Левченко, Анна Викторовна. Суверенные инвестиционные фонды : организация и роль на финансовом рынке : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Левченко Анна Викторовна; [Место защиты: Финансовый ун-т при Правительстве РФ].- Москва, 2012.- 251 с.: ил. РГБ ОД, 61 12-8/2124

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**К началу глобального кризиса конца 2000-х гг. на мировом финансовом рынке сформировался ряд финансовых дисбалансов. Рост объемов финансовой задолженности развитых стран сопровождался накоплением излишков государственных финансовых ресурсов в развивающихся странах (в форме международных резервов, нерезервных активов на счетах центральных банков, суверенных фондов).

Последовавшие с началом кризиса проблемы ликвидности развитых стран разрешались в т.ч. с помощью привлечения средств государственных инвесторов, в частности, суверенных инвестиционных фондов (далее - СИФ). Серия инвестиций данных инвесторов в крупнейшие коммерческие организации развитых рынков способствовала росту интереса к их инвестиционной стратегии, роли на глобальном и национальном финансовом рынке.

Инвестиционные стратегии суверенных фондов вызывают дискуссии в научном сообществе. Низкая информационная прозрачность деятельности многих СИФ осложняет оценку их инвестиционного поведения, ведет к росту настроений протекционизма. Неоднозначная оценка влияния суверенных фондов на объекты инвестиций, проявляющегося в изменении курсов, волатильности и ликвидности ценных бумаг, рыночной оценки кредитного риска объекта инвестиций, стратегического управления компаниями, не получила достаточного освещения в русскоязычной литературе.

Монетаристская концепция денежно-кредитного регулирования и ориентация на опыт преимущественно развитых стран лежат в настоящее время в основе управления российскими суверенными фондами. При регулировании их деятельности не была учтена специфика развивающейся страны, проявляющаяся в большей потребности в дополнительных инвестициях, недостатке собственного капитала у коммерческих организаций, недиверсифицированной структуре производства и экспорта.

1 Деление стран на развитые (advanced economies) и развивающиеся (emerging and developing economies) осуществлено в соответствии с классификацией МВФ

Недостаточно научно проработанными и нерешенными на государственном уровне являются вопросы долгосрочной инвестиционной стратегии Фонда национального благосостояния (далее - ФНБ) и Резервного фонда, монетарного воздействия фондов на уровень инфляции как при формировании, так и при расходовании средств фондов. Дискуссионными являются вопросы оптимального размера, информационной открытости фондов, оценка эффективности и политика использования средств фондов в кризисных и посткризисных условиях.

Таким образом, **актуальность темы**исследования обусловлена  
необходимостью оценки роли суверенных инвестиционных фондов на  
финансовом рынке, а также необходимостью разработки научно обоснованного  
комплекса мер по совершенствованию деятельности российских суверенных  
фондов, учитывающих специфику развивающейся страны и требования к  
информационной прозрачности, предъявляемые международными

организациями.

**Степень разработанности темы.**Вопросам создания и функционирования  
суверенных инвестиционных фондов (суверенных фондов благосостояния,  
стабилизационных фондов) посвящены труды А.Б. Золотаревой,

СМ. Дробышевского, С.Г. Синельникова-Мурылева, П.А. Кадочникова,

Я.М. Миркина, Г.С. Пановой, Б.Б. Рубцова, А.Б. Фельдмана, В.К. Сенчагова,  
П.А. Казакевича, А.Д. Смирнова, А.Л. Ведева, А.А. Кудрина, В.В. Кудряшова,  
О.Г. Солнцева; ряд диссертационных исследований - М.Г. Бароновской,  
В.М. Дворецкого, М.В. Данилиной, М.В. Лепесина, К.Н. Пупынина,

О.В. Павлюковой, А.Н. Сухарева.

Разработке теоретических понятий, классификаций и вопросам организации деятельности суверенных фондов посвящены работы А.Розанова, Э. Монка (A. Monk), Дж. Хагета (G. Houget), Дж. Нюжи (J. Nugee), исследователей МВФ (У. Фазано (U. Fasano), Э. Ле Борне (Е. Le Borgne), П. Медас (P. Medas), П. Кунцель (P. Kunzel), Ю. Лу (Y. Lu), И. Петрова (I. Petrova), Ю. Пилман (J. Pihlman)) и ОЭСР (X. Сантисо (J. Santiso), А. Бланделл-Вигналл (A. Blundell-Wignall), Ю.Ху (Y. Ни), X. Йермо (J. Yermo), У. Дас (U. Das)), С. Керна (S. Kern),

С. Джена (S. Jen); оценке прозрачности деятельности суверенных фондов -Э. Трумана (Е. Truman), К. Линабурга (С. Linaburg), М. Мадуэла (М. Maduell).

Вопросы оценки влияния инвестиций суверенных инвестиционных фондов на финансовом рынке рассматривают в своих работах следующие авторы: X. Балдинг (Ch. Balding), Р. Бек (R. Beck), Ш. Бернштайн (S. Bernstein), Ф. Бертони (F. Bertoni), В. Барбари (V. Barbary), Б. Бортолотти (В. Bortolotti), В. Миракки (W. Miracky), В. Чаокхария (V. Chhaochharia), К. Девентер (К. Dewenter), Н. Фернандес (N. Fernandes), СР. Джори (S. R. Jory), Дж. Карольи (G. Karolyi), А. Книлл (A. Knill), Дж. Коттер (J. Kotter).

Несмотря на большое количество проведенных исследований, недостаточно подробно исследована роль суверенных фондов на финансовом рынке, вопросы оптимальных размеров суверенных пенсионных резервных фондов, не принимались в рассмотрение долгосрочные прогнозы при определении оптимальных размеров стабилизационных суверенных фондов. Кроме того, лишь фрагментарно освещались негативные последствия изъятий суверенных фондов из внутренней экономики, роль фондов как макроэкономических стабилизаторов в условиях кризиса.

Ряд вопросов функционирования российских суверенных фондов (ФНБ и Резервного фонда) в части оценки эффективности расходования их средств в кризисный период, обоснования источников формирования фондов, их оптимального объема, проработки инвестиционной стратегии фондов с учетом долгосрочных потребностей российской экономики в финансовых ресурсах, проблемы информационной прозрачности деятельности фондов - не получили глубокого рассмотрения в современных исследованиях. Настоящая работа направлена на устранение пробелов в научной литературе в части изучения указанных проблем.

**Цель и задачи исследования.**Цель работы состоит в развитии представлений о роли суверенных инвестиционных фондов на финансовом рынке и разработке мер по повышению эффективности организации деятельности суверенных инвестиционных фондов России.

Для достижения цели исследования сформулированы следующие задачи:

развить понятийный аппарат в области суверенных инвестиционных фондов (уточнить содержание понятия, расширить классификацию суверенных инвестиционных фондов);

оценить последствия деятельности суверенных инвестиционных фондов для мирового финансового рынка в целях разработки механизмов взаимодействия с зарубежными СИФ;

детализировать роль суверенных инвестиционных фондов в национальной экономике по следующим направлениям: снижение инфляции, уровень вовлеченности в инвестиции в национальные активы, использование средств фондов в целях антикризисной стабилизации, последствия изъятий средств в суверенные фонды из национальной экономики;

разработать комплекс мер, направленных на развитие организации деятельности суверенных инвестиционных фондов России в части совершенствования инвестиционной стратегии и информационной прозрачности российских фондов.

**Объект и предмет исследования.**Объектом исследования выступают суверенные инвестиционные фонды. Предметом исследования - экономические механизмы организации деятельности суверенных инвестиционных фондов.

**Методологическая, теоретическая и эмпирическая база исследования.**Диссертационная работа основывается на методологии системного анализа, позволяющей обеспечить целостность исследования. Основными использованными методами являлись методы анализа, синтеза, моделирования, метод научной абстракции, аналогии, сравнения, классификации, дедукции, индукции, группировки, статистического и графического анализа, факторного анализа.

В качестве теоретической основы использованы результаты фундаментальных и прикладных исследований, опубликованных в периодических изданиях и монографиях, материалах международных организаций

(Международного валютного фонда, Организации экономического

сотрудничества и развития, ЕЦБ и др.), научных конференций. Эмпирическую базу исследования составляют статистические данные Банка России, Федерального казначейства, Министерства финансов, ряда международных организаций (Международного валютного фонда, Организации экономического сотрудничества и развития, Международного энергетического агентства), зарубежных органов власти, центральных банков, органов статистики, официальных сайтов суверенных инвестиционных фондов, а также аналитические ресурсы сети Интернет. Ряд статистических данных был получен с помощью информационных систем Bloomberg и Zephyr (М&А Database, Bureau van Dijk).

**Соответствие диссертации Паспорту научной специальности.**Работа по своему основному содержанию соответствует Паспорту специальности 08.00.10 -Финансы, денежное обращение и кредит.

**Научная новизна результатов исследования.**Научная новизна работы заключается в разработке комплекса мер по совершенствованию организации деятельности Фонда национального благосостояния и Резервного фонда на основе оценки роли суверенных инвестиционных фондов на финансовом рынке.

Основными результатами, отражающими научную новизну, являются:

развит понятийный аппарат в области суверенных инвестиционных фондов (уточнено понятие суверенного инвестиционного фонда на основе функционального подхода и выделения основных черт СИФ, расширена классификация суверенных инвестиционных фондов с позиций выполняемых ими функций);

выявлен двойственный характер факторов влияния суверенных фондов на международный финансовый рынок: факторы негативного влияния (высокий уровень концентрации активов, использование заемных средств при осуществлении инвестиций) и факторы позитивного воздействия (инвестирование части средств на национальном рынке (для фондов развития), консерватизм инвестиционной стратегии (для стабилизационных фондов), внедрение принципов социально ответственного инвестирования (для резервных фондов)); установлены положительные последствия инвестиций суверенных фондов на

доходность, ликвидность и волатильность акций, снижение кредитного риска публичных компаний;

на основе выявления сниженной роли российских суверенных фондов в замедлении инфляции (оценка стерилизационного эффекта создания СИФ), а также анализа международной практики инвестирования средств фондов в национальные ценные бумаги сделан вывод о необходимости неполного изъятия средств из внутреннего оборота в форме осуществления российскими суверенными фондами инвестиций на внутреннем рынке;

выявлены лидирующие позиции России в сравнении с международной практикой в части использования средств суверенных фондов при выполнении функции макроэкономической стабилизации национальной экономики (на примере финансового кризиса конца 2000-х гг.);

установлены отрицательные последствия изъятий средств в суверенные фонды из внутренней экономики (рост стоимости денежных средств на внутреннем рынке и усиление зависимости экономики от инвестиций нерезидентов) на основе оценки эффективности управления средствами российских суверенных фондов (сравнение фактического и потенциального дохода от инвестиций на внутреннем рынке, сравнение со ставками привлечения средств на финансовом рынке, международные сопоставления доходности управления фондами);

на основе установления достаточности текущих объемов российских суверенных фондов для выполнения их функций и выявления широкого распространения за рубежом практики инвестиций суверенных фондов на внутреннем рынке разработан комплекс мер по совершенствованию организации деятельности российских суверенных фондов:

— предложен механизм частичной переориентации инвестиций ФНБ на внутренний рынок: передача части средств в управление Внешэкономбанка (паевый инвестиционный фонд, прямые вложения, в т.ч. на основе соинвестирования с зарубежными инвесторами); передача части средств во внешнее управление для осуществления инвестиций на внутреннем рынке;

самостоятельные инвестиции Российского финансового агентства (при условии его создания);

разработан механизм перехода к более доходной стратегии инвестирования: включение в состав инвестиционных объектов Резервного фонда негосударственных долговых ценных бумаг, размещение 20-30% активов ФНБ в корпоративных ценных бумагах эмитентов реального сектора;

предложены меры по совершенствованию информационной прозрачности ФНБ и Резервного фонда (формирование публично раскрываемой отчетности, оценка и раскрытие информации о соответствии принципам Сантьяго).

**Теоретическая и практическая значимость исследования.**Теоретическая значимость исследования состоит в систематизации научных представлений о сущности суверенных инвестиционных фондов, их роли на международном и национальном финансовых рынках, подходов к установлению оптимального объема суверенного фонда.

Диссертационное исследование в части анализа влияния инвестиций СИФ на международный финансовый рынок может быть использовано для прогнозирования последствий деятельности СИФ на международном финансовом рынке, в частности, в качестве обоснования выработки государственной политики по привлечению зарубежных инвестиций.

Результаты исследования в части разработки комплекса мер по совершенствованию деятельности суверенных инвестиционных фондов России, а также оценки их роли на российском финансовом рынке могут быть использованы органами исполнительной власти в качестве методологической базы при управлении Фондом национального благосостояния и Резервным фондом.

Результаты исследования также могут быть использованы в системе высшего и дополнительного профессионального образования при преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Государство на рынке ценных бумаг», «Зарубежные финансовые рынки».

**Апробация результатов исследования.**Научное исследование выполнено в рамках научно-исследовательских работ ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», проводимых в соответствии с комплексной темой «Пути развития финансово-экономического сектора России» по кафедральной подтеме «Формирование эффективной структуры финансовых рынков».

Отдельные положения исследования докладывались на 5-й межвузовской научной конференции «Финансовый рынок России: теория и практика развития» (Москва, апрель 2008 г., МГИМО(У) МИД РФ), 7-ой межвузовской научной конференции «Цели долгосрочной макроэкономической и финансовой политики России до 2010 г.» (Москва, май 2008 г., ФГОУ ВПО «Академия бюджета и казначейства Минфина России»).

Результаты были использованы при проведении научно-исследовательских работ по теме «Стратегия финансового обеспечения и инновационного роста экономики (состояние, прогноз развития)», выполняемой по Государственному контракту №02.740.11.0584 от «24» марта 2010 г. по заказу Федерального агентства по науке и инновациям. В частности, проанализирована эффективность размещения средств суверенных фондов на счетах ЦБ РФ, рассмотрены вопросы оптимальных объемов средств суверенных фондов, разработаны предложения по государственному содействию инновационному развитию в части использования средств фондов для финансирования инноваций. Внедрение предложенных мер способствует модернизации и диверсификации российской экономики.

Материалы научного исследования используются в практической деятельности Аналитического департамента ОАО «ПК «Еврофинансы» при проведении анализа динамики финансового рынка, в частности, результаты оценки влияния инвестиций суверенных фондов на финансовые активы и результаты анализа деятельности российских суверенных фондов в условиях кризиса. По материалам исследования разработан комплекс мер по осуществлению инвестиционной деятельности Департамента активных операций,

что способствует повышению качества макроэкономической аналитики и утверждаемых решений Инвестиционного комитета компании.

Результаты исследования в части комплекса мер по совершенствованию деятельности российских суверенных фондов были использованы в практической деятельности СРО «Национальная фондовая ассоциация» при разработке раздела 10 «Финансовая политика государства» Стратегии развития рынка капиталов - 2020. Реализация разработанных мер позволит развить внутренний финансовый рынок в соответствии с лучшими зарубежными аналогами и укрепить его конкурентоспособность за счет формирования такой важной категории внутренних инвесторов, как суверенные ИФ, что способствует повышению инвестиционного потенциала рынка для нужд модернизации российской экономики.

Материалы диссертации используются в учебном процессе ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебных дисциплин: «Рынок ценных бумаг», «Государство на рынке ценных бумаг» и «Зарубежные финансовые рынки».

**Публикации по теме исследования.**Основные положения диссертационного исследования опубликованы в 4 научных работах общим объемом 2,7 п.л. (весь объем авторский), в т.ч. 3 статьи авторским объемом 2,0 п.л. - в журналах, включенных в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, определенный ВАК.

**Структура и объем исследования.**Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка из 289 наименований и 20 приложений. Материалы диссертационной работы изложены на 171 странице основного текста, включая 28 рисунков, 31 таблицу. Структура работы представлена в таблице 1.