

А. В. Хуторна,
аспірант, Дніпропетровський національний університет ім. Олеся Гончара

ДОСВІД УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕСТОРІВ СВІТУ НА ЗАСАДАХ МІЖНАРОДНОЇ ДИВЕРСИФІКАЦІЇ

У статті уточнено визначення терміна "інституційний інвестор" шляхом поєднання підходів вітчизняних та іноземних науковців. Досліджено зарубіжний досвід управління інвестиціями на основі міжнародної диверсифікації, проаналізовані напрями та структура розміщення активів інституційних інвесторів країн світу, зазначені відмінності в управлінні відповідно до рівня соціально-економічного розвитку окремих регіонів. Виявлено перешкоди для глобальної інвестиційної диверсифікації в країнах, що розвиваються.

The definition of "institutional investor" is clarified by combining the approaches of domestic and foreign scholars in the article. The international experience in managing investments through international diversification is investigated, trends and structure of the institutional investors assets all over the world is analyzed, some differences in management are marked according to the region degree of socio-economic development. The barriers of the global investment diversification in developing countries are revealed.

Ключові слова: інституційний інвестор, міжнародна диверсифікація, управління інвестиціями, розміщення активів.

Key words: institutional investor, international diversification, investment management, assets allocation.

ВСТУП

У країнах з розвиненими фінансовими ринками найважливішими гравцями є інституційні інвестори. Інституційні інвестори впливають на фінансові ринки по всьому світу через своє домінування як покупці і утримувачі корпоративних цінних паперів. Через крупний розмір своїх портфелів вони можуть чинити істотний вплив на стратегію розвитку і поточну діяльність бізнесу. Враховуючи, що активність акціонерів визначається як використання акціонерами своїх прав для надання тиску на менеджмент або фінансовий інститут в цілому, розуміння функціонування інституційних інвесторів у контексті їхньої міжнародної активності важливе як для самих інститутів, так і для країни в цілому. Загальною тенденцією інституційної еволюції є зростаюча роль фінансового посередництва, інституційна форма якого підвищує соціально-економічну значущість ринкового механізму.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ НАУКОВИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Однак, дослідження вказує на те, що дотепер не розкрито питання про застосовність і адекватність різних видів міжнародної диверсифікації, зокрема диверсифікації інвестицій, диверсифікації вкладень в цінні папери; недостатньо вивчений досвід управління активами інституційних інвесторів світу (США, Великобританії, Канади, Франції, Німеччини, Нідерландів та ін.) на засадах міжнародної диверсифікації. Диверсифікуючи свої вкладення в декількох країнах, економічні цикли яких не мають повної відповідності, інституційні інвестори, як правило, мають нагоду скоротити коливання прибутковості. Базові поняття функціонування інституційних інвесторів можна знайти в класичних роботах У. Шарпа "Інвестиції", З. Боді "Принципи інвестицій", Р. Колба "Фінансові інститути і ринки". Фундаментальним дослідженням відносно

Таблиця 1. Глобальні активи інституційних інвесторів по країнам*

Країна	2006 р.		2007 р.		2008 р.		2009 р.		2010 р.		Зміни 2010/2006	
	млрд дол	%	млрд дол	%	млрд дол	%	млрд дол	%	млрд дол	%	млрд дол	%
США	11916	66,6	13826	65,3	8110	66,7	11116	62,3	12850	62,2	934	-4,4
Велика Британія	2168	12,1	2441	11,5	1201	9,9	1837	10,3	2173	10,5	5	-1,6
Канада	652	3,6	792	3,7	454	3,7	731	4,1	880	4,3	228	0,7
Китай	50	0,3	137	0,6	117	1,0	465	2,6	511	2,5	461	2,2
Франція	416	2,3	530	2,5	321	2,6	476	2,7	477	2,3	61	0
Японія	420	2,3	430	2,0	279	2,3	381	2,1	438	2,1	18	-0,2
Норвегія	153	0,9	233	1,1	184	1,5	338	1,9	386	1,9	233	1
Швеція	253	1,4	284	1,3	150	1,2	249	1,4	309	1,5	56	0,1
Німеччина	291	1,6	332	1,6	190	1,6	276	1,5	293	1,4	2	-0,2
Нідерланди	209	1,2	278	1,3	157	1,3	225	1,3	257	1,2	48	0
Інші	1370	7,7	1884	65,3	1003	8,2	1746	9,8	2074	10,0	704	2,3

*Складено автором на основі World Investment Report Overview.

цих фінансових інститутів є монографія Ф. Девіса і Б. Стайла "Інституційні інвестори".

Мета статті полягає у всебічному вивченні досвіду управління активами інституційних інвесторів світу (США, Великобританії, Канади, Франції, Німеччини, Нідерландів та ін.) на основі міжнародної диверсифікації.

РЕЗУЛЬТАТИ

Зміст поняття "інституційний інвестор" та його змістовне наповнення досить широко розкриті в економічній літературі. Проте можна відзначити, що дослідники різних країн часто вкладають в цю дефініцію абсолютно різний зміст, що об'єктивно ускладнює світові порівняння кількісних та якісних параметрів розвитку послуг з управління активами. У сучасній науковій фінансово-економічній літературі фінансові посередники часто ототожнюються з терміном "інституційні інвестори", але питання, яких інвесторів відносити до інституційних, у сучасній літературі є дискусійним.

У.Ф. Шарп у підручнику "Інвестиції" приводить наступне визначення інституційних інвесторів: "В найбільш широкому розумінні інституційні інвестори — це фінансові посередники будь-якого типу. Подібне визначення відокремлює їх від індивідуальних інвесторів, які володіють портфелями, всі доходи від яких належать безпосередньо їм" [10; 7].

Російський вчений В.І. Колесніков вважає, що "інституційні інвестори — це різноманітні фінансово-кредитні інститути, які здійснюють операції з цінними паперами (комерційні та інвестиційні банки, страхові товариства, інвестиційні фонди) [4, с. 80]. Підхід В.І. Колеснікова заснований на тому, що "більшість цих інститутів об'єднує кошти різноманітних інвесторів (юридичних і фізичних осіб), що шукають можливості їх вкладення в прибуткові цінні папери" [4, с. 80].

Т.К. Блохіна говорить, що "об'єднання фінансових ресурсів індивідуальних інвесторів для кваліфікованого управління ними з метою одержання прибутку називається інституційним інвестором" [1, с. 78].

Ряд українських вчених пропонують схоже визначення: "Інституційний інвестор — фінансовий посередник, який акумулює кошти індивідуальних інвесторів і здійснює інвестиційну діяльність, що спеціалізується, як

правило, на операціях з цінними паперами" [5; 6; 7].

Отже, інституційний інвестор — це юридична особа, яка виступає в ролі утримувача грошових коштів (внесків, паїв і т.д.) і здійснює їх вкладення в цінні папери, нерухоме майно (у тому числі права на нерухоме майно) з метою отримання прибутку. До таких інвесторів відносяться інвестиційні і пенсійні фонди, страхові органі-

зації і кредитні союзи (банки), депозитні інститути і т.д. В багатьох розвинених країнах інституційні інвестори є власниками переважної більшості акцій підприємств.

Фактично інституційні інвестори є каталізаторами фінансового ринку. Їх призначення полягає в поєднанні інтересів приватних інвесторів і підприємців. Таким чином, забезпечується ефективне накопичення капіталу і переміщення грошових коштів від власників до позичальників (в ролі позичальників виступають підприємства, що випускають на ринок акції).

Інституційні інвестори займаються перерозподілом тимчасово вільних ресурсів, вони оцінюють можливі ризики і мінімізують їх негативні наслідки.

З одного боку, інституційні інвестори нічого не виробляють, і тому іноді неспеціалісти схильні бачити в них якусь штучну структуру, чиє призначення полягає виключно у викачуванні грошей. Проте відсутність інституційних інвесторів приводить до застою виробництва, до проблем виробничих компаній і гальмування процесу економічного розвитку.

Як показують дослідження, грошові ресурси перемищуються:

- 1) в розвинених країнах:
 - через центральний банк — 5%;
 - комерційні банки — 35%;
 - за допомогою інших інституційних інвесторів — 60%;
- 2) в країнах, що розвиваються:
 - через банківську систему — 90%;
 - через систему інших інституційних інвесторів — 10% [8, с. 133].

Диверсифікація як спосіб зниження ризиків відома дуже давно. Найбільш ранні згадки можна знайти в Талмуді. Проте тільки в кінці 50-х минулого століття Гарі Марковіц розробив науковий метод аналізу ризиків і заклав основи диверсифікації. Набагато пізніше, в 1990 році, він отримав за своє відкриття Нобелівську премію.

Відкриття Марковіца змінило пріоритети на прямо протилежні. Поведінка окремо взятих акцій або навіть цілих класів активів відійшла на другий план. Виявилось, що для ефективності інвестиційного портфеля набагато важливіше те, як ці активи поведуться один з одним. Співвідношення прибутковості і ризику стало ключовим поняттям в інвестиційному аналізі [12, с. 112].

Більше половини активів світу (біля 60%) належить інституційним інвесторам США, інші — західноєвропейським і японським (табл. 1).

Переважну частину зарубіжного портфеля інституційних інвесторів складають цінні папери розвинених держав. Це пояснюється відносно високою часткою зарубіжного портфеля у інституційних інвесторів у Західній Європі.

Слід зазначити, що найбільш поширені місця розташування провідних глобальних інвестицій — це Нью-Йорк /Північний/ Південний, Бостон, Лондон, Сан Франциско, Лос-Анджелес, Чикаго, Торонто, Париж, Токіо та ін (табл. 2).

Структура зарубіжного портфеля за видами цінних паперів у інституційних інвесторів також відрізняється. Інтерес інституційних інвесторів США і Канади в сфері зарубіжних вкладень зміщений у бік акцій. На них приходиться до 80% їх зарубіжних вкладень.

Інституційні інвестори Великобританії ділять свої переваги порівню між зарубіжними акціями і облігаціями, а Японії — віддають перевагу зарубіжним облігаціям (до 80% їх зарубіжних інвестицій). Серед облігацій, що користуються попитом, є і єврооблігації.

За останні два роки інституційні інвестори, включаючи міжнародні банки, пенсійні фонди і страхові компанії, почали виявляти цікавість до мікрофінансових інвестицій. Багато хто з них відреагував на значний попит роздрібних клієнтів на інвестиції в цей сектор [13].

Першими інституційними інвесторами в мікрофінансуванні були міжнародні банки, які спочатку працювали через свої відділи, що займаються благодійністю. Deutsche Bank став першим комерційним банком, який заснував фонд для мікрофінансування ще в 1998 році через свою структуру Deutsche Bank Americas Foundation. Сьогодні оптові послуги у формі кредитів, гарантій і технічної допомоги є найпоширенішою формою участі міжнародних банків в мікрофінансах.

Кредитування міжнародних фінансових організацій міжнародними банками склало майже 700 мільйонів доларів США в 2010 році, збільшившись на 100 мільйонів доларів США, в порівнянні з 2009 роком [13].

Міжнародні банки зіграли важливу роль в упровадженні стандартних методів фінансування міжнародних фінансових організацій. В 2005 році Citigroup ство-

Таблиця 2. Місця розташування провідних глобальних інвестицій*

Регіон	2006 р.		2007 р.		2008 р.		2009 р.		2010 р.		Зміни 2010/2006	
	млрд дол	%	млрд дол	%	млрд дол	%	млрд дол	%	млрд дол	%	млрд дол	%
Нью Йорк /Північний / Південний	3259	31,2	3683	40,9	1950	29,8	2788	29,9	3296	31,3	37	0,1
Бостон	2167	23,4	2413	16,4	1451	24,5	1933	23,0	2229	24,4	62	1
Лондон	1845	10,1	2056	17,2	1012	12,2	1563	13,1	1800	10,5	-45	0,4
Сан Франциско / Сан Хосе / Каліфорнія	1286	5,9	1443	3,4	897	5,8	1213	6,1	1414	6,0	128	0,1
Лос Анджелес / Пасадена / Каліфорнія	800	4,6	1494	3,0	854	4,2	1197	4,4	1249	4,2	449	-0,4
Філадельфія / Вільмінгтон	753	5,1	866	6,0	560	4,1	759	4,2	977	4,3	224	-0,8
Чикаго	683	3,3	697	2,1	433	3,2	622	3,3	731	3,2	48	-0,1
Торонто	451	1,45	532	1,2	310	1,6	485	1,6	594	1,6	143	0,15
Париж	411	1,6	524	0,8	318	1,5	471	1,5	477	1,5	66	-0,1
Токіо	416	1,3	425	0,8	276	1,3	377	1,3	434	1,3	18	0
Інші	4865	12,0	5879	8,2	3452	11,9	5484	11,6	6375	11,8	1510	-0,2

*Складено автором на основі World Investment Report Overview.

рив мікрофінансову групу, що вплинула на розвиток фінансових інновацій в сфері фінансування. Наприклад, він організував первинне розміщення облігацій міжнародних фінансових організацій серед приватних осіб для Mibanco в Перу і перший випуск облігацій інвестиційного рівня в місцевій валюті для міжнародних фінансових організацій Compartamos в Мексиці. Він також провів революційну диверсифіковану сек'юритизацію і здійснив інвестиції в BRAC в Бангладеш, а також надав синдигований кредит ProCredit Bank в Румунії. Citigroup співпрацює з декількома мікрофінансовими фондами, надаючи послуги з хеджування і агентські послуги.

Крупні міжнародні інвестиційні банки формують другу хвилю інституційних інвесторів. Вони пропонують міжнародним фінансовим організаціям послуги інвестиційного банкінгу і допомагають в розподілі засобів, а також виступають як посередники між емітентами цінних паперів і інвесторами. Credit Suisse, наприклад, виступає в ролі дистриб'ютора для Всесвітнього мікрофінансового фонду ResponsAbility. Morgan Stanley допомагає в розміщенні облігацій структури BlueOrchard Loans for Development (BOLD) I і II і в даний час створює відділ, який пропонуватиме повний спектр послуг інвестиційного банкінгу мікрофінансової індустрії.

Міжнародні страхові компанії і пенсійні фонди також починають звертати увагу на диверсифіковані інвестиції, зокрема в мікрофінансування як на елемент портфеля соціально відповідальних інвестицій.

Соціально відповідальні керовані фонди таких страхових компаній, як Morley в Сполученому Королівстві і AXA у Франції, теж здійснили невеликі інвестиції в мікрофінанси.

Деякі з найбільших пенсійних фондів, наприклад, TIAA-CREF в США, теж інвестували більш значні ресурси (100 мільйонів доларів США) в мікрофінанси.

І остання група інвесторів, які привертають увагу високими темпами зростання міжнародних фінансових організацій, — акціонерні інвестори, що орієнтуються на нові міжнародні ринки. Деякі з них, такі як Sequoia, Blackstone Group, Carlyle Group і той, що базується в Дубаї Legatum, зробили інвестиції в діпазоні від 20 до 40 мільйонів доларів США в дуже прибуткові міжнародні фінансові організації на найрозвиненіших мікрофінансових ринках, таких як Мексика і Індія. Ці інвестори орієнтуються на вузький прошарок розвинених міжнародних фінансових організацій, які в змозі забезпечити необхідну прибутковість.

У цілому, активи інституційних інвесторів розміщуються по регіонам, які поділяються на певні категорії: розвинені; ті, що розвиваються; слаборозвинені (табл. 3).

За даними табл. 3 видно, що лідерами розміщення активів інституційних інвесторів залишаються регіони Північної Америки та Європи, потім Азії. На долю тих регіонів, що розвиваються, та слабовивчених припадає досить мала кількість інвестицій.

ВИСНОВКИ

У сучасних умовах глобального світу здійснення повноцінної диверсифікаційної діяльності інституційними інвесторами супроводжується певними проблемами.

Стимувальними чинниками на шляху диверсифікації портфеля є відмінності у вимогах Американського і інших ринків відносно бухгалтерського обліку, які повною мірою не дозволяють адекватно оцінювати фінансову надійність емітентів, відмінності національних норм регулювання операцій на фондовому ринку та ін.

Найсерйозніші перешкоди для глобальної діяльності інституційних інвесторів існують на ринках, до яких відносяться і ринки країн з перехідною економікою, що розвиваються. Для цих ринків характерною залишається нерозвиненість інфраструктури, низька ліквідність, недосконалість нормативної бази, слабкість системи державного регулювання, неопрацьованість системи фінансової звітності відносно емітентів і пов'язана з цим інформаційна непрозорість емітентів, високий рівень ризиків ринків, що розвиваються.

Але, незважаючи на все, діяльність інституційних інвесторів повинна ефективно здійснюватись, зокрема на засадах міжнародної диверсифікації, адже вона має високу соціальну значущість, оскільки завдяки інституційним інвесторам до економіки залучаються заощадження дрібних інвесторів — найважливіше національне джерело фінансування інвестиційної дія-

Таблиця 3. Інвестиції інституційних інвесторів по регіонам розміщення акцій*

Країна	2006 р.		2007 р.		2008 р.		2009 р.		2010 р.		Зміни 2010/2006	
	млрд дол	%	млрд дол	%	млрд дол	%	млрд дол	%	млрд дол	%	млрд дол	%
Розвинені країни Північної Америки	20214	63,3	24631	59,4	20184	63,3	19292	69,7	26028	67,0	5814	3,7
Розвинені країни Європи	7988	25,0	10677	25,7	7280	22,8	7385	22,8	8499	21,9	511	-3,1
Розвинені країни Азії	1886	15,9	2603	16,3	1699	15,3	1920	19,9	1643	14,6	-243	-1,3
Країни, що розвиваються	1745	5,5	3439	8,3	2567	8,0	3368	10,4	2316	6,0	571	0,5
Слабовивчені	76	0,2	142	0,3	179	0,6	366	1,1	354	0,9	278	0,7

* Складено автором на основі World Investment Report Overview.

ності. Інституційні інвестори підвищують ефективність функціонування економічної системи, забезпечують вирівнювання попиту і пропозиції на інвестиційних ринках, сприяють встановленню рівноваги ринків на мікро і макrorівні, впливають на стабілізацію і ефективність функціонування сучасних економічних систем.

Література:

1. Блохина Т.К. Институциональные инвесторы в концепции развития российского фондового рынка: диссертация доктора экономических наук — М., 2000. — 195 с.
2. Боди З. Принципы инвестиций / З. Боди, А. Кейн, А. Маркус, Пер. с англ. — М.: Издательский дом "Вильямс", 2004. — 984 с.
3. Колб Роберт В. Финансовые институты и рынки: учебник / Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес; [пер. 2-ого амер.изд.]. — М.: Дело и сервис, 2003. — 687 с.
4. Колесников В.Н. Ценные бумаги / В.Н. Колесников, В.С. Торкановский, — М.: Финансы и статистика, 1998. — 355 с.
5. Мозговий О.М. Міжнародні фінанси: навч. посіб. / Мозговий О.М., Оболенська Т.Є., Мусієць Т.В. — К.: КНЕУ, 2005. — 557 с.
6. Портфельне інвестування: навч. посіб. / [Пересяда А.А., Шевченко О.Г., Коваленко Ю.М., Урванцева С.В.]. — К.: КНЕУ, 2004. — 408 с.
7. Реверчук С.К., Вовчак О.Д., Кубів С.І., Злупко С.М., Ступницький В. В. Институційна інвестологія: Навч. посіб. — К.: Атіка, 2004. — 207с.
8. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг / Рубцов Б.Б. — М.: Экзамен, 2002. — 448 с.
9. Ценные бумаги: учеб. / Под ред. В.Н. Колесникова, В.С. Торкановского. — М., 1999. — 416 с.
10. Шарп У.Ф. Инвестиции: учебник / Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж.В.; [пер. с англ.]. — М.: ИНФРА-М, 1999. — 1028 с.
11. Davis E.P. Institutional Investors / E. Davis, B. Steil. — MIT Press, 2001. — 524 p.
12. Markowitz H. "Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments". — New York, John Wiley, 1959. — 233 p.
13. World Investment Report Overview: <http://www.unctad.org/>

Стаття надійшла до редакції 07.11.2011 р.