Катаев Константин Сергеевич. Паевые инвестиционные фонды в переходной экономике России : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2000 135 c. РГБ ОД, 61:01-8/1880-X

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Институты коллективного инвестирования в развитой рыночной экономике...7

1.1. Процесс возникновения и этапы развития взаимных фондов в США 7

1.2. Технологии создания продуктов, отвечающих потребностям инвесторов 22

Глава 2. Паевые инвестиционные фонды в условиях переходной экономики России 52

2.1. Инвестиционный климат в России как определяющий фактор успешной деятельности паевых инвестиционных фондов 52

2.2. Зарождение паевых инвестиционных фондов в России 63

2.3. Перспективные формы паевых инвестиционных фондов в преобразовании российской экономики 87

Заключение 121

Список литературы 125

**Введение к работе**

Актуальность исследования. В России с начала девяностых годов идет процесс трансформации централизованной экономики в рыночную. Одной из самых главных проблем этого периода является острая потребность в инвестиционных ресурсах. Формирование инвестиционного процесса в России стало особенно важным в последнее время. Инвестиционный процесс не может существовать отдельно от состояния экономики и потребности в инвестициях, наличия денежных средств у инвесторов, а также финансовых институтов, непосредственно выступающих в роли посредника.

Развитие финансового рынка, с одной стороны, должно соответствовать реально сложившемуся экономическому положению в России, с другой стороны, способствовать обеспечению экономического роста и активизации инвестиционной деятельности. В 1995 году вышел Указ Президента РФ N765 «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации», в котором впервые прописан такой инвестиционный институт, как паевой инвестиционный фонд. Паевой инвестиционный фонд стал для российской экономики принципиально новой формой коллективного инвестирования.

До 1997 года, когда появились первые отечественные паевые инвестиционные фонды, на финансовом рынке России были представлены многие известные в странах с развитой рыночной экономикой финансовые институты, банки, инвестиционные компании, пенсионные фонды, страховые компании и т.д.. В отличие от подавляющего большинства российских институтов, создание нового финансового посредника -паевого инвестиционного фонда - инициировало государство, заинтересованность которого в появлении подобных институтов обусловлена необходимостью привлечения денежных средств населения в государственные ценные бумаги, благодаря которым в значительной степени осуществлялась бюджетная политика. Кроме того, создание подобных институтов было реакцией государства на появление различного рода финансовых пирамид и неудовлетворенность населения деятельностью чековых инвестиционных фондов, созданных в процессе приватизации. Необходимость раскрыть условия возникновения и тенденции дальнейшего развития паевых инвестиционных фондов в переходной экономике России обусловливает актуальность темы диссертации.

На протяжении более семидесяти лет инвестиционные фонды успешно функционируют в странах с развитой рыночной экономикой. Наибольшего успеха среди инвестиционных фондов добились взаимные фонды в США. Взаимные фонды

обладают огромными инвестиционными ресурсами, которые позволяют реально преобразовывать национальную экономику. Общая рыночная стоимость активов таких фондов во всем мире достигла 9 триллионов долларов к концу сентября 1999 года. На активы взаимных фондов в США приходилось почти две трети общей величины активов, и она приближалась к 6 триллионам долларов. Но и в других странах фонды также быстро растут: Великобритания (326 млрд. долларов), Франция (700 млрд. долларов), Италия (485 млрд. долларов), Испания (219 млрд. долларов) и Япония (485 млрд. долларов). Несколько странной выглядит статистика по Люксембургу. Несмотря на свои крошечные размеры и небольшое население, он занимает второе место в мире по размерам активов инвестиционных фондов (свыше 750 млрд. долларов).

Успехи фондов не ограничиваются развитыми странами. В крупнейших по численности народонаселения странах, например в Бразилии, эта отрасль инвестиционного бизнеса - 100 млрд. долларов. Даже в странах-новичках из бывшего коммунистического блока - Польше, Венгрии и Чешской Республике - стоимость активов инвестиционных фондов в настоящее время превышает 1 млрд. долларов в каждой из них.

Рассмотрение опыта взаимных фондов в высокоразвитой рыночной экономике США, анализ их деятельности позволяют в значительной степени раскрыть закономерности и возможность развития институтов этого типа в российской экономике.

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-экономисты анализировали деятельность финансового рынка применительно к российскому или американскому опыту. В научных работах делались ссылки на условия российской экономики переходного периода и связанные с этим сложности применения опыта стран с развитой инвестиционной индустрией. До настоящего времени не проводилось сопоставления условий возникновения американского взаимного фонда и его аналога - российского паевого инвестиционного фонда, не раскрыты причины недостаточной инвестиционной привлекательности российских паевых инвестиционных фондов.

В диссертации проводится сравнительный анализ американского взаимного фонда и паевого инвестиционного фонда (ПИФ) в переходной экономике как принципиально новой для российского финансового рынка формы коллективного

инвестирования, позволяющей инвестору вне зависимости от финансовых возможностей участвовать в инвестиционном процессе.

Исследуются основные элементы и структура паевого инвестиционного фонда, механизм его функционирования и влияние на рыночные преобразования экономики России. Мы использовали информационные, научные и статистические материалы, относящиеся к опыту взаимных фондов США, что позволило раскрыть основные тенденции процесса развития коллективного инвестирования в России.

Цели и задачи исследования. Цель диссертационного исследования - раскрыть условия появления паевых инвестиционных фондов в переходной экономике России, их роль в преобразовании национальной экономики и возможность использования опыта американских взаимных фондов.

В соответствии с поставленной целью основными задачами работы являются:

- выяснение общих условий зарождения российских паевых инвестиционных фондов и взаимных инвестиционных фондов в странах с развитой рыночной экономикой;

- выделение наиболее существенных аспектов опыта американских взаимных фондов, которые можно использовать в практике российских паевых инвестиционных фондов;

- выявление основных сущностных характеристик инвестиционных стратегий и инвестиционного стиля управляющих инвестиционных фондов;

- определение причин и условий появления паевых инвестиционных фондов в отечественной экономике;

- раскрытие перспективности деятельности российских паевых инвестиционных фондов в экономике переходного периода;

- определение роли и места различных форм паевых инвестиционных фондов в отечественном инвестиционном процессе применительно к краткосрочной, среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Объектом исследования диссертации являются паевые инвестиционные фонды в переходной экономике России.

Теоретической и методологической основой диссертационного исследования являются научные труды, монографии и статьи зарубежных экономистов С.Кирш, В.Бомол, С.Голдфилд, Л.Гордон, М.Коен, Р.Макк, Б.Фридман и отечественных экономистов Э.А.Мусаева, В.Д.Миловидова, Я.М.Миркина, В.Т.Мусатова,

А.А.Фельдмана.

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 Internet.

Центральным в диссертации является сравнительный анализ американских взаимных фондов и российских паевых инвестиционных фондов. В основе научной новизны исследования рассматриваются следующие положения:

- выделены четыре этапа развития индустрии американских взаимных фондов: первый этап - организация нового типа финансового института; второй этап -формирование правовой базы; третий этап - преобразование фондами национальной экономики; четвертый этап - продвижение взаимных фондов на иностранные финансовые рынки, показано, что в настоящее время отечественные паевые инвестиционные фонды одновременно проходят первый и второй этапы;

- выявлены два главных условия эффективности паевых инвестиционных фондов: первое - создание конкурентоспособного финансового института, ориентированного на привлечение средств частных инвесторов; второе - защита интересов и прав частных инвесторов;

- показано, что одна из форм американских взаимных фондов («фонды роста») имеет схожую с российскими паевыми инвестиционными фондами характеристику, деятельность и опыт «фондов роста» представляют наибольший интерес для паевых инвестиционных фондов в условиях переходной экономики;

выявлена зависимость развития паевых инвестиционных фондов от совершенствования законодательства и обоснованы рекомендации по совершенствованию нормативно-правовой базы: «Закон о гарантиях вложений инвесторов паевых инвестиционных фондов», «Закон о достоверности информации о деятельности паевых инвестиционных фондов»;

- сделан вывод о том, что для российского инвестора наиболее перспективными типами паевых инвестиционных фондов являются паевые пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды недвижимости, паевые хедж фонды.

Теоретическая и практическая, значимость. Диссертационное исследование может быть использовано для разработки концепции развития финансового рынка и институтов финансового посредничества, а также в учебном процессе при изучении курсов «Рынок ценных бумаг», «Финансовый рынок», «Портфельные инвестиции».

Основные положения и результаты -диссертационного исследования были опубликованы в двух научных работах общим объемом - 1 п.л.

## Процесс возникновения и этапы развития взаимных фондов в США

Рыночная экономика США на каждом этапе своего развития создавала условия для возникновения новых институтов рынка. Среди множества финансовых посредников в конце двадцатого века фонды как институты коллективного инвестирования, аккумулируя значительные капиталы, стали завоевывать популярность у инвесторов. Существует три вида американских инвестиционных компаний или по российской терминологии фондов, потому что в России инвестиционные компании не могут в силу законодательных причин быть институтами коллективного инвестирования. Первый вид - открытая инвестиционная компания (open-end), или взаимный фонд. Второй вид -закрытая инвестиционная компания (closed-end), или инвестиционный фонд. Третий вид - объединенный инвестиционный траст (unit , investment trust), или фиксированный траст.

Американский взаимный фонд - это объединение денежных средств с целью прибыльного вложения в инвестиции. Формирование инвестиционного портфеля осуществляется профессиональными менеджерами, которые заранее объявляют инвестиционную стратегию данного фонда.

Взаимные фонды (открытые инвестиционные компании) обязаны постоянно выпускать (продавать) и выкупать свои ценные бумаги. Цена таких акций, за исключением комиссий, эквивалентна стоимости активов фонда деленной на количество выпущенных акций. Чистая стоимость активов вычисляется ежедневно после закрытия торгов на финансовых рынках. Открытые фонды должны выкупать свои акции по первому требованию их владельца и выплачивать деньги в течение семи дней. Капитал взаимных фондов представляет собой переменную величину: он возрастает или сокращается в зависимости от того, преобладают ли продажи или покупки акций в данный момент. Продажа паев фондом является единственным источником пополнения капитала. Взаимные фонды не имеют права эмитировать на рынке собственные обязательства или капитализировать часть своего дохода, как это делают другие инвестиционные институты.

Взаимные фонды организуются в виде акционерного общества. Акционерами фонда избирается совет директоров, на который возлагаются обязанности по контролю за деятельностью фонда. В обязанности совета директоров фонда входит выбор управляющей компании. Управляющая компания осуществляет ежедневный менеджмент средствами фонда. Закон об инвестиционных компаниях 1940 года устанавливает нормативные требования по созданию и регулированию деятельности в индустрии взаимных фондов. Этот закон требует от взаимных фондов того, чтобы в совете директоров фонда было не менее сорока процентов директоров фонда не аффилированных управляющей компанией, брокерско-дилерскими компаниями или другими лицами, заинтересованными в финансовой деятельности фонда. Ограничение защищает инвесторов фондов от злоупотреблений советом директоров.

Управляющая компания инвестирует денежные средства фонда на финансовом рынке, руководствуясь инвестиционной политикой фонда, объективным состоянием дел на рынке ценных бумаг, основываясь на экономической ситуации и финансовых исследованиях компании. Весь доход или только определенная проспектом фонда его часть реинвестируется в финансовые инструменты согласно инвестиционной декларации фонда. Менеджмент активами фондов оплачивается управляющей компанией в виде процентов от совокупных активов. Доход управляющей компании фонда напрямую зависит от успешной финансовой деятельности. Рост доходов акционеров фонда стимулирует вложения средств. Рост активов фонда в управлении увеличивает вознаграждение управляющей компании при неизменных комиссионных и наоборот. Договор на управление активами фонда предусматривает дополнительные финансовые премии за существенный рост доходов в фонде. Совет директоров фонда из-за снижения дохода акционеров фонда или убытка может сократить расходы фонда на менеджмент, а в худшем случае принять решение о смене управляющей компании. Управляющие компании взаимных фондов являются высокопрофессиональными участниками финансового рынка, имеющими специальную лицензию на управление активами взаимных фондов от Комиссии по ценным бумагам и биржам США. При этом отметим, что конкуренция среди финансовых менеджеров в очень доходной индустрии взаимных фондов настолько велика, что управляющие компании фондов прилагают все усилия для наиболее эффективного осуществления инвестиций. Кроме того, менеджеры взаимных фондов не были замечены пока ни в каких сомнительных сделках и злоупотреблениях.[153]

## Технологии создания продуктов, отвечающих потребностям инвесторов

Инвестиционные фонды — это инвестиции, продающиеся в, стандартизованной форме. Задача управляющего - создать стандартные пакеты, отвечающие потребностям инвесторов. Управляющий может работать двумя способами: его решения могут быть ориентированы на инвестиционную или маркетинговую деятельность. Управляющая компания, которая ориентирована на инвестиции, старается найти новые активы, в которые можно было бы инвестировать, а затем начинает выпуск продукта для осуществления таких инвестиций. Компания, руководствующаяся маркетинговыми императивами, старается определить, каковы потребности потенциальных клиентов, и создать продукты, удовлетворяющие эти потребности.

Рассмотрим вопросы, связанные с развитием продуктов инвестиционных фондов, и проанализируем типы продуктов, которые уже имеются на рынках коллективных инвестиционных фондов в странах с развитой инвестиционной индустрией.

Основные вопросы, возникающие для управляющего при определении направлений инвестиционной деятельности фондов, таковы:

- кто является потенциальными инвесторами и каковы осознаваемые ими потребности;

- имеется ли достаточно активов необходимого типа с достаточной ликвидностью для того, чтобы продукт мог реализовать свое предназначение;

- какие институты могут быть использованы для того, чтобы продукт выполнял свои функции эффективно и был привлекательным;

- какие меры будут приняты регулятором и налоговыми службами для содействия развитию продукта;

- будет ли полученный в результате продукт прибыльным для управляющей компании;

- что можно сделать, чтобы повысить прибыльность продукта.

В большинстве стран с развитым инвестиционным рынком потенциальными инвесторами являются граждане со средствами, достаточными для того, чтобы делать небольшие сбережения и использовать таковые в будущем. В принципе инвесторам необходимо использовать свои деньги с наибольшей пользой при приемлемом уровне риска. Понятия «с наибольшей пользой» и «приемлемый риск» могут иметь различное наполнение в зависимости от уровня развития финансовых институтов. Люди могут стремиться к росту капитальной стоимости своих инвестиций или к получению регулярных доходов, или к тому и другому. В общем, они ищут максимальных доходов при минимальном риске. Там, где существуют необходимые формы производных финансовых инструментов, инвестиционные фонды могут получать доходы по акциям, не подвергаясь в полном объеме риску присущему таким инвестициям. В некоторых странах соотношение активов разных типов — инструментов финансового рынка, облигаций, акций, производных и недвижимости — будет различным. Большую роль здесь играют финансовые традиции страны. В Великобритании, например, корпоративных облигаций меньше, чем в остальных европейских странах и США, главным образом, потому, что традиционно инвестиционные средства в этой стране привлекались посредством выпуска акций, а не путем заимствований. Страны бывшего Советского Союза, которые проходят этап массовой приватизации, на первых постприватизационных стадиях имеют на рынке множество акций различной, иногда ничтожной ликвидности и практически ничего больше, поскольку даже государственные ценные бумаги подвержены очень большим рискам.

На многих развивающихся рынках просто не хватает достаточно ликвидных активов для того, чтобы сделать возможным существование открытых фондов. Если это так, то для управляющих имеет смысл лоббировать создание промежуточных форм фондов, таких, как интервальные. Это позволяет лимитировать выкупы по стоимости чистых активов, что в большей степени соответствует природе неликвидных активов и в то же время более привлекательно, нежели закрытые фонды, инвесторы которых не смогут продать свои вложения по стоимости чистых активов. Возможно, при отсутствии в стране достаточных активов для инвестирования решающим фактором окажется возможность (или отсутствие таковой) инвестировать за границей, а также меры контроля, связанные с инвестициями подобного рода.

Хорошим примером того, как был решен вопрос соответствия потребностей и наличия активов, является бурный рост фондов денежного рынка в США в 1970-х годах и во Франции в 1980-х. В то время мелкие инвесторы с небольшими накоплениями могли инвестировать только лишь в депозиты под небольшой процент, обусловленный тем, что правительства контролировали процентные ставки. Однако при наличии большой суммы на депозите процентная ставка повышалась. Смекалистые управляющие инвестиционных фондов стали создавать фонды нового типа — фонды денежного рынка. Они принимали большое число мелких вложений, инвестировали их в виде пула в банковские депозиты и, тем самым, позволяли частным инвесторам получать доход по более высоким процентным ставкам, а также диверсифицировать риски между рядом финансовых институтов (некоторые фонды денежного рынка имели лучший кредитный рейтинг, нежели финансовые институты, в инструменты которых они инвестировали). Прибыли от управления фондами денежного рынка ниже, чем прибыли по фондам акций или облигаций, но, с другой стороны, ими гораздо легче управлять. [102]

Фонды денежного рынка стоит развивать везде, где возможно существование открытых фондов, а процентные ставки по «розничным» депозитам отличаются от «оптовых». Такие фонды не имели успеха в Великобритании, где не существовало и не существует ограничений по процентным ставкам, а конкуренция в борьбе за банковских клиентов весьма велика. Здесь нет разницы между процентными ставками для розничных и оптовых покупателей.

## Инвестиционный климат в России как определяющий фактор успешной деятельности паевых инвестиционных фондов

Реформирование экономики России имеет непродолжительный период, в процессе которого проходили кардинальные изменения и создание инфраструктуры рынка. Появление новых для страны организационных форм на базе частного капитала было обусловлено потребностью трансформации экономики. Этапы появления финансовых институтов, специализирующихся на привлечении денег, являются тем базисом, на котором будут выстраиваться дальнейшие отношения участников инвестиционного процесса. Анализ возникновения и деятельности институтов финансового рынка может раскрыть главные причины возникновения идеи новой концепции коллективных инвестиций в виде паевого инвестиционного фонда в переходной экономике России.

До начала реформ 90-х годов советские граждане, имеющие свободные деньги, хранили свои сбережения в Сбербанке. Сбербанк был единственным банком в стране с разветвленной сетью филиалов, обладающий монопольным правом на оказание услуг населению. Во времена централизованной экономики все негативные тенденции по мере возможности гасились правительственными решениями или им придавался политический статус. Главный народный банк страны полностью контролировался властью. Государство выступало гарантом установленной доходности, унифицированности и ликвидности банковских вкладов. Отсутствие всякой конкуренции предоставляло Сбербанку монопольное право влиять на финансовую ситуацию в обществе. Уровень процентных ставок определялся с учетом состояния экономики страны, устанавливался в директивном порядке. Стабильность сбережений не вызывала сомнений у граждан и позволяла выстраивать финансовые перспективы на будущее.

Политические события в стране, повлекшие за собой трансформацию экономики, изменили мировоззрение части населения. Преобразования в России вышли на первый план, ослабив государственный контроль за стабильностью экономики. Отсутствие опыта и знаний со стороны государства в условиях либерализации экономики привело к тому, что Сбербанк прекратил выполнять свою главную функцию финансовой стабильности в обществе. Галопирующая инфляция и всеобщий товарный дефицит за короткий срок обесценили накопления в Сбербанке. После потери доверия к государству, в лице Сбербанка, граждане начали остро нуждаться в таких сберегательных институтах, которые бы отвечали требованиям новой политической жизни и экономики. Этими главными требованиями являлись негосударственный, а частный характер сберегательного института и доходность, перекрывающая уровень инфляции.

Самой подходящей альтернативой замены Сбербанка стали частные коммерческие банки. С начала 90-х годов начинается активный процесс создания частных коммерческих банков. Коммерческим банкам практически ничего не пришлось разъяснять своим потенциальным клиентам, так как содержание их работы было аналогично знакомому всем Сбербанку. Население страны приняло новую форму организации по осуществлению сберегательных услуг. Главной функцией, которую, по мнению граждан, должны были выполнять банки, становилась сберегательная. Сбербанк, являясь по своей сути государственным банком, лишенным стимула к конкурентной борьбе с другими банками за клиентов, не проводил изменений в политике процентных ставок. Вновь созданные банки были вынуждены привлекать клиентов, ориентируясь на финансовую конъюнктуру. Предложением доходности по вкладам в несколько раз больше, чем Сбербанке, банкам удалось привлечь денежные средства населения. Доходность банковских вкладов доходила до 1000 процентов годовых, и это не было пределом. Впоследствии для многих крупных системообразующих банков частные вклады в начале 90-х годов стали фундаментом их роста.

Финансовая ситуация в стране характеризовалась высоким уровнем инфляции, ростом курса доллара США по отношению к национальной валюте и низкими процентными ставками кредитов ЦБ РФ. Банкам удалось с легкостью привлечь значительные суммы денег. Одновременно с крупными привлечениями возникали обязательства их выполнения. Финансовый рынок был только в стадии становления, поэтому у банков был невелик выбор вложений в финансовые инструменты. В начале реформирования экономики России существовало два основных вида банковских инвестиций - межбанковский кредит и доллар США.