

Камінський А.Б.,

доктор економічних наук,
доцент кафедри економічної кібернетики
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка

Соломка Я.В.,

аспірант кафедри економічної кібернетики
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка

ДОСЛІДЖЕННЯ ІНФОРМАЦІЙНОЇ ПРОЗОРОСТІ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Досліджено рівень інформаційної прозорості інститутів спільного інвестування (СІІ) України та здійснено його оцінку на основі розробленої авторами системи. Визначено аспекти діяльності компаній з управління активами та СІІ, що мають високий і низький рівні розкриття інформації. Проаналізовано зв'язок інформаційної прозорості й економічних характеристик діяльності СІІ.

The results of investigation of the transparency level of Ukrainian collective investment institutions (CII) are presented in the article. The investigation is grounded on score-based system of transparency estimation elaborated by the authors. The aspects of asset management companies and collective investment institutions activity with high and low level of transparency are identified. The analysis of interdependency between transparency and indicators of economic activity of CII are fulfilled.

Ключові слова: інформаційна прозорість, інститути спільного інвестування, система оцінювання інформаційної прозорості, компанії з управління активами.

Потреба в розкритті інформації для прийняття інвестиційних рішень визначається логікою сучасних інвестиційних процесів: інвестори прагнуть зменшити ризик асиметрії інформації щодо об'єктів інвестування. Інформаційна асиметрія виникає між корпораціями й інвесторами, внаслідок агентських відносин, а також неефективності більшості інвестиційних ринків: різні групи інвесторів можуть володіти або тільки публічною, або ще й приватною інформацією. Низка досліджень вказує на те, що зменшення такої асиметрії (через підвищення рівня розкриття потрібної інвесторам інформації) сприяє підвищенню ліквідності, попиту на цінні папери компанії та зниженню ціни капіталу¹. До того ж компанії з вищим рівнем розкриття інформації мають більшу капіталізацію, вагомішу частку інституціональних інвесторів та менший спред між ціною купівлі і продажу акцій компанії². Але головним, на нашу думку, є факт існування оберненої залежності між рівнем розкриття інформації й вартістю інвестиційних ресурсів:

¹ Diamond D., Verrecchia R. Disclosure liquidity and the cost of capital // Journal of Finance. — 1991. — Vol. 46. — P. 1325—1360.

² Chang M., D'Anna G., Watson I., Wee M. Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry? // Australian Journal of Management. — 2008. — Vol. 33, Issue 2. — P. 375—390.

підвищення компанією першого зумовлює зменшення другої³. Саме цей ефект є економічним стимулом підвищення інформаційної прозорості компаній і фінансових інститутів. Іншими стимулами є нормативно-правові положення, що регулюють взаємовідносини власників і менеджерів у аспекті надання власникам повної й достовірної інформації. Наприклад, розділ XV Закону України “Про акціонерні товариства” регламентує порядок надання інформації акціонерним товариством⁴.

На українському ринку дослідження інформаційної прозорості перебувають на початковій стадії. У 2006 році Службою рейтингів корпоративного управління міжнародної рейтингової компанії “Standard & Poor’s” спільно з Агентством фінансових ініціатив було започатковано дослідження інформаційної прозорості 30-ти найбільших українських банків, яке було продовжене у 2007 і 2008 роках. Банки оцінювалися за низкою значимих для інвесторів критеріїв, та на цій основі розраховувався інтегральний показник — індекс прозорості банку. Одним із результатів цього дослідження стало встановлення залежності процентної ставки за синдикованими кредитами українських банків від індексу прозорості: підвищення останнього на 9 пунктів спричиняло зменшення процентної ставки за позиками на 1 %⁵. У 2007-му подібне дослідження було здійснене “Standard & Poor’s” для найбільших публічних компаній українського ринку.

Враховуючи зазначені економічні ефекти, пов’язані з інформаційною прозорістю й асиметрією інформації, ми поставили за мету дослідити зв’язок між рівнем інформаційної прозорості українських інститутів спільного інвестування (ICI) та економічною ефективністю цих інститутів. Для цього нами була розроблена система скорингового (бального) оцінювання інформаційної прозорості українських ICI. Така система дала змогу сформуванню уявлення про рівень інформаційної прозорості на українському ринку спільного інвестування, виявити проблеми і внести пропозиції щодо їх розв’язання, а також відобразити рівень інформаційної прозорості в числовому вигляді й за рахунок цього здійснити економікоматематичний аналіз зв’язку між прозорістю й показниками економічної діяльності ICI.

Система оцінювання інформаційної прозорості ICI в сукупності складається із 64-х критеріїв оцінки, що згруповані у два блоки (табл. 1): “Інформація стосовно КУА” (32 критерії) та “Інформація щодо ICI” (32 критерії). Така структуризація

³ Easley D., O’Hara M. Information and the cost of capital // Journal of Finance. — 2004. — Vol. 52. — P. 1553—1583.

⁴ Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 № 514-VI // ВВР. — 2008. — № 50—51. — Ст. 384.

⁵ Кризис ликвидности банковской системы ужесточает требования к прозрачности банков: Исследование информационной прозрачности банков Украины в 2008 г. / А. Губаренко, Я. Соломка, А. Карпенко и др.; Standard & Poor’s & Financial Initiatives Agency: [Електр. ресурс]. — http://www.standardandpoors.ru/_Images/Pdfs/4667.pdf.

Таблиця 1. Система оцінювання інформаційної прозорості ІСІ

Компоненти	Кількість критеріїв оцінки	Значимість критеріїв, %
Блок 1. Інформація стосовно КУА		
1.1. Розкриття структури власності КУА	7	8
1.2. Надання інформації про менеджмент КУА	9	18
1.3. Висвітлення результатів діяльності КУА	8	12
1.4. Відносини КУА з інвесторами	8	12
Компоненти 1.1 — 1.4 в цілому	32	50
Блок 2. Інформація щодо ІСІ		
2.1. Наявність текстів установчих документів ІСІ	4	10
2.2. Розкриття результатів діяльності ІСІ	12	10
2.3. Висвітлення інвестиційної стратегії ІСІ	8	18
2.4. Відносини з інвесторами в межах ІСІ	8	12
Компоненти 2.1 — 2.4 в цілому	32	50
Разом	64	100

зумовлена тим, що результати інвестиційної діяльності залежать як від об'єкта інвестування (фонду), так і від ефективності керування фондом, яке здійснює компанія з управління активами (КУА). Оцінки (скорингові бали), визначені за окремими критеріями, сумуються з урахуванням значимості критеріїв. У результаті кожному ІСІ відповідає інтегральний скоринговий бал, відношення значення якого до максимально можливого і є рівнем інформаційної прозорості. Останній показник називатимемо індексом інформаційної прозорості ІСІ. Таким чином, ідеальний за нашою системою оцінювання ІСІ матиме значення індексу 100 %, а оцінені реальні ІСІ — в межах від 0 % до 100 %.

Оцінка інформаційної прозорості ІСІ в першу чергу пов'язана із транспарентністю його інвестиційної стратегії. Враховуючи це, найбільшу вагу у блоці “Інформація щодо ІСІ” має компонент висвітлення інвестиційної стратегії фонду (тобто її розгорнутий опис, аналіз потенційних ризиків, структура інвестиційного портфеля за інструментами й за секторами економіки тощо). Також у блоці представлені компоненти щодо розкриття установчих документів фонду й результатів його діяльності. Маючи можливість ознайомитися з інформацією цих компонентів, потенційний інвестор може оцінити відповідність даного фонду його інвестиційним цілям, ставленню до ризику та інвестиційному горизонту. Останній у цьому блоці компонент характеризує прозорість механізмів взаємодії з інвесторами даного фонду (зокрема, процедура купівлі й викупу цінних паперів ІСІ, наявність цінних паперів у продажу, інформація про ціни).

Оцінка інформаційної прозорості КУА, яка здійснює управління фондом, пов'язана з аспектом агентських відносин. Цей аспект, як елемент неінституціональної фінансової теорії, зумовлюється тим, що агент, залучений до управління інвестиційним фондом, може виходячи із власних інтересів змінити інвестиційну стратегію і профіль “ризик-дохід” фонду у процесі його управління. Тому акцент у другому блоці моделі оцінювання робиться на розкритті такої інформації,

з допомогою якої інвестор міг би оцінити надійність і професійно-кваліфікаційний рівень агента, в управління якому довіряються кошти. З огляду на зазначене, тут наводяться критерії оцінювання, пов'язані зі структурою власності, менеджментом КУА та його кваліфікацією, результатами діяльності КУА, а також із відносинами з інвесторами.

Інформаційною базою для оцінювання рівня прозорості ІСІ в дослідженні виступили інтернет-ресурси КУА й регулятора ринку — Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. В останньому випадку в оцінках була використана інформація про ІСІ й КУА, розмішена на сайті Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України (www.smida.gov.ua). Для аналізу зв'язку між рівнем інформаційної прозорості й показниками економічної ефективності використані статистичні дані Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ — www.uaib.com.ua) та інформаційного ресурсу Investfunds.

Автори розуміють, що при оцінюванні на основі інтернет-ресурсів не беруться до уваги інші форми розкриття інформації про ІСІ, які можуть використовуватися КУА. Наприклад, спеціальні семінари для потенційних інвесторів із метою презентації фондів для інвестування. Разом із тим розкриття компаніями через інтернет-ресурси інформації, важливої для інвесторів, є світовим трендом у системі інвестиційних взаємовідносин⁶. Це дає змогу якісно, вчасно й у зручний спосіб забезпечувати інвесторів потрібною інформацією, що істотно знижує ризик її асиметрії для них. У аспекті нашого дослідження розкриття інформації через Інтернет є особливо важливим, адже йдеться про залучення на ринок інвестиційних ресурсів від фізичних і юридичних осіб. Отож інтернет-ресурси виступають ефективним способом надання потенційним інвесторам необхідних відомостей. Окрім цього, практично вся інформація, що відкрито презентується КУА інвесторам у інші способи, може бути представлена в інтернет-ресурсах КУА. Враховуючи зазначене, ми вважаємо використання системи оцінювання інформаційної прозорості на основі інтернет-ресурсів КУА й регулятора цілком коректним.

У ролі об'єктів дослідження виступили публічні ІСІ, середнє значення щоквартальної вартості чистих активів (ВЧА) яких за 2008 рік було вищим за 10 млн грн і строк діяльності котрих не закінчується у 2009 році. У вибірку для дослідження увійшло 50 ІСІ, які перебувають під управлінням 26-ти КУА, зокрема 10 відкритих пайових інвестфондів (ПІФ), 8 інтервальних ПІФ і 32 закритих недиверсифікованих корпоративних інвестфонди (КІФ). Сукупна ВЧА досліджуваних ІСІ включає 60 % ВЧА невенчурних ІСІ. Інформаційна прозорість ІСІ оцінювалася протягом липня — серпня 2009 року.

Результати проведеного дослідження свідчать, що в цілому розкривається менше половини вагомої для інвесторів інформації. Так, середнє значення індексу

⁶ *Deller D., Stubenrath M. & Weber C.* A survey on the use of the Internet for investor relations in the USA, the UK and Germany // *European Accounting Review*. — 1999. — Vol. 8. — P. 351—364.

прозорості становить 43,4 %, причому інформативність інтернет-ресурсів КУА дорівнює 36,5 %, а порталу smida — лише 12,9 %. Різняться рівень інформаційної прозорості для ІСІ різних типів (табл. 2): закриті КІФ мають менший рівень розкриття інформації, ніж відкриті й інтервальні ПІФ. Цей ефект викликаний нижчим рівнем розкриття інформації КУА. Втім, у розрізі джерела розкриття інформації в інтернет-ресурсах регулятора ринку розкривається більше інформації щодо закритих КІФ, ніж для ПІФ.

Таблиця 2. Індекс інформаційної прозорості для ІСІ різних типів, %

Показник	Відкриті ПІФ	Інтервальні ПІФ	Закриті КІФ
Середнє значення в цілому	51,23	51,37	39,02
Середнє значення за інтернет-ресурсом КУА	49,58	48,40	29,45
Середнє значення за інтернет-ресурсом ДКЦПФР	7,35	10,97	15,18

Різниця в рівні інформаційної прозорості ІСІ різних типів зумовлена, передусім, складом інвесторів власників сертифікатів невенчурних ІСІ (табл. 3).

Таблиця 3. Структура власників сертифікатів невенчурних ІСІ на 30.06.2009, у % від ВЧА

Фонди	Юридичні особи — резиденти	Юридичні особи — нерезиденти	Фізичні особи — резиденти	Фізичні особи — нерезиденти
Відкриті	3,08	59,34	36,52	1,06
Інтервальні	59,39	0,26	40,34	0,00
Закриті	91,98	7,16	0,86	0,00
Всього	87,76	8,49	3,72	0,03

Джерело: офіційний сайт УАІБ. — <http://www.uaib.com.ua>.

Як видно з таблиці, в закритих фондах домінують юридичні особи — резиденти України та практично відсутні фізичні особи. Як наслідок, рівень розкриття інформації щодо таких фондів нижчий. Водночас у відкритих та інтервальних фондах фізичним особам належить істотна частка (більш ніж третина) сертифікатів, до того ж індекс прозорості в них вищий.

Отримані результати не в останню чергу пояснюються формами власності КУА: із 26 досліджуваних компаній, лише одна, “Кінто”, є відкритим акціонерним товариством і відповідно має найвищий рівень транспарентності. Інші КУА — це 19 товариств із обмеженою відповідальністю й 6 закритих акціонерних товариств. Інтернет-сайти чотирьох КУА перебували у процесі розробки або ребрендингу, а дві компанії на момент проведення дослідження взагалі не мали сайтів.

Низька інформативність інтернет-ресурсу smida викликана відсутністю даних стосовно ПІФ (окрім керівної компанії), а також висвітлення КІФ за шаблоном (як і для інших емітентів). Розглянемо рівень розкриття інформації за блоками й компонентами (табл. 4).

Як бачимо, найохочіше КУА надають тексти регламентів інвестиційних фондів та їх проспекти емісії, й у цілому даний компонент розкритий найбільшою

Таблиця 4. Рівень розкриття інформації за компонентами

Найменування компонента	Рівень розкриття інформації, %
Наявність текстів установчих документів ІСІ (2.1)	60,60
Відносини КУА з інвесторами (1.4)	57,75
Розкриття структури власності КУА (1.1)	47,31
Висвітлення результатів діяльності КУА (1.3)	47,02
Відносини з інвесторами в межах ІСІ (2.4)	45,08
Висвітлення інвестиційної стратегії ІСІ (2.3)	43,67
Розкриття результатів діяльності ІСІ (2.2)	39,30
Надання інформації про менеджмент КУА (1.2)	21,20

мірою. Досить повно розкривається компонент, пов'язаний із відносинами між КУА та інвесторами. До речі, тільки в нього мінімальна кількість балів перевищує 0 (становить 12,5 %), а отже, всі КУА так чи інакше розкривають цей аспект. Щодо висвітлення інвестиційної стратегії ІСІ треба зауважити, що в 14-ти фондів не було представлено її опису. І найгірше розкривається інформація стосовно результатів діяльності ІСІ та менеджменту КУА. Таким чином, у обох блоках є істотні інформаційні прогалини, через які інвестори не мають повного уявлення про перспективи інвестування.

Для аналізу залежностей між індексом інформаційної прозорості й характеристиками діяльності КУА й ІСІ в межах дослідження були побудовані однофакторні регресійні моделі. Аналіз значущості здійснювався на основі відповідних значень *p-value*, ступінь впливу визначався з допомогою коефіцієнта кореляції.

Автори проаналізували гіпотези про зв'язок між рівнем інформаційної прозорості й такими характеристиками, як обсяги діяльності КУА, біржові ціни цінних паперів ІСІ та активність торгів на вторинному ринку, обсяги залучення коштів ІСІ, ефективність управління активами ІСІ.

На основі регресійного аналізу в межах дослідження виявлено, що збільшення індексу інформаційної прозорості відбувається при орієнтації КУА на залучення коштів через публічні фонди та не залежить від розміру компанії й кількості фондів в управлінні.

Факт впливу рівня прозорості на формування біржової ціни цінних паперів ІСІ й активність торгів на вторинному ринку встановити не вдалося, що в принципі не означає його відсутності. Причинами можуть бути як нелінійність зв'язку між параметрами інформаційної прозорості й біржових торгів цінними паперами ІСІ, так і нерозвиненість фондової системи їх купівлі-продажу, непрозорість механізмів формування ціни цінних паперів ІСІ на вторинному ринку тощо. Дослідження ускладнювалося також браком даних для достовірного аналізу в цьому напрямі. Так, цінні папери тільки сорока із 50-ти досліджуваних ІСІ можуть обертатися на вторинному ринку, лише 13 з них мають історію котирування на біржі ПФТС і 8 — історію торгів. Окрім того, в досліджуваний період (2008—2009) у частини ІСІ котирування були

відсутні й торги не проводилися. Отже, сучасний стан розвитку вторинного ринку цінних паперів ІСІ не дає змоги зробити висновок про механізми впливу інформаційної прозорості.

Результати дослідження підтверджують гіпотезу, ніби інформаційна прозорість є важливим інструментом взаємодії з інвесторами, що сприяє поліпшенню ділової репутації КУА й відповідно припливу коштів у ІСІ під її управлінням. Сума абсолютних значень часток залучених коштів від ВЧА відкритих та інтервальних ІСІ за період із початку 2008 року по I кв. 2009-го негативно корелює з індексом прозорості ІСІ. Втім, оскільки в зазначений період спостерігався вплив коштів із ІСІ, можна дійти висновку, що високий рівень прозорості допомагає втримати їх, а в майбутньому сприятиме залученню коштів інвесторів. У ролі мірила ефективності залучення коштів також використовується обсяг вкладень фізичних осіб, оскільки саме цей клас переважно дрібних інвесторів характеризується незалежністю від КУА (мається на увазі, що інвестори — юридичні особи можуть бути певним чином афільовані з КУА). Частка вкладень фізичних осіб у відкриті ІСІ за I—III кв. 2009 року також тісно пов'язана з рівнем інформаційної прозорості відповідного інституту.

Крім того, в рамках дослідження встановлено наявність зв'язку індексу прозорості ІСІ з показниками, що характеризують ефективність управління

Таблиця 5. Зв'язок між індексом інформаційної прозорості та основними показниками діяльності КУА й ІСІ

Показники діяльності	Коефіцієнт кореляції	Характер впливу	p-value	Кількість спостережень
Показники діяльності КУА				
Середнє квартальне значення ВЧА КУА з початку 2008 року по I кв. 2009-го	Зв'язок не встановлено			
Кількість фондів в управлінні КУА	Зв'язок не встановлено			
Число невенчурних фондів в управлінні КУА	0,479	+	0,033	20
Кількість публічних фондів в управлінні КУА	0,630	+	0,003	20
Частка публічних фондів в управлінні КУА від загального числа	0,574	+	0,008	20
Інтегрований показник кількості і структури публічних фондів в управлінні КУА	0,653	+	0,002	20
Число фондів різних типів в управлінні КУА (відкритого, інтервального, закритого)	Зв'язок не встановлено			
Показники діяльності ІСІ				
Сума абсолютних значень часток залучених коштів від ВЧА відкритих та інтервальних ІСІ з початку 2008 року по I кв. 2009-го	-0,549	-	0,034	15
Середнє квартальне значення частки вкладень фізичних осіб у ВЧА відкритих ІСІ за період I—III кв. 2008 року	0,893	+	0,007	7
Середньоденна дохідність відкритих ІСІ у 2008 році	0,671	+	0,034	10
Середньоденна волатильність відкритих ІСІ у 2008 році	-0,702	-	0,024	10
Значення коефіцієнта Шарпа відкритих ІСІ у 2008 році	0,719	+	0,019	10

його активами, а саме: середньоденною дохідністю, волатильністю та значенням коефіцієнта Шарпа відкритих інститутів. Це свідчить про існування залежності між рівнем корпоративного управління КУА й фінансовими результатами фондів в управлінні (табл. 5).

У результаті дослідження встановлено невисокий рівень інформаційної прозорості цілої низки аспектів діяльності КУА й ІСІ, що актуалізує завдання розробки рекомендацій щодо підвищення інформаційної прозорості даних аспектів. Рекомендації можуть розроблятися в регулятивному руслі, через удосконалення чинної нормативно-правової бази, або в руслі корпоративного управління. В останньому випадку їх упровадження пов'язане з обґрунтуванням економічних стимулів для КУА щодо підвищення інформаційної прозорості. У проведеному дослідженні обґрунтовано зв'язок між індексом прозорості та часткою вкладень фізичних осіб, що вказує на те, що інформаційна прозорість є важливим фактором залучення коштів фізичних осіб. Разом із тим час проведення дослідження збігся із фінансовою кризою, яка викликала значний вплив коштів із ІСІ, що не могло не позначитися на аналізі зв'язку між індексом інформаційної прозорості та основними показниками діяльності КУА й ІСІ. Враховуючи це, автори вважають за доцільне продовжити дослідження в умовах стабілізації ситуації на фінансовому ринку України.