед інвесторів, то публічна пропозиція може бути, знову ж таки, не менш успішною. Як свідчить практичний досвід діяльності взаємних фондів США, їх успіх залежить однаковою мірою від інвесторів, орієнтованих як на довгострокову, так і на короткострокову перспективу.

Результат VAR-моделювання динамічного взаємозв'язку між віддачею ринку та фінансовими надходженнями в ІСІ наведено в табл. 1 (таблиці відображають результати, отримані в програмному середовищі Eviews 6). Оптимальна кількість лагів, встановлених згідно з критерієм довжини лага та тестом на видалення незначущих лагів, становить 3. Логарифмічна форма представлення дала можливість досягти найкращої специфікації моделі. Загалом досягнуто найнижчих значень інформаційних критеріїв Акайка та Шварца (–11 та –10,89 відповідно).

Головним результатом дослідження стали статистично значущі для фінансових надходжень фонду (FLOW) лагові значення прибутковості за індексом фондового ринку (PFTS). Визначені коефіцієнти дорівнюють 0,38 (стандартна помилка 0,05); 0,19 (0,05) та –0,15 (0,05).

Загалом можемо стверджувати, що емпірично доведено позитивний вплив зростання індексу фондового ринку на залучення фінансових ресурсів до інвестиційного фонду. Варто також зауважити значення лагового коефіцієнта самих

Таблиця 1. Результати оцінки VAR-моделі взаємовпливу фінансових надходжень ІСІ та віддачі фондового ринку

Vector Autoregression Estimates Date: 01/06/11 Time: 20:59 Sample (adjusted): 5/30/2009 12/31/2010 Included observations: 581 after adjustments Standard errors in () & t-statistics in []		
	LNFLOW	D(LNPFTS)
LNFLOW(-1)	1.050844 (0.01095) [95.9679]	-0.008322 (0.00933) [-0.89193]
LNFLOW(-2)	-0.072354 (0.01558) [-4.64296]	0.006509 (0.01328) [0.49017]
LNFLOW(-3)	0.016663 (0.01075) [1.55020]	0.001132 (0.00916) [0.12361]
D(LNPFTS(-1))	0.379378 (0.04901) [7.74140]	0.337327 (0.04176) [8.07780]
D(LNPFTS(-2))	0.192515 (0.05133) [3.75060]	-0.071640 (0.04374) [-1.63789]
D(LNPFTS(-3))	-0.153118 (0.04831) [-3.16981]	0.056886 (0.04116) [1.38199]
C	0.079725 (0.01612) [4.94711]	0.011700 (0.01373) [0.85203]
R-squared	0.999423	0.107020
Adj. R-squared	0.999417	0.097686
Sum sq. resids	0.160205	0.116328
S.E. equation	0.016706	0.014236
F-statistic	165646.1	11.46530
Log likelihood	1556.551	1649.521
Akaike AIC	-5.334081	-5.654116
Schwarz SC	-5.281494	-5.601529
Mean dependent	15.74881	0.001374
S.D. dependent	0.691766	0.014987
Determinant resid covariance (dof adj.)		5.61E-08
Determinant resid covariance		5.47E-08
Log likelihood		3208.561
Akaike information criterion		-10.99677
Schwarz criterion		-10.89159

Таблиця 2. Результати Ґренжер-тесту на причинність зв'язків

Pairwise Granger Causality Tests Date: 01/08/11 Time: 00:03 Sample: 5/26/2009 12/31/2010 Lags: 3			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LNPFST does not Granger Cause LNFLOW	582	16.9680	1.E-10
LNFLOW does not Granger Cause LNPFST		0.31214	0.8166

потоків на рівні 1,05 (0,01). Коефіцієнти ж залежності динаміки ринку від надходжень у фонди виявилась статистично незначущими. Тобто,

на нинішньому етапі розвитку фінансової системи України ІСІ не мають вагомого впливу на фондовий ринок України, але зростання віддачі

останнього є стимулюючим фактором для надходжень в ІСІ. Такий висновок підтверджують і оцінки коефіцієнтів λ моделі коригування помилки, що для деяких фінансових надходжень становить 0,005, а для певних показників віддачі ринку наближається до нуля ($-5,46 \cdot 10^{-10}$), тобто підтверджується припущення про екзогенність динаміки фондового ринку. При аналізі взаємовпливу корисним фактором також виявилася декомпозиція дисперсій, яка відіграла свою роль лише в поясненні розкиду значень показника фінансових надходжень фонду. Так, за 10 періодів впливовість показника дохідності фондового ринку зростає з 0 до 18,04 %, і водночас роль потоків у поясненні віддачі ринку залишається стабільно меншою за 0,85 %. Остаточне підтвердження попереднім висновкам отримуємо з результатів тесту Гренжера на причинність зв'язків (*Granger causality test*), результати якого наведені в табл. 2. Виходячи з результатів тестування, потрібно відкинути нульову гіпотезу про те, що динаміка фондового ринку не впливає на зміни у фінансових потоках ІСІ, і в той же час маємо прийняти нульову гіпотезу про те, що фінансові потоки ІСІ не фундаментальна причина зміни динаміки фондового ринку. Таким чином, можемо стверджувати, що фактором успішності фонду є динаміка зростання фондового ринку країни, яка сприяє збільшенню фінансових надходжень до ІСІ.

Висновки

Відповідно до проведеного дослідження факторами стабільності інвестиційного фонду мо-

жуть бути: його диверсифікованість, приватна пропозиція у розміщенні цінних паперів та підтримка інвесторів, орієнтованих на довгострокові горизонти інвестування. Варто розуміти, що це зумовлено: меншою ризикованістю фонду відносно ринку, що означає менші втрати у випадку спадного ринкового тренду; визначеністю кола інвесторів та їх очікувань; ліквідністю фонду на тлі волатильних настроїв вкладників ІСІ.

Щодо динамічних передумов успішності інвестиційного фонду, то маємо емпіричний доказ наявності суттєвого позитивного впливу як попередніх результатів діяльності фонду, так і віддачі фондового ринку.

Загалом, інвестиційні фонди, зважаючи на проведений аналіз динамічного взаємовпливу розвитку ІСІ та фондового ринку України, – перспективний інструмент акумулювання фінансових ресурсів та їх подальшого вкладення в реальний сектор економіки. Більше того, бажання все більшої кількості громадян оптимально організувати свої заощадження та необхідність отримати відповідний рівень фінансової стабільності розширюватиме коло потенційних інвесторів ІСІ.

Подальші дослідження можуть полягати в оцінці можливостей поступового переходу від державних до індивідуальних програм соціального страхування з державними гарантіями та активною участю ІСІ. Загальний очікуваний економічний ефект полягає у зростанні ролі інвестиційних фондів як фінансових посередників та їх впливу на розвиток фондового ринку України.

1. Gruber M. Another Puzzle : The Growth in Actively Managed Mutual Funds / M. Gruber // The Journal of Finance. – 1996. – Vol. 51. – No. 3. – P. 56–74.
2. Alternative mutual funds : The feeling is mutual [Електронний ресурс] // The Economist. – January 7th of 2010. – Режим доступу : <http://www.economist.com/node/15213697>. – Назва з екрана.
3. Rajeswari T. R. An Empirical Study on Factors Influencing the Mutual Fund / Scheme Selection by Retail Investors / T. R. Rajeswari, V. E. Rama Moorthy [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.uticm.com/cmc/pdfs/2001/rajeswari.pdf> – Назва з екрана.
4. Jaebeom K. Stock Returns and Aggregate Mutual Fund Flows : A System Approach / K. Jaebeom. – Oklahoma State University (department of Economics), 2007. – P. 153.
5. Thenmozhi M. Dynamic Interaction among Mutual Fund Flows, Stock Market Return and Volatility / M. Thenmozhi, M. Kumar. – IIT Madras (Department of Management Studies). – 2008. – P. 234.
6. Поворозник В. До питання про розвиток інститутів спільного інвестування та їх інвестиційний потенціал [Електронний ресурс] / В. Поворозник. – Національний інститут стратегічних досліджень (Відділ економічної та соціальної стратегії). – Режим доступу : <http://niss.gov.ua>. – Назва з екрана.
7. Податковий кодекс України : за станом на 2 грудня 2010 року / Верховна Рада України. – Голос України від 04.12.2010 – № 229, / № 229–230.
8. Сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : www.ssmc.gov.ua. – Назва з екрана.
9. Сайт фондової біржі ПФТС. – Режим доступу : www.pfts.com. – Назва з екрана.
10. Сайт КУА ПрАТ «КІНТО». – Режим доступу : <http://kinto.com>. – Назва з екрана.
11. Лук'яненко І. Г. Сучасні економетричні методи у фінансах. Навчальний посібник / І. Г. Лук'яненко, Ю. О. Городніченко – К. : Літера ЛТД, 2002. – 352 с.
12. Сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу. – Режим доступу : <http://uaib.com.ua/>. – Назва з екрана.

M. Dunaievskiy

COMMON INVESTMENT FUNDS: STABILITY AND SUCCESS FACTORS

There are potential factors of stability investigated in the article, in addition interplay between the return of Ukrainian stock exchange and the inflows of common investment funds was estimated. The results of used VAR-modeling approach became empirical evidence of common investment funds perspectiveness in financial resources accumulating and their further investing in real economy.

Keywords: Common investment institutions, market return, fund cash flow, VAR-modeling, error correction model, Granger causality test.