Чиженков Юрий Игоревич. Формирование и развитие паевых инвестиционных фондов в России : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Санкт-Петербург, 2003 143 c. РГБ ОД, 61:03-8/3472-X

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1 ОСОБЕННОСТИ СОЗДАНИЯ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РОССИЙСКИХ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ 9

1.1 .Принципы и логика функционирования инвестиционных фондов 9

1.2.Основные классификационные характеристики инвестиционных фондов 18

1.3.Становление и особенности организации паевых инвестиционных фондов в России 29

1.4.Анализ системы налогообложения российских паевых инвестиционных фондов и пути её совершенствования 42

Глава 2 ОПЫТ РАЗВИТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ ЭКОНОМИЧЕСКИ РАЗВИТЫХ СТРАН И ЕГО ПРИЕМЛЕМОСТЬ ДЛЯ РОССИЙСКИХ ФОНДОВ 50

2.1. Принципы функционирования и классификация инвестиционных фондов экономически развитых стран 50

2.2.Анализ деятельности инвестиционных фондов экономически развитых

стран в сравнении с российскими паевыми инвестиционными фондами .^ 63

2.3 .Ограниченность финансовых инструментов для работы российских

паевых инвестиционных фондов и предложения по их расширению 70

Глава 3 ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ РОССИЙСКИХ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ 80

3.1. Введение периодизации в развитии российских инвестиционных фондов 80

3.2.Взаимозависимость инвестиционной политики и классификации российских паевых инвестиционных фондов 99

3.3. Анализ инвестиционных стратегий на примере российских паевых инвестиционных фондов 109

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 122

ПРИЛОЖЕНИЯ 125

ГЛОССАРИЙ 132

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 136

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Появление инвестиционных фондов в России было предопределено ходом экономических реформ, протекающих в процессе перехода российской экономики к рыночным отношениям. Необходимость формирования различных форм собственности, наличие которых свойственно рыночным условиям хозяйствования, послужила предпосылкой появления механизмов, содействующих реализации данного процесса. Одним из этих механизмов стал инвестиционный фонд. Особенностью данного института является целенаправленная деятельность по обслуживанию мелкого инвестора, вкладывающего свои средства в ценные бумаги.

Широкое распространение в мире и высокие темпы развития инвестиционных фондов во многом объясняют закономерность их появления в России, где вопрос создания подобного института для привлечения сбережений широкого круга мелких и средних инвесторов, способного обеспечить высокие стандарты управления привлеченными активами, стал очевидным и весьма актуальным.

Проблема привлечения средств населения в инвестиционную сферу, особо остро проявившаяся в «постваучерный» период, обусловила необходимость пересмотра подхода к развитию инвестиционных фондов и переориентации их деятельности с процессов приватизации на аккумуляцию денежных сбережений граждан с целью пополнения инвестиционных ресурсов. В этом русле была начата работа по созданию фондов доверительного управления или паевых инвестиционных фондов.

В 1996 г. был дан старт развитию паевых инвестиционных фондов и в течение шести лет в России было зарегистрировано более 57 паевых инвестиционных фондов. В этой связи возрастает роль научных работ, посвященных исследованию паевых инвестиционных фондов как института привлечения внутренних инвестиционных ресурсов и обеспечения эффективного управления этими ресурсами.

С позиции практики актуальность этого исследования заключается и в том, что развитие данного финансового института усиливает приток внутренних инвестиций **в**российскую экономику и создает благоприятные условия для экономического роста. Соответственно возрастают и налоговые поступления, а это значит, что улучшается финансирование социальных программ и бюджетных

организаций, усиливается конкурентная борьба институциональных инвесторов и коммерческих банков за деньги населения, улучшаются условия инвестирования, увеличивается спрос на ценные бумаги, расширяются возможности для населения надежно сохранять и приумножать свои сбережения. Таким образом, экономическая и социальная значимость создания и развития паевых инвестиционных фондов весьма высока.

Степень изученности проблемы. С начала реформирования экономики России проблемам инвестиционного процесса и финансового рынка было посвящено большое количество научных работ. Многие отечественные и зарубежные ученые анализировали деятельность финансового рынка применительно к российскому опыту. В научных работах делались ссылки на условия российской экономики переходного периода и связанные с этим сложности.

Современные российские инвестиционные фонды являются сравнительно новым объектом исследования, требующим изучения имеющегося опыта развития и функционирования инвестиционных фондов в экономически развитых странах.

Определение роли инвестиционных фондов на финансовом рынке, анализ их деятельности и используемые ими инвестиционные стратегии представлены в работах таких отечественных и зарубежных экономистов как: Л.Е. Абрамов, Г.Дж. Александер, С. Бакстон, Дж.В. Бэйли, Л.Дж. Гитман, М.Д. Джонк, Д.М. Зайцев, В.А. Лялин, В.Д. Миловидов, Я.М. Миркин, М. Мобиус, Э.А. Мусаев, У.Ф. Шарп, и др

В научной литературе рассмотрена деятельность ряда форм инвестиционных фондов на различных этапах, однако, комплексная концепция развития этих институтов в России, а также используемые ими инвестиционные стратегии в условиях экономики переходного периода разработаны недостаточно.

Цель и задачи исследования. Цель диссертационного исследования - это изучение процесса становления и развития российских паевых инвестиционных фондов в экономике переходного периода с разработкой практических рекомендаций по развитию института коллективного инвестирования с учетом международного опыта. В соответствии с данной целью диссертационного исследования при построении работы были поставлены следующие задачи:

1. Проанализировать систему налогообложения доходов пайщиков  
инвестиционных фондов с выработкой рекомендаций по повышению  
привлекательности этого института.

2. Обобщить опыт развития основных видов инвестиционных фондов,  
существующих в мировой практике, с целью выработки рекомендаций по изменению  
набора финансовых инструментов, которые используются российскими паевыми  
инвестиционными фондами.

3. Выделить и проанализировать этапы развития российских инвестиционных  
фондов в период с 1992 по 2002 г. для характеристики основных инвестиционных  
стратегий, а также для выявления наиболее характерных сдерживающих факторов в  
развитии фондов.

4. На основе динамики развития осуществить классификацию наиболее  
репрезентативных российских паевых инвестиционных фондов по стратегии  
управления за период с 1998 по 2002 г. с целью облегчения процесса выбора  
инвестиционного фонда для потенциального инвестора.

В соответствии с этими задачами диссертационного исследования при построении работы была использована следующая структура:

В первой главе диссертационной работы автором осуществлен подробный анализ организационно-правовой структуры паевых инвестиционных фондов, рассмотрены их классификационные характеристики. Также проанализирован процесс становления и особенности их организации в условиях России. В рамках этого анализа выявлены и предложены решения для совершенствования нормативной базы, регулирующей паевые инвестиционные фонды. Наиболее важным для определения привлекательности подобных институтов является вопрос налогообложения. Поэтому отдельный раздел диссертационной работы посвящен рассмотрению существующего порядка налогообложения паевых инвестиционных фондов, высказаны предложения по совершенствованию ряда нормативных положений для повышения привлекательности данных фондов у потенциальных инвесторов в России.

Во второй главе диссертационной работы осуществлен анализ мирового опыта развития института взаимных фондов, сделаны выводы о приемлемости различных форм организации инвестиционных фондов в сложившихся российских

экономических условиях. Рассмотрена проблема ограниченности финансовых инструментов для более эффективного управления активами паевых инвестиционных фондов и высказаны предложения по расширению числа данных инструментов в соответствие с их использованием инвестиционными фондами, действующими в странах с большим опытом в этой сфере.

Третья глава диссертационной работы посвящена анализу процессов развития и трансформации российских фондов от чековых до паевых инвестиционных фондов, выделены этапы развития российских инвестиционных фондов. Рассмотрены особенности формирования инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда. Проведен анализ инвестиционных стратегий, используемых российскими паевыми инвестиционными фондами.

Объектом исследования диссертации является процесс становления и развития паевого инвестиционного фонда в переходной экономике России.

Теоретической и методологической основой диссертационного исследования являются научные труды, монографии и статьи российских и зарубежных экономистов, связанные с исследованием инвестиционного рынка в различных странах, особенностей формирования и развития институтов коллективного инвестирования в России.

Информационной базой диссертационного исследования стали законодательные и нормативные акты государственных органов власти и управления Российской Федерации, материалы научно-экономического характера, опубликованные в журналах и газетах, а также материалы, полученные в сети Iternet.

Научная новизна работы заключается в разработке механизма и способов интенсификации деятельности российских паевых инвестиционных фондов в переходной экономике. Реализация данного подхода позволила получить результаты, обладающие элементами научной новизны:

1. Обобщены и проанализированы особенности создания и принципы функционирования российских паевых инвестиционных фондов.
2. Выявлена взаимосвязь развития паевых инвестиционных фондов с совершенствованием законодательства и внесены предложения по изменению нормативно-правовой базы.

3. Проанализировав опыт функционирования иностранных инвестиционных  
фондов, предложено ввести систему льготного налогообложения доходов пайщиков  
российских инвестиционных фондов в зависимости от периода, на который  
осуществляются инвестиции.

4. В результате проведенного сравнительного анализа деятельности  
инвестиционных фондов экономически развитых стран с российскими фондами  
внесены предложения по увеличению числа финансовых инструментов.

5. Выделены пять этапов в развитии российских инвестиционных фондов в  
период с 1992 по 2002 г. На каждом из них проведен анализ функционирования  
инвестиционных фондов в данный период, с указанием главных инвестиционных  
стратегий российских фондов с целью выявления основных причин, замедляющих  
развитие института паевых инвестиционных фондов.

6. На основе анализа динамики развития осуществлена классификация  
наиболее репрезентативных российских паевых инвестиционных фондов по  
стратегии управления за период с 1998 по 2002 г., с целью прогнозирования для  
потенциального инвестора возможного риска и доходности, а также облегчения  
выбора инвестором именно того фонда, который в наибольшей степени отвечает его  
инвестиционным требованиям и ожиданиям.

Практическая значимость работы состоит в возможности использовать материалы диссертационного исследования в качестве методологической и теоретической основы для совершенствования нормативно-правовой базы по инвестиционным фондам, для изменения налогообложения доходов частного инвестора, что коренным образом будет способствовать повышению привлекательности и развитию института паевых инвестиционных фондов.

Апробация работы. Отдельные выводы и результаты были изложены автором на Всероссийской научной конференции «Экономическая наука и Санкт-Петербургский университет: история и современность» (СПбГУ, Санкт-Петербург, 1999 г.). По теме диссертации опубликовано четыре работы.

Структура и объем работы. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, приложений, глоссария, списка литературы, таблиц и рисунков. Объем работы - 143 страницы, список использованной литературы - 144 наименования, 17 таблиц, 5 рисунков, 18 приложений.

## .Принципы и логика функционирования инвестиционных фондов

Концепция инвестиционного фонда по сравнению с другими финансово-кредитными институтами сравнительно молода. Появление аналогичных институтов приходится на середину XIX в., местом их рождением считается Англия, т.к. именно в этой стране возникли прообразы современных инвестиционных фондов.

Возникновение и выделение инвестиционных фондов из общей структуры посредников связано с расширением инвестиционной активности широких слоев населения. Их предшественниками в экономической литературе считаются трастовые фонды. Система трастов является наиболее старой формой управления имуществом и капиталами. Она строится на доверительном управлении, включающем отношения между доверенным лицом, которому вверяется имущество с целью эффективного управления им и собственником капитала.

В наиболее полном виде и во многих формах трасты сформировались в США, где их развитие прошло два основных этапа. Первый из них характеризовался тем, что управление капиталами вели главным образом отдельные юристы. На втором этапе управление трастами проводилось институтами, которые были организованы в форме корпораций. Идея первых корпоративных трастов в США появилась в начале XIX в. Однако, до середины упомянутого столетия трастовыми операциями занимались только страховые компании. Трастовый бизнес был не отделим от других операций в области финансов и кредита, а трастовые услуги обычно дополняли страхование имущества, выдачу кредитов, ведение счетов. Только в 1853 г. была зарегистрирована первая трастовая компания. В это время выявляются и основные центры концентрации трастового бизнеса - Чикаго, Нью-Йорк, Филадельфия. Однако до конца XIX в. трасты ориентировались исключительно на крупных клиентов, а мелким инвесторам приходилось вести сделки с финансовыми активами на свой страх и риск через брокеров. В тоже время рост мелких вкладчиков, желающих инвестировать свои сбережения в доходные активы не соответствовал уровню образования и квалификации в области инвестиционных операций. Многие эксперты поднимали вопрос о необходимости введения платных консультационных услуг мелким инвесторам. Так как поведение инвесторов часто было непредсказуемым для всего финансового рынка и могло вызвать негативные последствия, то их консультирование на постоянной основе позволило бы избежать паники и ажиотажа. Поэтому в конце XIX столетия начинают появляться инвестиционно-консультационные компании, предопределившие возникновение инвестиционных фондов в форме инвестиционных компаний закрытого типа. Принимая заказы на консультирование, данные фирмы начали постепенно переходить от индивидуальных консультаций к коллективным, а затем и к коллективному инвестированию индивидуальных сбережений. В этот период появляются первые попытки объединения мелких средств и инвестирования всей накопленной суммы в неделимые по различным собственникам пакеты финансовых активов. Каждый из мелких инвесторов, имея долю в портфеле, получал доход пропорционально этой доле. Для объединения средств мелких вкладчиков с целью эффективного управления ими был выбран путь создания самостоятельных юридических лиц, спонсорами которых обычно выступали банки, финансовые консультанты, бравшие на себя расходы по управлению капиталами. Инвестиционные компании становились особой формой траста для множества мелких инвесторов. Однако интерес мелких инвесторов к операциям с финансовыми активами в данный период был еще слаб.

Устойчивое развитие инвестиционных фондов началось только после второй мировой войны.

К 2002 г. инвестиционные фонды функционируют практически во всех развитых странах под различными названиями: взаимные фонды (США), инвестиционные компании с постоянным и переменным капиталом (Франция), фонды инвестиций в ценные бумаги (Испания), совместные фонды (Бельгия и Люксембург), доверительные паевые фонды (Великобритания), инвестиционные фонды (Германия) и т.д.

В России в начале XX в. также функционировал похожий тип финансового института. Прообразом современных инвестиционных фондов можно считать существовавшие в то время страховые общества. Какая-либо связь между фондами и страховыми обществами на первый взгляд отсутствует. Однако, объяснение этому заключается в особенностях предпринимательской деятельности российских страховых обществ. Дело в том, что временно свободные денежные средства управ -11 ляющие русских страховых обществ размещали в государственные займы, акции торгово-промышленных предприятий и коммерческих банков. Статистические данные того периода свидетельствуют о том, что в 1913 году вложения русских акционерных обществ в ценные бумаги составляли 117,4 млн. руб., а в 1915 году эта сумма была уже значительно выше, она составляла 369 млн. руб. и это в то время, когда на текущих счетах в банках, процентных бумагах и недвижимости находилось 45,5% названной суммы.

## Принципы функционирования и классификация инвестиционных фондов экономически развитых стран

К 90-м годам XX века в мире наблюдалось бурное развитие инвестиционных фондов, которые сумели привлечь средства миллионов индивидуальных инвесторов и стали важнейшим источником инвестиционных ресурсов для экономик многих стран. Рынок ценных бумаг притягивает и перераспределяет все большие капиталы общества. Одновременно в результате происходящей отмены ограничений на перелив капитала в развитых странах и становления новых рынков в Латинской Америке, Азии, Центральной и Восточной Европе новые черты приобретает интернационализация обращения фондовых ценностей, ускоряется формирование глобального рынка ценных бумаг.

В марте 1999 года американские взаимные фонды отпраздновали свое семидесятипятилетие. Первый современный взаимный фонд "The Massachusetts Investors Trust" был создан в марте 1924 г. и начал со скромного портфеля в 45 акций и активов в 50000 тыс. долл. Это был первый так называемый открытый взаимный фонд. Он произвел настоящую революцию в инвестировании: постоянное предложение новых акций и их выкуп в любое время по текущей цене активов фонда. В 1929 г. в результате биржевого краха инвесторы понесли огромные потери. Вновь интерес вкладчиков к инвестиционным компаниям, теперь уже в основном к взаимным фондам, проявился в конце 70-х — начале 80-х годов, в период резкого ограничения государством величины процента, который банки и другие сберегательные институты могли выплачивать по вкладам. Теперь вкладчик мог рассчитывать максимум на 5% годовых. В дальнейшем процентные ставки по некоторым видам инструментов денежного рынка подскочили до 20%, и фонды обеспечили к ним доступ любого инвестора. В результате к 1982 г. активы взаимных фондов 1 нежного рьінка достигли 200 млрд. долл. Затем начался длительный подъем на фондовом рынке, и в ряды вкладчиков взаимных фондов влились миллионы американцев. В 1985 г. число фондов достигло 1530, а активы превысили 500 млрд. долл. В последующие годы инвестиционные компании стали в США одним из важнейших институтов на рынке ценных бумаг, а фонды становятся все более популярными.

Подлинный бум в развитии взаимных фондов наступил в 90-е годы. В целом за период 1990—1996 гг. активы взаимных фондов возросли с 1,5 трлн. долл. до 3 трлн., причем за счет новых инвестиций было обеспечено 60% этого роста. В 1996 году число взаимных фондов достигло 6000, а количество счетов вкладчиков превысило 130 млн.

Одной из характерных черт развития современной экономики стала так называемая секьюритизация, т.е. перевод денежных средств, хранящихся в виде депозитов, наличности, накоплений на пенсионных счетах, а также различных долговых обязательств в разные виды ценных бумаг. Одновременно инвестиционные фонды предлагают свои ценные бумаги, которые удобны и доступны для мелких вкладчиков. Развитие взаимных фондов в США сопровождается интенсивным переводом счетов денежных средств с менее доходных банковских вкладов на приобретение ценных бумаг с помощью инвестиционных фондов.

В странах ЕС, как и в США, активы инвестиционных фондов растут быстрее, чем банковские вклады. Однако в США в среднем фонды в три раза крупнее европейских и значительно выше доля населения, владеющая акциями фондов. В Великобритании к концу 90-х годов всего лишь 5% англичан являлись вкладчиками фондов.

С середины 80-х годов в Западной Европе по инициативе Совета европейских сообществ получают распространение особые открытые инвестиционные фонды UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities). Согласно директиве ЕЭС (1985 г.) UCITS создавались для того, чтобы дать возможность фонду, базирующемуся в одной стране-члене Европейского Сообщества, продавать акции в других странах сообщества. Если фонд в своей стране зарегистрировал UCITS, то он имеет право на регистрацию в любой стране ЕС при условии соответствия законодательству принимающей страны. В 1996 г. общие активы западноевропейских открытых фондов превышали 1,5 трлн. долл., из которых на долю UCITS приходилось 85%.

## Введение периодизации в развитии российских инвестиционных фондов

Начало развитию инвестиционных фондов в РФ было положено Указом Президента РФ № 1186 от 7.10.92 г. « О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий». Согласно Указу и всей концепции развития инвестиционных фондов в РФ их деятельность непосредственно связывалась с процессом приватизации. Указ искусственно разделял инвестиционные фонды на обычные, которые специализировались на операциях с наличными инвестиционными ресурсами, и чековые, имеющие возможность накапливать как наличные средства, так и приватизационные чеки, выпущенные в РФ для обслуживания процесса приватизации. Инвестиционные фонды в РФ, прежде всего, нужны были для стимулирования процесса новых инвестиций в конкурентные отрасли и предприятия и в меньшей степени для обслуживания процесса приватизации государственных предприятий. Таким образом, в связи с изменениями принципов хозяйствования с 1992 г. в российской экономической системе появился совершенно новый финансовый институт - инвестиционный фонд.

Для того чтобы проанализировать опыт функционирования и выявить взаимосвязь между осуществляемыми инвестиционными фондами стратегиями и постоянно изменяющимися экономическими условиями автор предлагает выделить следующие этапы развития российских инвестиционных фондов:

1.Этап первый (октябрь 1992 г. - первая половина 1994 г.): появление инвестиционных фондов

2.Этап второй (вторая половина 1994 г. - первая половина 1996 г.): интенсивное развитие

З.Этап третий (ноябрь 1996 г. - первая половина 1998 г.): стабилизация и зарождение паевых инвестиционных фондов

4.Этап четвертый (август 1998 г. - начало 1999 г.): спад и стагнация 5.Этап пятый (вторая половина 1999 г. - 2002 г.): стабилизация и рост

Этап первый (октябрь 1992 г. — первая половина 1994 г.): появление инвестиционных фондов

Современные российские инвестиционные фонды были сформированы и приобрели массовый характер в период ваучерной приватизации, поэтому они сразу приобрели ряд особенностей в организации и функционировании, отличавшие их от аналогичных структур в других странах. Первоначально в России были сформированы ИФ двух типов: акционерные (обычные) и специализированные инвестиционные фонды приватизации.

Наибольшее распространение в России, в период ваучерной приватизации, получили специализированные инвестиционные фонды приватизации (СИФП) или другое их распространенное название - чековые инвестиционные фонды (ЧИФ).

Специализированные чековые фонды образовывались с целью аккумуляции чеков и последующего приобретения на них акций приватизируемых предприятий на чековых аукционах. ЧИФы были фондами закрытого типа, которые не могли выкупать собственные акции. Чековые фонды приватизации создавались как фонды целевой направленности и должны были выполнить следующие задачи:

оказание помощи населению по процессу инвестирования приватизационных чеков и обеспечение профессионального управления активами;

- создание новых институциональных инвесторов на российском рынке;

-создание в лице ЧИФов крупных акционеров приватизированных предприятий, которые способны противостоять администрации.

По мнению автора диссертационной работы, российские СИФП в их первоначальном виде - это были временные и не типичные для мировой практики формы фондов. С государственной точки зрения, СИФП были государственными по своим целям организациями. Они выполняли задачи, связанные с аккумулированием приватизационных чеков населения и обменом их на акции организаций.

Существование альтернатив в деятельности чековых фондов стало основной

причиной их расслоения. Из общего состава ЧИФов начали обособляться группы, отдающие предпочтение тому или иному направлению вложений. Это возможно проследить анализируя структуру активов фондов (см. табл. З.1.).