Ватаманюк З.Г.,
кандидат економічних наук, професор,
завідувач кафедри економічної теорії
Львівського національного університету імені Івана Франка,

Кушнір Т.М.,
аспірант кафедри економічної теорії
Львівського національного університету імені Івана Франка

РОЗВИТОК ІНСТИТУЦІЙНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ

Проведено теоретичний аналіз сутності поняття "інституційні інвестори", запропоновано власну інтерпретацію цього поняття. Також запропоновано власний погляд на класифікацію інституційних інвесторів з огляду на реалії вітчизняної економіки. Проведено аналіз стану основних груп інституційних інвесторів в економіці України.

The authors carry out theoretical analysis of the notion "institutional investors"; suggest their own interpretation of this notion; propose their view on the classification of institutional investors, taking into account the realities of Ukraine's economy; and analyze the state of the major groups of institutional investors in the domestic economy.

Однією з головних особливостей сучасної економіки розвинених країн є провідна роль фінансової системи, що проявляється не лише в забезпеченні умов зростання і прогресивних зрушень у галузевій структурі, а й у динаміці ділових циклів. Інституційні інвестори (банки, страхові компанії, пенсійні та інвестиційні фонди) виконують важливі функції, трансформуючи вільні кошти бізнесу і заощадження домогосподарств в інвестиції. При цьому зміни ситуації на фінансовому ринку стають одним з головних показників зростання чи спаду в економіці.

На інвестиційному ринку України сьогодні діє понад тисяча різних посередників (і щороку їх кількість зростає, так само як і обсяги їх активів), які виконують безліч посередницьких операцій і, взаємодіючи між собою, формують його інфраструктуру.

Зважаючи на такі тенденції світових та вітчизняного інвестиційних ринків, актуальним є визначення понятійного апарату, що характеризує систему інституційного інвестування.

Метою статті є проведення детального теоретичного аналізу інституційної сфери інвестування, визначення основних понять, а також формулювання власного погляду на розв'язання проблеми класифікації інституційних інвесторів.

В українській економічній літературі практично нема повного комплексного дослідження інституту інституційних інвесторів. Їх розглядають або відокремлено, наприклад, страхові компанії як інститути страхового ринку, недержавні пенсійні фонди як елементи пенсійної реформи (і лише останнім часом як дже-

© Ватаманюк З.Г., Кушнір Т.М., 2007

рело "довгих" інвестицій), інститути спільного інвестування як професіональні учасники ринку цінних паперів, або в сукупності при дослідженні таких понять, як ринкова інфраструктура чи кредитна система. Головна проблема дослідження поняття "інституційний інвестор" полягає в тому, що багато авторів послуговується цим терміном, а натомість майже відсутні праці, присвячені визначенню цього поняття чи проблематиці класифікації інституційних інвесторів. Причина в тому, що багато хто ототожнює це поняття з поняттям "фінансовий посередник", а праць, присвячених фінансовому посередництву та окремим його інститутам, більш ніж достатньо. Питання інвестиційної ролі банків розробляли вітчизняні науковці Л. Борщ, О. Вовчак, А. Вожжов, О. Гетьман, А. Криклій, А. Кузнєцова, Я. Карпа, Б. Луців, Р. Тиркало; інвестиційної складової страхової сфери — М. Денисенко, О. Єгорова, К. Ковалко, Д. Навроцький, Л. Позднякова, О. Ромащенко; інвестиційного потенціалу недержавного пенсійного забезпечення — Ю. Коваленко, Н. Ковальова, Т. Прейгер, А. Федоренко, Д. Леонов; розвитку інститутів спільного інвестування — В. Ковтюх тощо. Комплексних досліджень діяльності інституційних інвесторів в Україні дуже мало. Найвдаліший, на нашу думку, аналіз зробили В.Л. Осецький[1] та С.К. Реверчук з колективом науковців[2], проте вони мало торкаються теоретичного аспекту аналізу. Серед зарубіжних науковців найбільше розробляли цю проблематику Ф. Фабоцці[3], З. Боді, У. Шарп, Р. Габбард та ін.

Лібералізація фінансового сектору і нові тенденції розвитку світової економіки розширили можливості інституційних інвесторів розвинених країн щодо надання нових послуг і використання сучасних фінансових інструментів. Поширення набувають зручні для індивідуального інвестора акції фінансових посередників. Інституційні інвестори стають головними власниками акціонерного капіталу і вирішують питання його використання, а також пов'язані з цим права управління. Вони максимізують прибуток для інвесторів і конкурують за фонди на основі високопрофесіонального формування портфелів цінних паперів.

Система інституційного інвестування є нині доволі розгалуженою і потребує певної класифікації.

Зауважимо, що інституційні інвестори — це учасники фінансового ринку, які відіграють провідну роль у процесі трансформації заощаджень в інвестиції, акумулюючи кошти індивідуальних заощадників (як правило, шляхом випуску власних боргових зобов'язань або на довірчій основі), що використовуються для інвестування у фінансові та матеріальні активи (найчастіше в цінні папери), ди-

---

[1] *Осецький В.Л.* Інвестиційна модель зростання економіки // Фінанси України. — 2003. — № 1. — С. 21—22.

[2] *Реверчук С.К., Вовчак О.Д., Кубів С.І.* Інституційна інвестологія: Навч. посібник / За заг. ред. *С.К. Реверчука.* — К.: Атіка, 2004. — 208 с.

[3] *Фабоцци Ф.* Управление инвестициями: Пер. с англ. — М.: ИНФРА—М, 2000. — XXVIII — С. 6.

версифікуючи інвестиційні вкладення, тим самим зменшуючи ризики, і отримують інвестиційний дохід.

Інституційні інвестори, залучаючи кошти індивідуальних інвесторів, які потім вкладають у цінні папери інших емітентів, істотно впливають на функціонування ринку цінних паперів та його активність, що зумовлено, зокрема, такими обставинами:

1. Інституційні інвестори мають більше коштів, ніж окремо взяті фізичні особи;

2. Індивідуальні інвестори купують цінні папери з власного інтересу, а інституційні намагаються поєднати його зі справами емітента;

3. Інституційні інвестори зацікавлені в тому, щоби брати участь у повсякденному управлінні справами емітента.

Діяльність інституційних інвесторів знижує ризиковість інвестицій і на внутрішньому, і на міжнародному фондовому ринку. Акумулюючи кошти заощадників, вони диверсифікують портфель фінансових інструментів, ефективно розв'язуючи завдання стабілізації співвідношення ризику й дохідності. Саме тому однією з важливих особливостей розвитку фінансового ринку є те, що індивідуальні інвестори передають управління своїми портфелями професіональним фінансовим посередникам.

Зважаючи на досвід напрацювань з цієї тематики і на реалії української фінансової системи, запропонуємо кілька класифікаційних ознак, за якими можна поділити інституційних інвесторів:

За загальними характеристиками:

1. Інституційні інвестори банківського типу.

2. Інституційні інвестори небанківського типу.

3. Міжнародні інституційні інвестори (рис. 1).

За функціями, які виконують інституційні інвестори в економіці:

1. Соціально орієнтовані інституційні інвестори (страхові компанії, пенсійні фонди). В основі їх діяльності лежить соціальна складова, саме за допомогою соціальної спрямованості своєї діяльності вони залучають кошти.

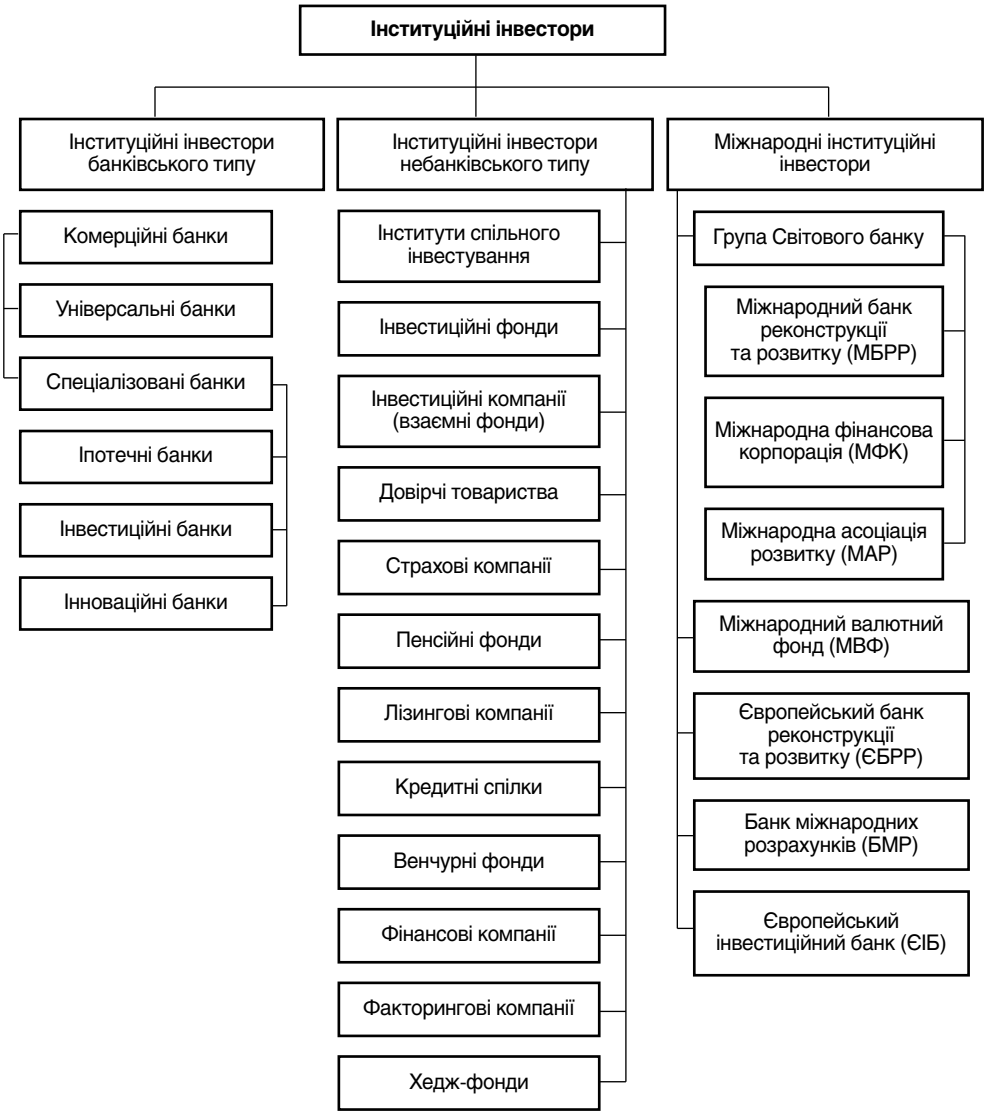
2. Кредитно-ощадні інституційні інвестори (комерційні банки, кредитні спілки). Основними функціями цих інституційних інвесторів є кредитування та збереження заощаджень своїх клієнтів (учасників).

3. Ризикові інституційні інвестори (інвестиційні фонди і компанії, довірчі товариства, венчурні фонди, факторингові компанії). Їхня діяльність пов'язана з високим ступенем ризику, проте вони можуть приносити своїм вкладникам найбільші за розміром доходи серед усіх інших інституційних інвесторів.

За способами акумуляції заощаджень:

1. Заощаджувальні інституційні інвестори (комерційні банки, пенсійні фонди). Як правило, їм довіряють кошти задля збереження вартості заощаджень.

2. Довірчі інституційні інвестори (страхові компанії, інвестиційні фонди й компанії, довірчі товариства). Цій групі інституційних інвесторів клієнти довіря-



Р и с . 1. **Класифікація інституційних інвесторів за загальними характеристиками.**

ють свої кошти із значним ступенем ризику щодо отримання доходу.

3. Інституційні інвестори (венчурні фонди, хедж-фонди, лізингові компанії, МБРР, МАР, МФК тощо). Ці інституційні інвестори співпрацюють, як правило, не з індивідуальними заощадниками, а із значними індивідуальними інвесторами або іншими державними та недержавними інституціями.

За напрямами інвестування:

1. Ті, що інвестують переважно у цінні папери:

— Ті, що інвестують переважно у високоризикові цінні папери (інвестиційні фонди і компанії, венчурні фонди);

— Ті, що інвестують переважно у низькоризикові цінні папери (страхові компанії, пенсійні фонди). Вони це роблять з метою подальшої можливості виконання власних зобов'язань перед своїми клієнтами, тобто уникаючи можливих збитків.

2. Кредитні інституційні інвестори (комерційні банки, кредитні спілки, МБРР, ЄБРР, МФК, МАР, ЄІБ). Їх основна роль у процесі інвестування — надання кредитів господарюючим суб'єктам.

3. Інші інституційні інвестори (лізингові компанії, фінансові компанії тощо).

Зважаючи на все вищевикладене, можна виділити основні функції, притаманні інституційним інвесторам:

— сприяння зниженню вартості операцій із цінними паперами за одночасного зростання їх кількості (ефект масштабу);

— акумулювання заощаджень індивідуальних інвесторів для здійснення великих інвестицій на первинному ринку цінних паперів (трансформація заощаджень в інвестиції);

— диверсифікація інвестиційних ризиків;

— інституційні інвестори трансформують строк погашення первинного цінного папера, в який інвестовано кошти, у різні терміни погашення посередніх зобов'язань (розподіл ресурсів у часі);

— професіональне управління інвестиційним портфелем;

— консультування учасників інвестиційного процесу.

В економіці України розвиток інституційної сфери інвестицій останніми роками відбувається дуже стрімко. Доволі швидких обертів набрав розвиток інституційних інвесторів небанківського типу, система яких перебуває на стадії прогресуючого становлення, проте співпрацює з ними поки що відносно невелика частка населення. Система інституційних інвесторів банківського типу майже сформована, вони користуються дещо більшою довірою населення, ніж небанківські інституційні інвестори, тому їхня кількість зростає незначними темпами, однак обсяги активів зростають дуже стрімко (табл. 1).

Протягом 2005 року кількість небанківських фінансових установ зросла на 17 %, а банків — лише на 2 %. Однак активи банків зросли майже на 65 % (зі 141,497 млрд грн до 233,024 млрд грн), а активи небанківських фінансових установ — лише на 13 %. Загальний обсяг активів небанківських фінансових установ станом на 1 січня 2006 року становив 31,776 млрд грн, що майже в 7,5 разу менше, ніж активи банків[4].

Серед небанківських інституційних інвесторів в Україні провідне місце посідають страхові компанії. Станом на початок 2006 року 50 страхових компаній

[4] *Олександров А.* Розвиток небанківського фінансового сектору у 2005 році // Цінні папери України. — 2006. — №16 (408). — С. 22.

Таблиця 1. **Розвиток системи інституційних інвесторів у 2005 році***

Інституційні інвестори	Кількість установ станом на 1.01.2006	Обсяг активів станом на 1.01.2006, млрд грн
Банки	186	233,024
Кредитні спілки	725	1,939
Страхові компанії	398	21,016
Недержавні пенсійні фонди	54	0,046
Фінансові компанії	74	1,871
Інститути спільного інвестування	221	6,904

* Складено за даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг, Української асоціації інвестиційного бізнесу та за: Олександров А. Розвиток небанківського фінансового сектору у 2005 році // Цінні папери України. — 2006. — № 16 (408). — С. 22.

займалося страхуванням життя, решта — 348 — іншими видами страхування, причому обсяг премій зі страхування життя становив 321,26 млн грн — 2,54 % загального їх обсягу[5]. На наш погляд, низький рівень розвитку страхування життя в Україні як інструменту залучення довгострокових інвестиційних ресурсів негативно характеризує розвиток сфери страхування загалом. Незважаючи на те, що за 2005 рік страхові резерви зменшилися на 39 %, загальний обсяг активів страхових компаній зріс на 4,5 %.

Дуже динамічно в останні 2—3 роки розвиваються кредитні спілки в Україні. Так, лише за 2005 рік їх кількість зросла з 623 до 725, а протягом першого кварталу 2006 року — до 740, при цьому кількість членів кредитних спілок за 2005 рік зросла з 0,778 млн до 1,236 млн осіб, а обсяг активів — у 2,26 разу. Структура кредитів, виданих кредитними спілками, така: споживчі кредити — 52,4 %; комерційні кредити — 14,2 %; кредити на придбання, будівництво, ремонт та експлуатацію житла — 7,4 %; кредити на ведення фермерських та особистих господарств — 2,8 %; кредити на інші цілі — 23,2 %[6].

За 2005 рік капітал кредитних спілок збільшився майже утричі, до 671 млн грн, обсяг кредитів, виданих членам кредитних спілок, — удвічі, до 1,4 млрд грн, обсяг депозитів членів кредитних спілок — також удвічі, до 1,1 млрд грн[7]. Розширення обсягів кредитування та залучення депозитів кредитними спілками відбувалося на фоні зниження вартості позик та підвищення дохідності депозитних рахунків членів кредитних спілок, тоді як банківські депозити стали менш дохідними.

Позитивна динаміка розвитку спостерігається й у сфері недержавного пенсійного забезпечення, хоч масштаби його поза критикою. Станом на початок

[5] *Олександров А.* Розвиток небанківського фінансового сектору у 2005 році // Цінні папери України. — 2006. — №16 (408). — С. 22.

[6] *Там само.*

[7] *Там само.*

2006 року кількість учасників НПФ становила 75,3 тис. осіб. Загальні активи НПФ за рік зросли з 11 до 46 млн грн. Основними джерелами формування активів НПФ є пенсійні внески — 36,444 млн грн (78,8 %) та інвестиційний дохід — 9,81 млн грн (21,2 %)[8].

Структуру активів НПФ зображено на рис. 2.

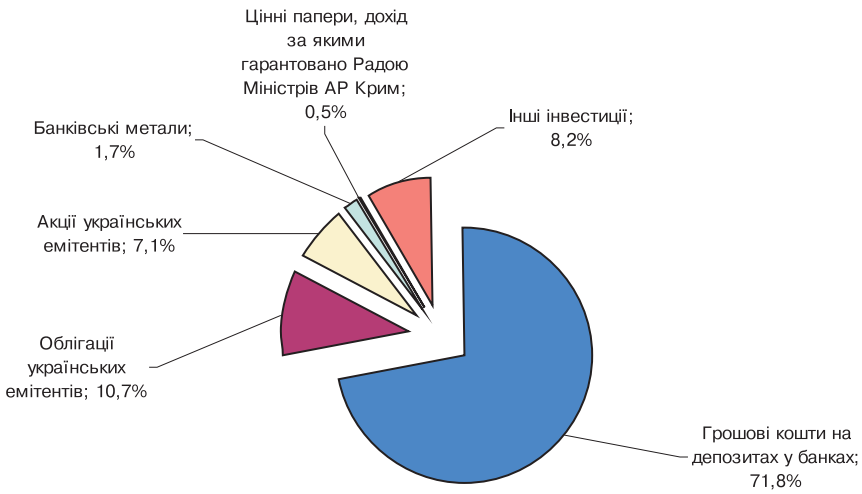


Рис. 2. **Структура інвестованих пенсійних активів.**

Кількість фінансових компаній за 2005 рік зросла із 45 до 74; загальний обсяг фінансових послуг, наданих фінансовими компаніями за цей час, становив 6,9 млрд грн. Серед них: банківські операції з обміну валют (4,33 млрд грн); банківські операції з переказу коштів (1,16 млрд грн); залучення фінансових активів фізичних осіб (0,96 млрд грн); залучення фінансових активів юридичних осіб (0,125 млрд грн); надання позик (0,193 млрд грн); послуги факторингу (62 млн грн); надання фінансових кредитів за рахунок власних коштів (38,5 млн грн); фінансовий лізинг (14,1 млн грн); надання гарантій (6,5 млн грн); надання порук (6 млн грн)[9].

Після прийняття 2001 року Закону України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" доволі динамічно трансформується система інвестиційних фондів. За 9 місяців 2005 року кількість ІСІ зросла зі 105 до 221, а загальний обсяг зареєстрованих емісій їх цінних паперів на кінець ІІІ кварталу 2005 року становив 23,9 млрд грн, що на 4 млрд грн перевищує показник ІІ кварталу. Найбільшу емісію здійснили венчурні пайові інвестиційні фонди (ПІФи) — 22,1 млрд грн, або 92,18 % загального обсягу. Інтер-

[8] *Олександров А.* Розвиток небанківського фінансового сектору у 2005 році // Цінні папери України. — 2006. — №16 (408). — С. 22.

[9] *Там само.*

вальні диверсифіковані ПІФи здійснили емісію на суму 64,4 млн грн (0,27 %), відкриті ПІФи — 286,8 млн грн (1,2 %), закриті диверсифіковані ПІФи — 12 млн грн (0,05 %), закриті недиверсифіковані ПІФи — 823,5 млн грн (3,45 %), закриті недиверсифіковані КІФи — 238,6 млн грн (1 %), венчурні КІФи — 333,9 млн грн (1,4 %)[10].

Як бачимо, в Україні поки що має місце банківськоорієнтований тип інвестиційного процесу, оскільки банківські фінансові посередники відіграють найбільшу роль, хоча й небанківський сектор розвивається динамічно. Такий значний розрив між банками та небанківськими інституційними інвесторами сьогодні маємо через те, що становлення банківської системи в Україні відбувалося з початку 1990-х років, а небанківського сектору — набагато пізніше. Спостерігаючи оптимістичну динаміку розвитку інституційних інвесторів небанківського типу, можна сподіватися, що через 8—10 років вони зможуть конкурувати з банками.

За останні півстоліття сталася концентрація фінансової могутності в руках відносно невеликої кількості організацій, які називають інституційними інвесторами. Скажімо, в американській економіці ці організації в сукупності володіють більш ніж половиною акціонерного капіталу, випущеного в обіг американськими корпораціями.

Більшість інвесторів, мабуть, погодиться з твердженням, що їх завдання — заробити якомога більше грошей. Однак незважаючи на те, що ця ідея досить проста постфактум, оскільки вам залишається лише підрахувати прибуток від інвестицій, вона досить неоднозначна, коли йдеться про інвестиції, до того як ви їх зробите, оскільки рідко буває, щоб інвестору наперед було відомо, скільки він заробить. Майже всі інвестиції здійснюються в умовах невизначеності. Таким чином, незважаючи на те, що всі інвестори бажають забезпечити собі високу дохідність, вони також прагнуть уникнути ризику. Тому не дивно, що інвестиції, які обіцяють вищі ставки дохідності, пов'язані з вищими ризиками. У цьому й полягає баланс між дохідністю та ризиком. Власне, головною причиною зростання активності інституційних інвесторів є те, що вони цей баланс забезпечують найоптимальніше.

[10] Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2005 р. // Українська інвестиційна газета. — 2006. — № 11. — С. 20.