Гришина Нина Павловна. Индивидуальное доверительное управление портфелем акций в современных российских условиях : диссертация... кандидата экономических наук : 08.00.10 Саратов, 2007 243 с. РГБ ОД, 61:07-8/3205

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Экономические аспекты доверительного управления 9

1.1. Понятие доверительного управления и его экономико-правовое содержание 9

1.2. Коллективное доверительное управление портфелем финансовых активов и его особенности 35

1.3. Индивидуальное доверительное управление портфелем финансовых активов и его особенности 52

Глава 2. Элементы механизма индивидуального доверительного управления портфелем финансовых активов 73

2.1. Характеристика инвесторов в механизме индивидуального доверительного управления 73

2.2. Инвестиционные стратегии индивидуального доверительного управления 84

2.3. Инвестиционные характеристики акций при индивидуальном доверительном управлении: соотношение понятий "эффективность", "доходность" и "риск" 104

Глава 3. Развитие системы индивидуального доверительного управления в современных российских условиях 114

3.1. Проблемы и перспективы развития института эффективного доверительного управляющего индивидуальным портфелем финансовых активов 114

3.2. Методика выбора оптимального инвестиционного портфеля акций в целях индивидуального доверительного управления 138

Заключение 168

Библиографический список литературы 180

Приложения 191

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Изменения, происходящие в экономическом развитии России, доказывают значимость и приоритетность финансовой сферы. Стремительное развитие и значительная финансовая емкость фондового рынка в немалой степени предопределяют его решающее воздействие на стабильность экономической ситуации в стране. В то же время дальнейший эффективный рост отечественного рынка ценных бумаг сдерживается неравномерностью развития отдельных элементов его инфраструктуры, что создает немало проблем по формированию целостной организованной инфраструктуры. Одной из таких проблем является спекулятивный характер фондового рынка, который препятствует эффективной трансформации финансовых накоплений населения в долгосрочные инвестиции в национальную экономику. В современных условиях России важно определить пути перехода рынка ценных бумаг от спекулятивного к инвестиционному характеру функционирования.

Важным шагом такого перехода может стать развитие института индивидуального доверительного управления финансовыми активами частных и корпоративных инвесторов. Эта форма управления капиталом все больше привлекает внимание субъектов экономических отношений российского финансового рынка, как одна из самых эффективных при решении вопроса аккумуляции свободных денежных средств потенциальных инвесторов и их перераспределения в реальный сектор экономики.

Многие инвестиционные компании и коммерческие банки сталкиваются с проблемой необходимости поиска новых подходов к повышению доходности своих операций. Одним из решений данной проблемы стало увеличение числа предлагаемых услуг корпоративным и частным клиентам, в том числе активное внедрение новых, ранее нетипичных, к которым можно отнести и индивидуальное доверительное управление портфелем финансовых активов. Осуществляя индивидуальное доверительное управление, управляющие субъекты диверсифицируют источники своей прибыли, защищают себя и

своих клиентов от резких колебаний прибыльности, от многочисленных финансовых рисков.

Актуальность исследования организационно-финансовых отношений в рамках доверительного управления, а также механизма осуществления подобной деятельности и связанных с ней проблем и ограничений на данном этапе развития фондового рынка России, обусловлена исключительной важностью повышения эффективности управления финансовыми активами и максимизации связанного с этим экономического эффекта.

Для наибольшей эффективности осуществления услуг индивидуального доверительного управления и развития этого института в масштабах всей страны необходимо проведение комплексного научного исследования этой категории, анализа ее сущности, черт, характера, закономерностей, проблем и путей активного внедрения в экономическую систему.

**Степень разработанности проблемы. В**экономической литературе проблема доверительного управления не освещена должным образом, как на теоретическом, так и на практическом уровне. Тематика данного вопроса практически не являлась предметом научных исследований в нашей стране. Исключение составляют диссертационные работы Бессоновой А.А. и Новикова Ю.М. Экономико-правовая основа доверительного управления, представленная в настоящее время только нормативными документами, нуждается в систематизации и дальнейшей разработке.

В экономической литературе нашли достаточно полное отражение теоретические вопросы осуществления портфельного инвестирования на рынке ценных бумаг. Этим проблемам посвящены работы Александера Ф., Брэйли Дж.В., Бригхема Ю., Гапенски Л., Буренина А.Н., Ковалева В.В., Коттла С, Марковича Г., Мюррей Р., Мерфи Дж., Шарпа У., Фабоцци Ф. Дж.

Вопросы функционирования и развития российского фондового рынка, а также теория и практика осуществления фундаментального и технического анализа, исследованы, соответственно, в трудах Миркина Я.М., Киселева MB., Кузнецова М. В., Семенковой Е.В., Кузнецова М. В и ряда других отечественных и зарубежных ученых-экономистов.

Однако в экономической литературе еще не рассматривались вопросы реализации категории портфельного инвестирования в рамках доверительного управления на фондовом рынке и индивидуального доверительного управления портфелем финансовых активов, в частности. Нуждаются в системном развитии вопросы методологического и методического обеспечения построения эффективных инвестиционных стратегий.

Актуальность проблемы, а также недостаточная теоретическая и практическая разработанность многих ее сторон предопределили выбор темы настоящего диссертационного исследования и повлияли на постановку его целей и задач.

**Целью диссертационного исследования**является разработка эффективного механизма привлечения инвестиций на фондовый рынок **и**формирования оптимального портфеля акций российских эмитентов на основе теории **и**концептуальных подходов к индивидуальному доверительному управлению, логико-математического моделирования, применения статистических методов и классических портфельных теорий с учетом особенностей современного российского фондового рынка.

**Задачи исследования. В**рамках поставленной цели основные задачи исследования заключаются в следующем:

выявить правовую и экономическую основу отношений доверительного управления в рамках договорных отношений;

исследовать особенности коллективного и индивидуального доверительного управления, дать сравнительную характеристику;

провести комплексный анализ всех элементов механизма индивидуального доверительного управления портфелем финансовых активов;

разработать принципы построения основных инвестиционных стратегий доверительных управляющих;

определить соотношение понятий "эффективность", "доходность" и "риск" объектов индивидуального доверительного управления;

-рассмотреть особенности, систематизировать проблемы и определить приоритеты дальнейшего развития института индивидуального доверительного управления;

- предложить оптимальный подход к формированию портфеля акций на российском рынке ценных бумаг.

**Предметом исследования**являются экономические отношения, возникающие в процессе осуществления индивидуального доверительного управления портфелем финансовых активов.

**Объектом исследования**является инвестиционная деятельность институциональных, корпоративных и частных инвесторов в рамках института индивидуального доверительного управления на российском рынке ценных бумаг.

**Методологической основой**проводимого диссертационного исследования является диалектический метод познания, раскрывающий возможности изучения экономических явлений в их развитии, взаимосвязи, и взаимообусловленности. Сравнительный подход к объекту исследования реализован при помощи общенаучных методов: научной абстракции, моделирования, анализа и синтеза, группировки и сравнения.

**Теоретическую базу**исследования составили труды отечественных и зарубежных экономистов в области общей экономической теории и финансов, теорий портфельного инвестирования, фундаментального и технического анализа, практики функционирования механизма доверительного управления и оптимизации результатов портфельного инвестирования на российском рынке ценных бумаг.

Информационной базой исследования послужили законодательные акты и нормативные документы государственных органов власти Российской Федерации, статистические данные истории торгов российского фондового рынка, данные Федеральной службы по финансовым рынкам Российской Федерации, рейтинги управляющих компаний ОАО "РосБизнесКонсалтинг", материалы периодической печати и сети Интернет по изучаемой проблеме.

**Наиболее важные научные результаты диссертационного исследования**заключаются в следующем:

- определены специфика, роль и направления совершенствования форм  
доверительных отношений (доверительная собственность и доверительное  
управление), их отличительные черты, а также выделены экономические и  
правовые условия их существования в Российской Федерации;

-раскрыта и систематизирована экономико-правовая основа договора доверительного управления, отражающая ограничения и требования сторон в соответствии с действующим российским законодательством;

уточнена типология индивидуального доверительного управления финансовыми активами путем выделения видов частных и корпоративных инвесторов, выступающих в качестве учредителей управления;

обобщена и систематизирована классификация частных инвесторов по критерию их целеполагания;

разработан алгоритм построения инвестиционных стратегий при осуществлении индивидуального доверительного управления портфелем финансовых активов;

исследованы и классифицированы инвестиционные риски при осуществлении индивидуального доверительного управления по природе их возникновения и источнику;

систематизированы проблемы и ограничения индивидуального доверительного управления и классифицированы в трехуровневой иерархии на макро-уровне, мезо-уровне и микро-уровне;

-разработана методика формирования оптимального портфеля акций российских эмитентов с учетом особенностей современного фондового рынка.

**Теоретическая**и **практическая значимость работы.**Теоретическая значимость работы заключается в том, что результаты исследования организации и механизма индивидуального доверительного управления финансовыми активами способствуют расширению теоретической базы, необходимой

для обеспечения эффективного функционирования и развития исследуемого института.

Практическая значимость исследования состоит в том, что отдельные результаты исследования могут быть использованы в качестве элементов инвестиционной стратегии доверительного управляющего в коммерческих банках, инвестиционных и управляющих компаний.

**Апробация диссертационного исследования.**Основные положения диссертации обсуждены и получили апробацию в тезисах, статьях и выступлениях на научных конференциях, проходивших: в 2002-2007 гг. в Саратовском государственном социально-экономическом университете.

Наиболее существенные положения и результаты исследования нашли свое отражение в публикациях автора общим объемом 4,2 печ.л.

Основные теоретические положения диссертационной работы используются в качестве учебно-методического материала по курсам "Рынок ценных бумаг" и "Организация рынка ценных бумаг и операций с ценными бумагами" в Саратовском государственном социально-экономическом университете, что подтверждено справкой о внедрении в учебный процесс.

Практические рекомендации автора используются в инвестиционной компании ОАО "Доходный дом" г. Саратова при разработке стратегий индивидуального доверительного управления, что подтверждено справкой о внедрении.

## Понятие доверительного управления и его экономико-правовое содержание

Современная дискуссия об организационной и экономической сущности доверительного управления войдет в историю экономики и права России. Полемика характерна разнообразием взглядов и мнений, высоким теоретическим уровнем, ориентацией на практическое применение предлагаемых экономических и правовых форм. Многие вопросы, которые возникают в ходе этой дискуссии, рассматривались в свое время за рубежом, а теперь очевидна необходимость решения этого вопроса в нашей стране.

В целях нашего исследования для детального изучения экономических аспектов доверительного управления необходимо в первую очередь остановиться на правовых аспектах доверительных отношений.

Создание, законодательное закрепление и экономическое развитие института доверительного управления долгое время было проблемой широко обсуждаемой и дискутируемой в России. Имея,английские корни, институт «траста» не мог в изначально сложившейся форме прижиться в нашей стране. В общем виде данные формы укладываются в понятие доверительных отношений в целом. Представляя их разными сторонами одного процесса рассмотрим сущность траста и доверительного управления путем сравнительной характеристики.

Определяя сущность траста, на первый план выходит проблема отсутствия законодательного определения понятия в системе английского права. Классическим считается определение английского ученого А. Андерхилла: траст - это обязательство, согласно которому одно лицо (доверительный собственник) должно управлять имуществом, переданным ему для этих целей другим лицом (учредителем), в интересах третьих лиц (бенефициаров)1.

Трактовки российских ученых экономистов несколько отличаются от мнений зарубежных ученых, например, В. Тутыхин определяет траст как правоотношение, возникающее в результате передачи учредителем траста определенного имущества в собственность трастовому управляющему, с тем, чтобы последний владел и управлял имуществом в пользу бенефициара траста2.

Существует, однако, на наш взгляд, более точное определение, по которому под трастом понимается такое правоотношение, в силу которого одно лицо (учредитель) передает в собственность другому лицу (доверительному собственнику) какое-либо имущество или право с возложением на него обязанностей по управлению такой собственностью от своего собственного имени в качестве независимого собственника для извлечения выгоды в пользу третьих лиц (выгодоприобретателей, бенефициаров) .

Данное определение наиболее полно, с нашей точки зрения, отражает суть института доверительной собственности. Во-первых, траст в данном случае рассматривается, не как некая совокупность имущества и имущественных прав, передаваемых в управление, а как правоотношение, характеризующееся целым рядом признаков (заключение договора, переход права собственности, закрепление прав и обязанностей сторон). Во-вторых, имущество при учреждении траста переходит в собственность доверительного собственника, к тому же определен механизм осуществления управления. В-третьих, на доверительного собственника возлагается обязанность по управлению имуществом в интересах третьих лиц, указанных в договоре (или самого учредителя управления).

Определение доверительного управления в России происходило достаточно трудно и проблематично. Свое современное состояние оно получило лишь с принятием нового Гражданского кодекса. Гражданский кодекс Российской Федерации утвердил, что «по договору доверительного управления имуществом одна сторона (учредитель управления) передает другой стороне (доверительному управляющему) на определенный срок имущество в доверительное управление, а другая сторона обязуется осуществлять управление этим имуществом в интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя). Передача имущества в доверительное управление не влечет перехода прав собственности на него к доверительному управляющему»4.

В 20 веке траст перестал быть институтом, известным лишь англоамериканскому праву и вошел в правовые системы многих европейских государств, претерпевая некоторые трансформации. Однако из-за принципиальных различий правовых систем разных стран сформировались две концепции трастовых (или доверительных) отношений: доверительная собственность и доверительное управление имуществом.

Рассматривая вопрос о соотношении институтов доверительной собственности (траста) и доверительного управления, нельзя не учитывать плюрализм мнений по поводу их схожести и различии. Безусловно, между доверительным управлением и трастом существует разница, но при этом их нельзя считать совершенно несовместимыми, противоположными друг другу институтами. Рассмотрим общие черты двух институтов подробнее.

## Характеристика инвесторов в механизме индивидуального доверительного управления

Механизм индивидуального доверительного управления, как и любой другой, является системой, состоящей из некоторых элементов и связей между ними. Элементами механизма индивидуального управления являются: участники (учредитель и управляющий) индивидуального доверительного управления, инвестиционные стратегии и инструменты портфельного инвестирования (см. рис.8).

Чтобы установить имеющиеся между ними связи и взаимодействие, необходимо рассмотреть каждый элемент в контексте всей системы. Этой задаче и посвящена вторая глава.

ВЫБОР ИНСТРУМЕНТОВ ДЛЯ ФОРМИРОВАНИЯ ПОРТФЕЛЯ

Выбор конкретной стратегии зависит от суммы, предполагаемого срока инвестирования, склонности инвестора к риску и, конечно же, от квалификации управляющего.

Каждый управляющий имеет свои технологии формирования и управления инвестиционным портфелем. Российский рынок управляющих (институциональных инвесторов) в настоящий момент сложился еще не окончательно. В целом, индивидуальное доверительное управление - процесс, в котором участвуют две стороны (два субъекта): учредитель (частный либо корпоративный инвестор) и управляющий (институциональный инвестор) (см. рис. 9).

Частные инвесторы, в отличие от корпоративных, имеют более неоднородную структуру. Они различаются как по размеру предполагаемых к инвестированию средств, так и по преследуемым целям. Сложность классификации частных инвесторов состоит в том, что каждый человек глубоко индивидуален и его концепция инвестирования сугубо оригинальная. В связи с этим была проделана значительная работа по вычленению ряда признаков, по которым частные инвесторы классифицируются в несколько групп. В результате мы получили три группы, главным критерием отбора в которые послужила стратегическая цель инвестора. Она стала основой для разделения, при этом выявилось множество других различий.

На наш взгляд, виды инвесторов-учредителей по целеполаганию можно разделить на фундаментальных, тактических инвесторов и торговцев (см. табл. 8).

1. Фундаментальные инвесторы. Стратегическая цель - обеспечение ежемесячного дохода на уровне выше среднего по стране, не затрагивая активы основного инвестированного капитала;

2. Тактические инвесторы. Стратегическая цель - получение прибыли от реализации инвестиционного проекта или вложения в фондовые инструменты, которой бы хватило на приобретение какого-либо актива или имущества для дальнейшего инвестирования или использования;

3. Торговцы. Стратегическая цель - переход из разряда торговцев в разряд фундаментальных инвесторов за минимальное количество операций, сыграв на волатильности какого-либо финансового инструмента.

## Проблемы и перспективы развития института эффективного доверительного управляющего индивидуальным портфелем финансовых активов

Несмотря на продолжительный срок существования института доверительного управления, этот вид аккумуляции свободных средств для инвестирования в реальный сектор экономики не получил должного развития и по-прежнему занимает незначительный удельный вес в общем объеме инвестиций. Таким образом, возникает потребность выяснения причин создавшегося положения, что в свою очередь указывает на существование ряда проблем, мешающих развитию института эффективного доверительного управляющего как значимого механизма привлечения свободных денежных средств частных инвесторов.

Проведенное теоретическое исследование сущности и экономико-финансовых основ института доверительного управления и индивидуального доверительного управления портфелем финансовых активов в частности, позволяет нам систематизировать и представить все виды проблем и противоречий, которые целесообразно классифицировать на проблемы, возникающие на макро-, мезо- и микро-уровне (рис. 14).

Макро-уровень: проблемы неблагоприятного инвестиционного климата.

Глобальной проблемой считается оценка инвестиционного климата в России как недостаточно благоприятного. Существует большое количество факторов, формирующих понятие инвестиционного климата. Применительно к России эти факторы могут рассматриваться как две группы барьеров, связанных с инвестированием в экономику. К первой группе относятся факторы, характерные для России, так называемые страновые риски:

- социально-политическая нестабильность;

- неадекватная защита прав собственности;

Вторая группа включает факторы, связанные с конкретным субъектом инвестирования:

- информационную закрытость инвестиционного актива;

- незаинтересованность существующего менеджмента и местных властей в реализуемом проекте;

- низкий уровень корпоративного управления35.

Недостаточно благоприятный инвестиционный климат выталкивает производительный капитал из страны. Вывоз капитала сокращает объем внутренних инвестиций и капиталовложений, снижает возможности роста российского производства и его структурной перестройки, нарушает устойчивость финансовых рынков, приводит к асимметрии основных его сегментов, отрицательно влияя на состояние платежного баланса, валютные резервы и курс рубля. Многие вопросы решаются в пользу зарубежных стран и укрепляют конкурентную силу зарубежных партнеров, в том числе путем создания искусственного спроса на более дешевые международные кредитные ресурсы.

В свою очередь вывоз капитала, не компенсированный ввозом, осуществляется в ущерб инвестициям. Но существует и обратная зависимость: вывоз капитала производится в силу невозможности инвестирования его внутри страны. Невозможность инвестирования - это и неблагоприятный инвестиционный климат, и узость внутреннего рынка, неразвитость фондового рынка, и все еще недостаточная надежность банковской системы, и высокие риски. Отток капитала нельзя ограничить мерами по усилению административного контроля, если экономика не может принять инвестиции.

Учитывая наличие достаточно сильной корреляции между размерами инвестиций и темпами экономического роста, упование российского правительства на саморегулируемость и на частный сектор, отсутствие в России промышленной политики, можно констатировать постепенное накопление в России дестабилизирующей ситуации, охлаждающей инвестиционные настроения и подталкивающей потенциальных инвесторов к вывозу капитала за рубеж.