Кузнецов Александр Вадимович. Институты коллективного инвестирования в рыночной экономике : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2005 178 c. РГБ ОД, 61:05-8/4462

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ 10

1. Возникновение и эволюция институтов коллективного инвестирования в развитых странах 10

2. Формирование и развитие теоретических основ коллективного инвестирования 36

ГЛАВА 2. ОСОБЕННОСТИ РАЗВИТИЯ КОЛЛЕКТИВНЫХ ПРОБЛЕМ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА 5 8

1. Неэффективность модели фондового рынка и отрасли коллективных инвестиций в 1990-х годах 58

2. Ход реформирования фондового рынка и отрасли коллективного инвестирования в 2000-2003 годах 71

3. Реформирование как фактор развития отрасли коллективных инвестиций 83

ГЛАВА 3. ПРОБЛЕМЫ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТОРОВ В РОССИИ 9 6

1. Регулирование рисков и организация деятельности институтов коллективного инвестирования 96

2. Стимулирование развития институтов коллективного инвестирования. Опыт развитых стран и выводы для России 107

3. Проблемы совершенствования налоговой политики 130

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 139

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 148

ПРИЛОЖЕНИЯ 166

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Задачи экономического роста, снижения уровня бедности являются наиболее важными для российской экономики. Вместе с тем опыт развитых стран показывает, что ключевым для полноценного экономического развития является использование внутреннего инвестиционного потенциала, а значит, решение задачи трансформации сбережений в инвестиции.

Одним важнейших источников финансирования экономического роста за счет внутренних источников в странах с развитой экономикой выступают институты коллективного инвестирования. Отрасль

, о служивая принципиальную для экономического роста связку "сбережения-инвестиции" и перелив финансовых ресурсов между секторами национальной экономики, становится одним из ключевых механизмов экономического роста. Поэтому развитие отрасли коллективных инвестиций имеет крайне важное значение для развития российской экономики, испытывающей недостаток внутренних инвестиционных ресурсов.

В экономике развитых стран роль отрасли коллективных инвестиций трудно переоценить. Потребность в институтах коллективных инвестиций рождена тем, что традиционные финансовые инструменты оказываются недоступными мелким инвесторам из-за высокой цены, определенного объема знаний и навыков, требующихся для работы с ними. Потенциальные инвесторы с помощью этих финансовых посредников получают возможность вкладывать свои сбережения в более широкий круг финансовых инструментов, тем самым, получая большие возможности для выбора.

Особое значение развитие отрасли коллективных инвестиций имеет для привлечения в экономику сбережений населения. Именно эта группа инвесторов является главной составляющей инвестиционной базы любого национального фондового рынка. Более того, именно от вовлеченности

этой группы инвесторов в операции на фондовом рынке в первую очередь зависят его емкость и устойчивость. Так, в Южной Корее доля инвесторов в ценные бумаги в общей численности населения составляет 8,3%, в Японии — 26,6%, в Австралии — 36,5% \ В США только акциями владеют 48,1% домохозяйств. Аналогичным образом изменяется соотношение капитализации и ВВП в этих странах. В Южной Корее оно составляет 45%, в Японии — 52%, в Австралии — 93%, в США —108%.3

Для развития отрасли коллективных инвестиций необходимо наличие эффективной системы регулирования, которая формирует

которые особенно чувствительны к фактам нарушения их прав и законных интересов, они не имеют других способов защиты своих интересов, чем те, которые предусмотрены законодательством и обеспечиваются деятельностью регулятора рынка.

В этих условиях детальное исследование места и роли институтов коллективных инвестиций в экономике развитых стран, сравнительный анализ функционирования этих институтов, сопоставление полученных результатов приобретают особую актуальность для России, где проблема эффективного привлечения сбережений населения в экономику приобрела особую остроту.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационной работы является разработка и обоснование системы мер по повышению эффективности институтов коллективных инвестиций в российской экономике на основе анализа опыта развитых стран.

Для достижения цели исследования были поставлены следующие задачи:

- выявить основные тенденции становления и эволюции институтов коллективного инвестирования в развитых странах;

-определить научные основы коллективного инвестирования;

-раскрыть роль институтов коллективного инвестирования в формировании инвестиционного потенциала экономики развитых стран;

-выявить и обобщить ключевые особенности функционирования институтов коллективного инвестирования развитых стран;

-выявить основные факторы стимулирования развития институтов коллективного инвести ования -провести анализ проблем развития институтов коллективного инвестирования в России;

-раскрыть причины и цели реформирования фондового рынка и отрасли коллективных инвестиций в России;

-сформулировать и обосновать меры по развитию и повышению эффективности институтов коллективного инвестирования в России.

Объектом исследования в диссертационной работе являются институты коллективного инвестирования как финансовые посредники и механизмы трансформации сбережений в инвестиции.

В международной практике развитых стран понятие "коллективные инвестиции" охватывает инвестиционные фонды, а также негосударственные пенсионные фонды, страховую деятельность (пенсионное страхование и долгосрочное страхование жизни), кредитные союзы. Во всех случаях имеет место использование привлеченных ресурсов, объединенных в инвестиционный пул. В данной работе в качестве институтов коллективного инвестирования рассматриваются инвестиционные компании и фонды - класс коллективных инвесторов, характеризующийся аккумулированием средств за счет выпуска ценных бумаг, пропорциональным распределением дохода от инвестиций.

Предметом исследования являются особенности

функционирования институтов коллективного инвестирования, организации взаимоотношений, возникающих между инвесторами и институтами коллективного инвестирования, системы регулирования институтов коллективного инвестирования в различных странах.

Методологической и теоретической основой исследования послужили труды зарубежных и отечественных авторов в области теории экономического роста, эффективности финансовых рынков и их регулирования, эффективности финансового посредничества, деятельности институциональных инвесторов, концепций и механизмов создания и подде жания э ективного нкциони ования

накопительных пенсионных систем, - И.В. Костикова, Б.Б. Рубцова, В.Д. Миловидова, С.А. Михайлова, Б.И. Алехина. Из зарубежных авторов, прежде всего, следует выделить работы: Г. Марковича, Ф. Фабоцци, Ф. Модильяни, У. Шарпа, И. Фишера, Э. Фама, Д. Тобина, Р.Мертона, Г. Александера, Д. Бэйли, Д. Богла, Д. Виттаса.

Степень научной разработанности темы

В современной экономической литературе представлен значительный объем теоретических работ, посвященных исследованию деятельности финансовых посредников, анализу их функций на финансовых рынках. Вместе с тем работы, посвященные институтам коллективного инвестирования, уделяют внимание, в основном, анализу принципов организации и функционирования таких институтов. В качестве действенных механизмов трансформации сбережений в инвестиции институты коллективного инвестирования до настоящего времени практически не рассматривались.

Эмпирические данные, использованные в исследовании. В работе анализируются основные показатели, характеризующие динамику и уровень развития институтов коллективного инвестирования в развитых странах и России.

Анализ деятельности институтов коллективного инвестирования в развитых странах опирается на данные Organisation for Economic Cooperation and Development, International Organisation of Securities Commissions, Investment Company Institute, Федерального Бюро Статистики, Федеральной Резервной Системы, Комиссии по ценным бумагам и биржам США, Нью-Йоркской фондовой биржи, Всемирной Федерации Бирж.

При анализе деятельности институтов коллективного инвестирования в России использовались данные Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, Федеральной службы по финансовым рынкам, Няпигшапьной лиги vnnaBHflionTHX Госкомстата России, Банка России. Научная новизна исследования состоит в разработке и обосновании комплексной программы повышения эффективности институтов коллективного инвестирования в российской экономике, направлений ее практической реализации.

Наиболее существенные результаты, полученные автором:

-проведена периодизация развития институтов коллективного инвестирования в развитых странах, основанная на выявлении целей создания таких институтов. Она позволяет проследить эволюцию этих целей, особенности деятельности коллективных инвесторов, а также факторы, стимулирующие развитие институтов коллективного инвестирования;

-определены и систематизированы основные направления экономической мысли, составившие теоретическую основу коллективного инвестирования, что позволяет научно обосновать цели создания таких институтов, особенности их деятельности, их роль в рыночной экономике;

-обоснована значимость институтов коллективного инвестирования в формировании инвестиционного потенциала экономики развитых стран,

на основе чего доказана необходимость развития и повышения эффективности этих институтов в России;

-обоснован комплексный подход к развитию институтов коллективного инвестирования во взаимосвязи с решением проблем налогового стимулирования инвестиционной деятельности, повышения эффективности фондового рынка. Выявление взаимосвязей между экономическими, правовыми аспектами обсуждаемых в работе проблем позволяет выделить более глубокие макроэкономические и правовые механизмы, стоящие за явлениями, происходящими на финансовых рынках;

инвестирования за счет снижения административных, инфраструктурных, налоговых и др. барьеров как главного стимулирующего фактора развития отрасли коллективного инвестирования;

-разработана комплексная система мер по стимулированию использования институтов коллективного инвестирования для осуществления сбережений и широкого спектра инвестиционных проектов, реализация которой позволит повысить эффективность отрасли коллективных инвестиций по трансформации сбережений в инвестиции.

Практическая значимость исследования состоит в том, что его результаты могут быть использованы представителями законодательных и регулирующих органов, специалистами профессиональных участников фондового рынка, институтов коллективного инвестирования для дальнейшего развития и повышения эффективности отрасли коллективных инвестиций, развития новых механизмов коллективных инвестиций, повышения эффективности регулирования фондового рынка.

Внедрение результатов исследования. Результаты исследования и его практические рекомендации использовались при разработке мер по совершенствованию нормативной базы, механизмов осуществления надзора и контроля отрасли коллективных инвестиций в рамках

Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России, а затем Федеральной службы по финансовым рынкам.

Результаты диссертационного исследования вошли в коллективную монографию «Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование». С основными положениями отдельных исследований, легших в основу работы, автор выступал на следующих конференциях:

-V Всероссийской конференции профессиональных участников рынка ценных бумаг, проведенной ФКЦБ России, Институтом фондового рынка и управления;

ассоциацией венчурных инвесторов;

-круглом столе «Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации», проводимом Институтом фондового рынка и управления;

-конференции «Пенсионная реформа: от разработки к реализации», проводимой АНО «Институт развития социального страхования»;

-конференции «Закрытые ПИФы недвижимости: новые возможности и временные трудности», проводимой Институтом фондового рынка и управления;

-семинаре «Коллективное инвестирование и венчурный капитал», организованном Институтом фондового рынка и управления;

-конференции «Доверительное управление: пенсионная реформа и коллективные инвестиции», организованной Институтом фондового рынка и управления.

Логика и структура исследования. Логика исследования, определяемая предметом, объектом исследования, его целями и задачами, отражена в структуре диссертационной работы, состоящей из введения, трех глав, выводов, приложений и списка используемой литературы.

## Возникновение и эволюция институтов коллективного инвестирования в развитых странах

Изучение истории появления и эволюции институтов коллективного инвестирования показывает, что использование принципа объединения средств инвесторов для получения определенных преимуществ при их инвестировании лежал в основе деятельности этих институтов с самого начала их развития. Однако на различных этапах исторического \_ пачвития .\_ пепи \_\_ гпчляния .\_ ингтитл/тт к-ппгтек-тиннпгп инвестирования видоизменялись, что определяло их функции и обусловливало особенности их деятельности.

История развития институтов коллективного инвестирования может быть условно разделена на три периода, каждый из которых характеризуется функциями, которые выполняли эти институты, целями их создания, особенностями деятельности.

Первый период, продолжавшийся с конца XVIII в. по конец XIX в., характеризуется зарождением и развитием институтов коллективного инвестирования в Голландии. В течение этого периода институты коллективного инвестирования были ориентированы на создание на основе существующих финансовых продуктов новых финансовых продуктов, обладающих более привлекательными для частных инвесторов характеристиками. В качестве целей создания этих институтов в течение первого периода можно выделить возможность диверсификации вложений, секьюритизации активов, а также снижение трансакционных и инфраструктурных барьеров доступа инвестирования в иностранные активы. Эти функции объединяет то, что они обусловливали наличие жестких ограничений инвестиционной политики, не предполагавших активное управление.

Истоки коллективных инвесторов восходят к ранним стадиям развития организованных рынков. Как показывает анализ, именно наличие организованного рынка ценных бумаг служило важнейшим фактором развития институтов коллективного инвестирования. Подтверждением этого служит тот факт, что первые институты появились в Голландии в конце XVIII в. В этой стране также впервые была организована фондовая биржа4, а организованный рынок к моменту появления первых фондов существовал уже более ста пятидесяти лет.

К моменту создания первых трастов в Голландии существовал развитый и прозрачный фондовый рынок, на котором регулярно торговались более 100 различных ценных бумаг, а цены наиболее ликвидных активов были доступны в брокерских отчетах и публикациях. Большинство сделок осуществлялось с государственными ценными бумагами Голландии, а также ряда других государств.

Первыми институтами коллективного инвестирования можно назвать инвестиционные трасты, появившиеся в Голландии в 1770-х гг. Их появление стало следствием финансового кризиса 1772-1773 гг., в течение которого о своей финансовой несостоятельности объявили Банк Англии, большой объем ценных бумаг которого был приобретен голландскими инвесторами, и ряд крупнейших голландских банков. Поэтому основной целью создания этих трастов стало предоставление возможности диверсификации вложений для мелких инвесторов. Диверсификация осуществлялась за счет инвестирования в активы разных стран, таких как Австрия, Дания, Германия, Испания, Россия, Швеция.

## Неэффективность модели фондового рынка и отрасли коллективных инвестиций в 1990-х годах

Одной из главных проблем российской экономики является то, что фондовый рынок в целом и отрасль коллективных инвестиций в частности не играют значительной роли и не выполняют в полной мере своих функций по трансформации сбережений в инвестиции, что, в частности, можно проиллюстрировать наличием устойчивого разрыва между сбережениями и накоплениями.

Социально-экономические реформы в России привели в последние годы к значительному росту валовых сбережений, если в 1998 году они составляли 19% ВВП, то в 2000 - 2002 годах уже 32 - 33% ВВП. В то же время валовое накопление основного капитала по сравнению с 1998 годом практически не изменилось. В результате сложилось несоответствие инвестиций сбережениям (см. рис. 3), оказывающее негативное воздействие на развитие процессов модернизации экономики, приводящее к торможению экономического роста. Неинвестиционные факторы роста в России практически исчерпаны, в то же время происходит интенсивный рост свободных финансовых ресурсов.

Инвестиционные риски, характеризовавшие рынок в 1990-х годах и, как следствие, низкий уровень доверия к рынку являются основной причиной невостребованности населением рынка ценных бумаг как инструмента осуществления сбережений. В результате неоднократных обманов населения государством и бизнесом на финансовом рынке привлекательность всех организованных форм хранения сбережений (т.е. коллективных инвесторов и банков) непрерывно снижалась, по крайней мере, с 1996 года (большинство форм хранения сбережений - с 1993 года).

## Регулирование рисков и организация деятельности институтов коллективного инвестирования

Реформа отрасли коллективных инвестиций создала платформу для развития институтов коллективного инвестирования. Дальнейшее развитие отрасли во многом зависит от эффективного регулирования.

Законодательство России, регулирующее отрасль коллективных инвестиций, полностью соответствует существующим на сегодняшний день подобным системам в развитых странах мира. В его основу заложены принципы, признанные в странах с развитыми рынками коллективных инвестиций, позволяющие обеспечить как интересы институциональных инвесторов, так и тех частных лиц, которые доверяют им свои деньги.

Опыт становления отрасли коллективных инвестиций в России, что эффективность отрасли в немалой степени зависит от регулирования рисков коллективных инвесторов. В частности, неэффективность ЧИФов была во многом обусловлена отсутствием стандартов регулирования их рисков, а также с систем мониторинга и контроля.

В экономике существуют различные риски, часть из которых формируется за пределами рынка ценных бумаг и связана с особенностями макроэкономического и политического развития страны. Эти риски могут быть лишь частично управляемыми за счет инструментов, присутствующих на рынке ценных бумаг. На другую часть инвестиционных рисков может оказывать воздействие деятельность регулятора рынка ценных бумаг.

В последние годы были предприняты значительные усилия по созданию эффективной системы регулирования и контроля рисков коллективных инвесторов. В частности, была создана достаточно эффективная система защиты прав участников схем коллективного инвестирования, во многом аналогичная системам защиты, применяющимся практически во всех странах. Эта система предусматривает, в частности, наличие специальной управляющей компании, обеспечивающей профессиональное управление активами коллективных инвесторов, независимой специализированной организации, осуществляющей ежедневный контроль за распоряжением этими активами. Помимо этого были приняты изменения в законодательство, регулирующее взаимоотношения акционеров компаний и их менеджмента, позволяющие в большей мере учитывать интересы миноритарных акционеров, обеспечивающие защиту прав собственности инвесторов.

Одной из основных проблем эффективного регулирования рисков инвесторов институтов коллективных инвестиций является отсутствие системы мониторинга рисков в отрасли. Наличие такой системы позволяет повысить эффективность регулирования, поскольку мониторинг рисков деятельности институтов коллективного инвестирования позволяет эффективно оценивать как развитие отрасли в целом, так и идентифицировать области потенциальных угроз, а значит, более рационально распределить ресурсы в целях контроля и снижения рисков коллективных инвесторов. В условиях ограниченности ресурсов органов исполнительной власти вопрос об их рациональном использовании имеет ключевое значение для эффективности их деятельности.

Регулирование рисков институтов коллективных инвестиций имеет ряд особенностей. Институты коллективного инвестирования «продают» своим участникам рыночный риск в наиболее «чистом» виде. Эта особенность институтов коллективного инвестирования обусловливает его преимущество для инвесторов. Инвесторы в наиболее полной мере получают вознаграждение за риск в виде распределяемого дохода от инвестиций. Регулятивное снижение рыночного риска в соответствии с положениями современной портфельной теории пропорционально снижает и доход от инвестиций, а значит и эффективность коллективных инвесторов.