

ти на змішаному фінансуванні, підключенні раніше не використаних нетрадиційних джерел (фондів) страхування здоров'я, різного роду благодійних фондів і пожертв, штрафів і стягнень за забруднення навколишнього природного середовища, а також інших джерел, що не заборонені законодавством.

У такій ситуації необхідно забезпечити впровадження у законодавство і практику положення, що забезпечать залежність розмірів оплати праці від особистого внеску працівника у кінцеві результати праці. Не менш важливим є встановлення на законодавчому рівні системи мінімальних соціальних стандартів. Зокрема, визначення поняття, змісту і розміру прожиткового мінімуму та мінімальної заробітної плати.

Отже, на основі розглянутих пропозицій в найбільш загальному плані, не виникає сумніву, що оплата праці в установах охорони здоров'я вимагає багатофункціонального комплексу взаємообумовлених заходів на основі комплексного теоретичного підходу, а також здійснення та вирішення поставлених завдань з метою реалізації шляхів удосконалення.

Сучасні вимоги до системи охорони здоров'я і потреба вирішення ключових проблем визначають стратегічні цілі в галузі охорони здоров'я, які полягають в удосконаленні механізмів фінансування охорони здоров'я та оплати праці медичних працівників, упорядкуванні структури установ охорони здоров'я та їх правовому забезпеченні.

Джерела та література

1. Постанова КМУ від 30.08.2002р. №1298 зі "Про оплату праці працівників на основі єдиної тарифної сітки розрядів і коефіцієнтів з оплати праці працівників установ, закладів та організацій окремих галузей бюджетної сфери" (зі змінами внесеними постановою №790 від 22.08.2005р.).
2. Кичко І. І. Макроекономічний механізм фінансування охорони здоров'я // Фінанси України. – 2003 р. - № 4-6. С. 71.
3. Кір'ян Т. Проблемні питання реформування оплати праці в Україні // Україна: аспекти праці. – 2003 р. № 2. – С. 32-37.
4. Осовський Г. Питання реформи оплати праці в Україні в контексті реалізації плану дій щодо Євроінтеграції // Україна: аспекти праці. – 2005 р. № 3. – С. 3.
5. Остапенко Л. Про запровадження оплати праці на основі Єдиної тарифної сітки // Праця і зарплата. – 2004 р. № 40. - С. 3.

Филимошкина И.А.

РЫНОК СОВМЕСТНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ В УКРАИНЕ: ТЕНДЕНЦИИ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

Постановка проблемы. Формирование инновационной модели развития экономики Украины требует активизации инвестиционных процессов, мобилизации имеющихся и потенциальных источников финансовых ресурсов. Приоритетным способом привлечения средств является не прямое финансирование, которое представляет собой перемещение финансовых ресурсов между экономическими субъектами посредством специальных институтов – финансовых посредников.

Главными финансовыми посредниками традиционно являлись коммерческие банки. В течение последних десятилетий все большую роль в мобилизации и накоплении инвестиционного капитала в развитых странах мира начали играть специализированные небанковские финансовые учреждения.

Особого внимания заслуживает деятельность институтов совместного инвестирования (ИСИ). С ростом доходов и сбережений населения, а также в связи с низкой доходностью традиционных финансовых инструментов – депозитных вкладов – проблема развития рынка совместного инвестирования и повышения его эффективности является особенно актуальной.

Анализ публикаций. Динамичное развитие институтов совместного инвестирования в Украине в последнее время привлекает к их деятельности все больше внимание. Исследованием данной проблемы занимались многие зарубежные (Александр Г., Андерсон Т., Бейли В., Роу А., Шарп У. и др.) и отечественные экономисты (Андронов А.Н., Ватаманюк З.Г., Григоренко Е.М., Партин Г.О., Свердел М., Стирский М.В., Терещенко Г. М., Тивончук О.И. и др.).

Большинство авторов рассматривали институты совместного инвестирования как вид институциональных инвесторов, имеющий значительный потенциал роста. Отдельно анализировалась проблема участия населения в совместном инвестировании. Вместе с тем, не определены условия, способные активизировать рынок совместного инвестирования в Украине.

Формулировка цели. Целью данной статьи является оценка рынка совместного инвестирования Украины и определение перспектив его развития (с выделением факторов роста).

Для достижения цели исследования необходимо поставить и решить следующие задачи:

- 1) провести оценку рынка совместного инвестирования в Украине: истории его становления и основных тенденций развития;
- 2) проанализировать видовую и региональную структуры рынка совместного инвестирования;
- 3) изучить активность населения как участника инвестиционных фондов;
- 4) определить перспективы развития совместного инвестирования в Украине.

Изложение основного материала. Рынок совместного инвестирования является наиболее молодым сегментом финансового рынка Украины. Если в развитых странах он функционирует около двухсот лет (первые инвестиционные компании появились в Бельгии в 1822 году), то в Украине базовый закон (Закон Украины «Об институтах совместного инвестирования»), определяющий деятельность институтов совместного инвестирования был принят 15.03.2001 года.

Открытые инвестиционные и открытые взаимные фонды инвестиционных компаний, функционирующие в Украине с 1995 г., нельзя назвать ИСИ. Они были созданы для реализации задач сертификатной приватизации и не выполняли функций институциональных инвесторов [1, с. 50].

Институт совместного инвестирования – это корпоративный инвестиционный фонд или паевой инвестиционный фонд, который проводит деятельность, связанную с объединением (привлечением) денежных средств инвесторов с целью получения прибыли от вложения их в ценные бумаги других эмитентов, корпоративные права и недвижимость [2].

Первые инвестиционные фонды, способные мобилизовать сбережения населения и юридических лиц, и компании по управлению активами (КУА) этих фондов получили лицензии в конце 2003 – начале 2004 года. Динамика развития рынка совместного инвестирования представлена в таблице 1.

Данные таблицы 1 свидетельствуют о том, что в Украине за короткий промежуток времени удалось создать широкую сеть институтов совместного инвестирования, ориентированную на разных инвесторов. Для Украины с ее численностью населения и уровнем развития экономики наличие 519 ИСИ семи видов, из которых более 50 может работать с населением (законодательством запрещено участие населения в венчурных фондах и закрытых недиверсифицированных ПИФ), 228 КУА - в целом все это разрешает удовлетворить потребности населения и юридических лиц в совместном инвестировании.

Характерной особенностью развития рынка совместного инвестирования в 2006 году было превышение роста ИСИ над ростом КУА. Если на 1.01.2006 г. на одну КУА приходилось в среднем 1,8 ИСИ, то на 1.01.2007 г. этот показатель увеличился до 2,3.

Среди секторов финансового рынка Украины рынок совместного инвестирования в 2006 году был наиболее динамичным. В течение года активы ИСИ выросли более чем в 2,7 раза, в то время как прирост капитализации организованного фондового рынка составил 50%, банковских депозитов – 40% [3].

Важным индикатором увеличения рынка стали положительные сдвиги в величине активов ИСИ. В течение 2006 года объем зарегистрированной эмиссии ценных бумаг ИСИ вырос на 47%, на 1.01.2007 г. он составил 38,6 млрд. грн. Стоимость чистых активов инвестиционных фондов (разница между активами фонда и его обязательствами) за 2006 год увеличилась в 3,5 раза и составила на 1.01.2006 г. приблизительно 17 млрд. грн.

Таблица 1. Динамика развития ИСИ и КУА в 2003-2006 гг.

Дата	Всего ИСИ	Паевые инвестиционные фонды (ПИФ)					Корпоративные инвестиционные фонды (КИФ)		Компании по управлению активами
		открытые	интервальные	закрытые диверсиф.	закрытые недиверс.	венчурные	закрытые недиверс.	венчурные	
01.04.2003 г.	6	-	2	-	-	3	-	1	5
01.01.2004 г.	29	-	6	-	-	20	1	2	32
01.01.2005 г.	105	1	17	1	6	68	4	8	88
01.01.2006 г.	284	4	19	3	20	199	20	19	159
01.04.2006 г.	328	4	19	2	22	229	29	23	178
01.07.2006 г.	383	5	21	2	26	274	29	26	196
01.10.2006 г.	462	8	28	3	27	331	37	28	219
01.01.2007 г.	519	10	25	3	71*	410**	71*	410**	228

*общее число закрытых недиверсифицированных ИСИ (ПИФ и КИФ) на 1.01.2007 г.

**общее число венчурных ИСИ (ПИФ и КИФ) на 1.01.2007 г.

Источник: [3] и [4].

Наряду с активным развитием рынка совместного инвестирования, внутри самого рынка наблюдаются определенные диспропорции. Наибольшее количество зарегистрированных ИСИ (около 70%) находятся в Киеве. Среди других городов инвестиционной активностью отличаются Харьков (44 ИСИ), Днепропетровск (43 ИСИ), Львов (19 ИСИ), Донецк (11 ИСИ). Появляются инвестиционные фонды Севастополе, Феодосии, Краматорске.

Другая диспропорция касается видовой структуры ИСИ. Преобладающая часть (99,37%) активов ИСИ принадлежит закрытым инвестиционным фондам, 92,3% из которых - венчурные фонды. На 1.01.2007 г. венчурные фонды составляют 79% общего количества ИСИ, причем на 1.01.2005 г. их доля составляла 72% [4]. Участниками таких проектов выступают юридические лица, связанные между собой финансовыми интересами. Основными объектами инвестирования выступают ценные бумаги и долговые обязательства аффилированных лиц, строительство жилья, офисов, объектов торговли, прямое финансирование в объекты «своих инвесторов» [4].

Преобладание в Украине венчурных фондов над публичными объясняется неразвитостью отечественного фондового рынка, низким уровнем осведомленности населения о деятельности институтов совместно-

го инвестирования, а также более сложным механизмом управления активами публичных инвестиционных фондов

Структура совместного инвестирования с высокой долей венчурных фондов имеет нестабильный характер и слабо защищена от изменений рыночной конъюнктуры. Кроме того, многих специалистов волнует, не станут ли ИСИ инструментом отмывания денег; не так ли много государство теряет налога на прибыль, который откладывается и платится только при закрытии венчурных фондов.

Расчеты свидетельствуют, что эта проблема преувеличивается. Полученная венчурными фондами по итогам 2005 года прибыль в размере 1,9 млрд. грн позволяет сформировать 485 млн. грн налоговых поступлений. Данная сумма составляет всего 2% поступлений налога на прибыль в 2006 году. Вместе с тем, уже сегодня инвестиции венчурных фондов составили более 12 млрд. грн., а зарегистрированная венчурными фондами эмиссия составляет почти 40 млрд. грн. При этом следует учесть, что при закрытии фондов налог на прибыль будет уплачен.

Отечественная модель венчурных фондов имеет немного общего с распространенными во многих странах мира институтами с таким названием. Зарубежные венчурные фонды создаются для реализации реальных инвестиционных проектов в фирмах, которые внедряют результаты прикладных исследований, создают новые продукты и технологии [1, с. 50].

Венчурные фонды Украины выполняют несколько иные функции. В частности, возвращают средства из офшоров, мобилизуют капитал в динамично развивающихся отраслях народного хозяйства, создают новые рабочие места. Поэтому со стороны государства будет логичным не вносить кардинальных изменений в работу венчурных фондов. В то же время, организаторам венчурных фондов следует учитывать, что конъюнктура на рынке недвижимости, строительства, торговли может быстро изменяться. К этому следует быть готовыми и опережать перспективные инструменты диверсификации деятельности, осваивать новые направления совместного инвестирования.

Крайне низкой остается активность населения в совместном инвестировании. Несмотря на то, что удельный вес инвестиций, которые принадлежат физическим лицам, в инвестиционных фондах, допущенных к работе с населением, увеличился с 12% на 1.01.2006 г. до 38,6% на 1.10.2006 г., суммарные их вложения составили всего 315 млн. грн., тогда как депозитные взносы населения насчитывали около 100 млрд. грн.

Не стала весомым стимулом в перераспределении вложений населения между банками и ИСИ более высокая доходность финансовых инструментов ИСИ: среднее значение прибыльности невенчурных ИСИ за период с 1.01.2006 г. по 1.10.2006 г. составляло 33,1%, а доходности банковских депозитов – 8,4% [4].

Перераспределение доходов населения между депозитными вкладами и ИСИ в Украине значительно отличается от процессов распределения средств в других странах, что наглядно представлено в таблице 2.

Таблица 2. Чистые активы ИСИ и депозиты физических лиц на 01.01.06 г.

Страна	Чистые активы, млн. долл. США	Депозиты физических лиц, млн. долл. США	Доля в ВВП за 2005 г., %		Отношение чистых активов к депозитам физ.лиц, %
			чистые активы	депозиты	
США	8905174,0	5927879,3	71,5	47,6	150,2
Франция	1362671,0	1152089,1	63,9	54,0	118,3
Германия	296787,0	763331,7	10,6	27,2	38,9
Польша	17652,0	116696,4	5,8	37,1	15,7
Россия	8280,0	91710,0	1,1	11,9	2,6
Украина	9,6	14495,4	0,012	17,5	0,07

Источник: [4].

Так, в США стоимость чистых активов ИСИ в полтора раза превышает размеры депозитных вкладов населения. Следует отметить, что паевые фонды США занимают лидирующие позиции (более 50%) на мировом рынке совместного инвестирования. В Германии активы ИСИ составляют 39% суммы депозитных вкладов населения. Для этой страны основными финансовыми посредниками являются коммерческие банки [1, с. 47-48].

Чистые активы ИСИ Украины составляют менее 0,1% депозитов физических лиц государства. Эти факты свидетельствуют о том, что население Украины еще не верит новому рынку, в памяти людей еще жив страх «травматических скандалов» 90-х гг., и по инерции они продолжают инвестировать средства в банковские депозиты, доходность которых значительно ниже доходности ИСИ.

Серьезной задачей для рынка совместного инвестирования является обеспечение доверия населения. В рамках повышения доверия к ИСИ необходима широкая разъяснительная программа о деятельности ИСИ и честная работа с каждым индивидуальным инвестором.

Для формирования позитивного отношения к институтам совместного инвестирования также необходимо внедрять прозрачную и понятную систему раскрытия информации, проводить сравнительный анализ результатов работы компаний по управлению активами на единой методологической основе [3].

Одной из проблем, сдерживающих развитие совместного инвестирования в Украине, является дефицит надежных финансовых инструментов, прежде всего, в корпоративном секторе. Создано около 12 тыс. открытых

акционерных обществ, но эмитентов, акции которых достойных быть в портфелях ИСИ, менее 20, что не обеспечивает растущие потребности рынка совместного инвестирования.

Будущее рынка совместного инвестирования во многом зависит от развития фондового рынка. Увеличение фондового рынка, уровня его капитализации, перенесение операций с неорганизованного рынка на организованный, повышение качества работы фондовых бирж, регистраторов, хранителей и депозитариев, обеспечение информационной прозрачности фондового рынка – все это будет способствовать росту совместного инвестирования, уровня его надежности и прибыльности [1, с. 50].

Дополнительным фактором развития фондового рынка Украины является привлечение иностранных портфельных инвесторов, что приведет к повышению уровня корпоративной культуры. Улучшатся условия размещения корпоративных долговых ценных бумаг и дополнительных выпусков акций отечественными предприятиями как внутри страны, так и на мировых финансовых рынках. Национальный банк Украины не должен создавать этим инвесторам искусственных преград. В частности, следует упростить процедуру притока в Украину и оттока из нее портфельных финансовых инвестиций, которые направляются в ценные бумаги украинских эмитентов, обращающихся на фондовых биржах [4].

Важным фактором роста рынка совместного инвестирования Украины является политики государства в сфере приватизации. Сегодня акции приватизируемых предприятий поступают на фондовые биржи по остаточному принципу – после того, как государство определится со стратегическим инвестором. Большинство из них непривлекательны для инвесторов. В частности, из выставленных государством в 2006 г. ценных бумаг номинальной стоимостью 524 млн. грн. было продано на сумму менее 90 млн. грн.

В настоящее время государство способно увеличить предложение ценных бумаг на украинском фондовом рынке в десятки раз. У государства находится более 400 пакетов акций, размер которых меньше 25% уставного фонда. Государство не может реально влиять на состояние дел этих предприятий и дивиденды от этих предприятий государство фактически не получает. Таким образом, оснований держать эти акции нет.

Кроме того, в собственности государства находятся около 120 акционерных обществ, которые прошли только корпоративизацию, но их акции еще не введены в обращение. Обеспечив рациональный подход к управлению корпоративными правами, государство увеличило бы емкость рынка корпоративных ценных бумаг на 10-12 млрд. грн. Это то, что позволит покрыть потребность в финансовых ресурсах институтов совместного инвестирования [4].

Динамические процессы в деятельности институтов совместного инвестирования свидетельствуют о выходе рынка на новый уровень развития и требуют определенной переориентации деятельности Украинской ассоциации инвестиционного бизнеса (УАИБ) как саморегулируемой организации.

Приоритетными должны стать следующие направления деятельности УАИБ: повышение качества услуг в сфере управления активами, внедрение профессиональных стандартов деятельности, повышение ответственности участников рынка за выполнение установленных «правил игры», дальнейшее совершенствование работы Ассоциации по сбору и аналитической обработке информации о деятельности инвестиционных компаний и фондов, построение системы мониторинга.

Выводы. В настоящее время развитие рынка совместного инвестирования в Украине носит в большей степени экстенсивный, чем интенсивный характер. Быстрое развитие институциональных инвесторов не всегда полезно для финансовой системы страны (примером может служить кризис в США 1929-1933 гг.). В связи с этим, при определении перспектив развития рынка совместного инвестирования речь должна идти не о количественном росте ИСИ и КУА, а о повышении качества их услуг, уровня менеджмента этих компаний, доверия потенциальных индивидуальных инвесторов, главным образом, физических лиц. При увеличении доверия населения к работе ИСИ сами собой разрешатся диспропорции региональной и видовой структуры рынка совместного инвестирования.

Неотъемлемыми условиями активизации совместного инвестирования в Украине являются: развитие фондового рынка, повышение его стабильности и информационной прозрачности, привлечение иностранных портфельных инвесторов, изменение политики государства в сфере приватизации.

Актуальными для участников рынка совместного инвестирования являются совершенствование законодательства, повышение эффективности саморегулирования рынка, что может выступать направлениями дальнейших исследований в этой сфере.

Источники и литература

1. Партин Г., Тивончук О. Роль небанківських фінансових посередників у фінансуванні інноваційного розвитку // Вісник НБУ. – 2005. - №5. – С. 46-51.
2. Закон Украины «Об институтах совместного инвестирования» от 15.03.2001 г. №2299-III.
3. Український ринок спільного інвестування у 2006 році // uaib.com.ua.
4. Григоренко Є.М. Ринок спільного інвестування: динаміка, проблеми та перспективи // uaib.com.ua.