Корнев Виталий Сергеевич. Тенденции развития институциональных инвесторов на российском рынке ценных бумаг : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2007 179 с. РГБ ОД, 61:07-8/2493

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Анализ глобальных тенденций развития институциональных инвесторов на зарубежных рынках ценных бумаг 12

1.1. Понятие институционального инвестора на рынке ценных бумаг 12

1.2. Факторы, оказывающие воздействие на развитие институциональных инвесторов 29

1.3 Глобальные тенденции развития институциональных инвесторов 47

Глава 2. Проблемный анализ тенденций развития институциональных инвесторов на российском рынке ценных бумаг 59

2.1. Ключевые факторы, формирующие тенденции развития институциональных инвесторов в России 59

2.2. Общие тенденции развития институциональных инвесторов на фондовом рынке России 76

2.3. Специфические тенденции развития страховых компаний, негосударственных пенсионных фондов, институтов коллективных инвестиций 89

Глава 3. Перспективы развития институциональных инвесторов на российском рынке ценных бумаг 127

3.1. Прогноз развития институциональных инвесторов на российском рынке ценных бумаг 127

3.2. Предложения по стимулированию развития институциональных

инвесторов 138

Заключение 165

Список литературы 170

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Для успеха в конкурентной борьбе экономике России в ближайшие десять лет необходимо пройти техническую и технологическую модернизацию, повысить квалификацию кадров, принять современные методы управления. Для этого отечественным компаниям нужны долгосрочные инвестиции.

При этом инвестиции должны расти быстрее, чем экономика в целом. Для того чтобы экономика росла на 7 - 10% в год, инвестиции в основной капитал должны увеличиваться не менее чем на 12 -15% в год1.

В странах с развитыми финансовыми рынками важнейшими механизмами привлечения инвестиций для реального сектора экономики выступают кредитные организации и фондовый рынок. В этих странах с использованием таких институтов финансируется более половины всех инвестиционных проектов.

Кредитные организации, занимая в настоящее время в России доминирующее положение в сфере финансового посредничества, тем не менее, не могут осуществлять долгосрочные инвестиции в реальный сектор экономики. Низкая капитализация банковской системы ограничивает возможности кредитования отечественных предприятий. Соотношение кредитов, предоставленных российской банковской системой к ВВП, остается на низком уровне и составляет 29% . В развитых странах это соотношение на порядок выше, например, в США оно равно 89% (2003г.), а в Германии 160% (2003г.)3.

В настоящее время в России существует необходимость поиска новых институтов мобилизации и привлечения инвестиционных ресурсов для модернизации отечественной экономики. Мировой опыт инвестиционной деятельности показывает, что без создания и эффективного функционирования

1 Потемкин А. Роль банковской системы и фондового рынка в финансировании реального сектора // Рынок  
ценных бумаг. -2005. -№ 14 (293).-С. 16-20.

2 Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов - М.: Альпина Бизнес Букс, - 2007, С.  
34.

3 Там же

**4**финансовых институтов невозможно возобновление и увеличение производственных ресурсов, обеспечивающих экономический рост в стране.

Потенциальными институтами мобилизации долгосрочных ресурсов для финансирования проектов развития могут стать институциональные инвесторы: страховые компании, негосударственные пенсионные фонды (НПФ), институты коллективных инвестиций (ИКИ). Накопления населения, в первую очередь сбережения домашних хозяйств, переданные ИКИ, вложенные в НПФ и страховые организации, представляют собой источник, который мог бы в существенной мере обеспечить инвестиционный рост российской экономики.

Развитие отечественных институциональных инвесторов позволит России организовать сбережения населения для целей долгосрочных инвестиций в ценные бумаги предприятий реального сектора экономики; снизить зависимость динамики отечественного фондового рынка от активности спекулятивных инвестиционных стратегий зарубежных портфельных инвесторов; предоставить населению инструменты пенсионного обеспечения и накопления сбережений, что позитивно отразится на уровне благосостояния населения в целом. Особое значение развитие институциональных инвесторов, предлагающих населению дополнительные возможности для накопления средств на старость, приобретает в рамках реформы пенсионной системы, находящейся в кризисном состоянии.

Для совершенствования деятельности отечественных

институциональных инвесторов необходимо учитывать современную практику и тенденции развития этих финансовых посредников в развитых странах. Следует иметь в виду, что финансовая система России является частью мировой финансовой системы. В свете глобализации финансовых рынков это означает, что мировые тенденции и факторы развития институциональных инвесторов также касаются и России.

Степень разработанности проблемы. В зарубежной литературе проблемам развития институциональных инвесторов уделяется большое

**5**внимание. При этом многие авторы в своих работах, как правило, рассматривают какой-то один вид учреждений, относящихся к институциональным инвесторам - исключительно взаимные фонды или страховые компании, или пенсионные фонды.

Базовые понятия функционирования институциональных инвесторов можно найти в классических работах У. Шарпа «Инвестиции», 3. Боди «Принципы инвестиций», Р. Колба «Финансовые институты и рынки». Фундаментальным исследованием в отношении данных финансовых институтов является монография Ф. Дэвиса и Б. Стайла «Институциональные инвесторы». Отдельного внимания заслуживают аналитические доклады по вопросам институциональных инвестиций международных организаций, таких как ОЭСР, Банк международных расчетов, МВФ.

Смена экономической системы в России и переход к рыночным отношениям сформировали интерес как фундаментальной, так и прикладной науки к вопросам функционирования фондового рынка, и, в частности, к институциональным инвестициям. Различным аспектам функционирования фондовых рынков и институциональных инвесторов посвящены научные исследования А. Е. Абрамова, Т. К. Блохиной, А. И. Буренина, М. Е. Капитана, Р. А. Кокорева, Я. М. Миркина, С. А. Михайлова, Б. Б. Рубцова, И. В. Хромушина, А. Б. Фельдмана.

В то же время особенности российских институциональных инвесторов остаются недостаточно изученными как на теоретическом, так и на практическом уровне. Например, отсутствует однозначное понимание и толкование терминов «институциональный инвестор» и «институт коллективного инвестирования». В российской научной литературе остаются недостаточно изученными современные факторы и тенденции развития зарубежных и отечественных институциональных инвесторов. На государственном уровне отсутствует комплексная программа по развитию отечественных институциональных инвесторов, учитывающая особенности их деятельности, что в частности выражается в отсутствии налоговых

преференций для развития добровольного пенсионного страхования и накопительного страхования.

Существует необходимость разработки предложений по совершенствованию деятельности отечественных институциональных инвесторов (страховых компаний, НПФ, ИКИ), как системообразующих элементов фондового рынка. Все эти нерешенные вопросы свидетельствуют об актуальности настоящего исследования и определяют основные его направления.

**Цель и задачи исследования.**Целью диссертационной работы является формирование представлений о современных тенденциях развития институциональных инвесторов на российском рынке ценных бумаг.

Для достижения этой цели были поставлены следующие задачи:

уточнить понятие «институциональный инвестор» и выделить сущностные признаки институциональных инвесторов как финансовых посредников на рынке ценных бумаг,

выявить глобальные тенденции развития институциональных инвесторов и факторы, оказывающие на них влияние в развитых странах, на основе анализа зарубежной практики организации деятельности институциональных инвесторов,

определить ключевые факторы, оказывающие влияние на развитие отечественных институциональных инвесторов как механизмов трансформации сбережений в долгосрочные инвестиции для предприятий реального сектора экономики,

выделить общие тенденции развития российских институциональных инвесторов на основе проблемного анализа современной практики функционирования данных организаций,

выделить специфические тенденции развития страховых компаний, негосударственных пенсионных фондов, институтов коллективных инвестиций как финансовых посредников, аккумулирующих накопления населения для целей инвестиций,

разработать и научно обосновать предложения по совершенствованию деятельности отечественных институциональных инвесторов, учитывающие зарубежные и российские тенденции, а также факторы развития институциональных инвесторов.

**Объект и предмет исследования.**Объектом исследования выступают институциональные инвесторы как финансовые посредники на фондовом рынке. Предметом исследования является деятельность институциональных инвесторов на российском РЦБ как составной части мирового финансового рынка.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.**Теоретическую основу диссертационного исследования составляют работы зарубежных и отечественных экономистов по вопросам функционирования финансовых рынков. При написании работы автором применялись общенаучные методы познания: системный поход, методы анализа и синтеза, диалектический метод, а также статистические методы обработки информации. Для достижения поставленных задач широко использовались индуктивный и дедуктивный методы, а также метод сравнительного анализа.

При подготовке диссертации использована действующая нормативная правовая база по финансовым рынкам, налогообложению, пенсионному обеспечению, а также законодательные и иные нормативные правовые акты, применявшиеся в практике функционирования институциональных инвесторов в Российской Федерации за период 2001 - 2006 гг.

В диссертационной работе использованы статистические данные ОЭСР, Банка международных расчетов, МВФ, ЦБ РФ, отчеты международных и национальных статистических органов, монографические исследования зарубежных и отечественных ученых. Многие информационные документы получены из сети Интернет. Основу информационной базы также составляют официальные данные органов государственного контроля в сфере финансовых рынков. Особое внимание было уделено информации саморегулируемых организаций профессиональных участников РЦБ России и других стран.

**8**Диссертационная работа выполнена в соответствии с п.4.3 Паспорта специальностей ВАК (специальность 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит»).

**Научная новизна**диссертационной работы состоит в выявлении существующих тенденций развития институциональных инвесторов на современных финансовых рынках и на этой основе разработке предложений по повышению эффективности их деятельности в РФ. В ходе исследования были получены следующие научные результаты:

1. Внесены уточнения в понятийный аппарат, в частности расширено  
представление о понятии «институциональный инвестор» за счет  
существенных признаков институционального инвестора.

2. Выявлены тенденции развития зарубежных институциональных  
инвесторов в развитых странах (рост активов институциональных инвесторов в  
абсолютном и в относительном выражении, увеличение веса  
институциональных инвесторов в структуре финансовых активов  
домохозяиств, рост значения институциональных инвесторов в уставных  
капиталах крупнейших компаний, торгующихся на фондовом рынке).

3. Выделены ключевые факторы, влияющие на развитие российских  
институциональных инвесторов (налогообложение операций, уровень доверия  
населения к финансовым институтам и его благосостояние, демографический  
фактор (старение населения), кризис и реформа пенсионной системы).

4. Определены общие **тенденции**развития институциональных  
инвесторов на российском РЦБ (рост конкуренции между институциональными  
инвесторами, рост пассивных стратегий управления портфелем ценных бумаг,  
увеличение спроса на новые инвестиционные инструменты в целях  
формирования портфеля ценных бумаг) и **специфические тенденции**развития  
(сокращение численности страховых компаний, сокращение страховых схем  
налоговой оптимизации, консолидация страховых компаний, регламентация  
инвестиционной деятельности страховых компаний и НПФ со стороны  
собственников и крупных клиентов, увеличение спроса на услуги управляющих

**9**компаний, консолидация НПФ, преобладание корпоративного направления при постепенном развитии розничного направления НПФ, развитие услуг НПФ в рамках обязательного пенсионного обеспечения, рост числа управляющих компаний (УК) и ПИФ, снижение монополизации рынка ПИФ, появление новых видов ПИФ, биржевое обращение паев ПИФ, рост числа пайщиков ПИФ, развитие розничного направления ПИФ).

5. Сформулированы и научно обоснованы предложения по совершенствованию деятельности отечественных институциональных инвесторов, учитывающие международный опыт и современные тенденции развития этих учреждений, включающие:

- совершенствование законодательства об институциональных  
инвесторах, предусматривающего в частности: функционирование  
акционерных инвестиционных фондов (АИФ) с переменным капиталом, акции  
которых могут размещаться и выкупаться без ограничений («открытых»  
акционерных инвестиционных фондов); создание НПФ в форме акционерных  
обществ; право страховых компаний самостоятельно определять размер  
страховых резервов, передаваемых в доверительное управление УК,

- совершенствование налогообложения НПФ путем использования  
современной системы налогообложения частных пенсионных фондов «Exempt-  
Exempt-Taxed» (освобождаются от налогообложения пенсионные взносы и  
инвестиционный доход НПФ, налогообложению подлежат пенсионные  
выплаты) при условии продолжительности пенсионных программ (на срок не  
менее 5 лет).

**Практическая значимость исследования.**Основные положения диссертации ориентированы на широкое использование государственными органами по регулированию финансовых рынков, профессиональными участниками РЦБ, страховыми компаниями, НПФ, инвестиционными фондами, саморегулируемыми организациями.

Основные теоретические положения и практические выводы могут использоваться в образовательном процессе в ВУЗах экономического профиля

**10**по дисциплинам «Рынок ценных бумаг», «Профессиональная деятельность на РЦБ».

Реализация на практике рассмотренных в диссертации предложений по стимулированию развития институциональных инвесторов позволит: 1) создать новые возможности для инвестиций сбережений населения страны, 2) привлечь долгосрочные инвестиционные ресурсы для предприятий реального сектора экономики, 3) повысить стабильность на фондовом рынке России.

Результаты исследования могут быть использованы при

совершенствовании действующей практики регулирования российских институциональных инвесторов как в среднесрочной, так и в долгосрочной перспективе. В частности, практическую значимость имеют следующие предложения, содержащиеся в диссертационной работе:

1. разрешить страховым организациям самостоятельно определять размер страховых резервов, передаваемых в доверительное управление управляющим компаниями - профессиональным участникам рынка ценных бумаг, что будет способствовать росту эффективности управления инвестиционным портфелем страховых организаций,
2. закрепить на законодательном уровне обязательство НПФ по раскрытию информации участникам пенсионных программ о деятельности НПФ при заключении договора с клиентом, в режиме регулярной отчетности, а также при выходе на пенсию, что позволит повысить уровень информированности участников,
3. предусмотреть возможность создания акционерных инвестиционных фондов с переменным капиталом (по аналогии с открытым ПИФ), акционеры которых имеют право продать акции инвестиционному фонду, а фонд, в свою очередь, обязан выкупить акции; создание открытых корпоративных фондов будет способствовать развитию институтов коллективных инвестиций, трансформирующих сбережения населения в инвестиции.

4. разрешить создание кредитных ПИФ, в состав активов которых  
будут входить права кредитора по кредитным договорам и договорам займа,

обеспеченным залогом автомобилей, что будет способствовать секьюритизации потребительских кредитов в России.

**Апробация и внедрение результатов исследования.**

Диссертация выполнена в рамках научно-исследовательской работы, проводимой ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве РФ» в соответствии с комплексной темой «Пути развития финансово-экономического сектора России». Основные результаты настоящего исследования были представлены на научных конференциях и круглых столах: 1) вторая межвузовская конференция «Развитие фондового рынка России», 2005г., Государственный университет - Высшая школа экономики, г. Москва; 2) круглый стол «Финансово-кредитные посредники России: проблемы и перспективы развития», 2005г., ФГОУ ВПО «Финансовая Академия при Правительстве РФ», г. Москва.

Теоретические положения диссертации использовались в преподавании дисциплины «Рынок ценных бумаг и биржевое дело» на кафедре «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг» ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве РФ».

По теме исследования опубликовано 4 работы общим объемом 2 печатных листа, в том числе 1 работа опубликована в издании, входящем в перечень ВАК.

## Понятие институционального инвестора на рынке ценных бумаг

Для целей настоящего исследования вопросы категориального аппарата имеют ключевое значение. В этой связи необходимо дать четкое определение таким понятиям как «инвестиционный процесс», «инвестиции», «инвестор».

Фундаментальные понятия «инвестор», «инвестиционный процесс», «инвестиции» неотделимы друг от друга и являются взаимосвязанными и взаимодополняющими категориями.

В свою очередь инвестиционный процесс представляет собой принятие инвестором решения относительно ценных бумаг, в которые осуществляются инвестиции, и сроков инвестирования4.

Инвестиции - широкое и емкое понятие, охватывающее процесс движения и соединения материальных и финансовых ресурсов с целью развития производства и сбыта товаров и услуг .

В научной литературе времен административно-плановой формы хозяйствования понятие инвестиций рассматривалось в ключе централизованных капитальных вложений государства в развитие экономики. Категория «инвестиции», по сути, отождествлялась с категорией «капиталовложения». Под капиталовложениями понимались «затраты на воспроизводство основных фондов, их увеличение и совершенствование»6. При этом инвестиции трактовались как «долгосрочное вложение капитала в промышленность, сельское хозяйство, транспорт и другие отрасли народного хозяйства»7.

С переходом нашей страны к рыночным методам хозяйствования понятие «инвестиции» было логичным образом дополнено. В частности в Финансово-кредитном энциклопедическом словаре содержится следующее определение рассматриваемого термина: «Инвестиции ... - 1) вложение денег для получения дохода, социального эффекта; 2) денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в т.ч. имущественные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в области предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта»8.

Однако данное определение является предельно широким, и, как следствие, сущность понятия «инвестиции» «распыляется». В связи с этим представляется целесообразным рассмотреть точки зрения как зарубежных, так и российских авторов.

Так Дж. М. Кейнс определяет инвестиции как сбережения9. Инвестиции - часть дохода, которая не направлена на потребление, а используется для преумножения, поэтому величина инвестиций определяется в зависимости от предпочтений хозяйствующих субъектов. Инвесторы отказываются от потребления сегодня, чтобы направить эти средства на обеспечение потребления в будущем.

А. Маршалл в работе «Принципы политической экономии» поясняет способность и склонность к сбережениям: «Способность к сбережению зависит от превышения дохода над необходимыми издержками»10. Данная зависимость нашла отражение в показателе предельной склонности к сбережениям, характеризующим долю сбережений населения в его совокупных доходах.

Л. Дж. Гитман и М. Д. Джонк11 выделяют несколько значений понятия «инвестиции». По Гитману и Джонку оно означает покупку акций или облигаций с расчетом на некоторые финансовые результаты; им обозначаются также реальные активы, которые требуются для производства и продажи товара. В широком смысле инвестиции обеспечивают механизм финансирования роста и развития экономики страны. Гитман и Джонк определяют инвестиции как инструмент для размещения денег в целях сохранения и преумножения их стоимости и (или) обеспечения положительной величины дохода.

У. Шарп под понятием «инвестиции» понимает расходование в настоящее время денежных или других средств в ожидании получения будущих выгод . При этом существует различие между реальными и финансовыми инвестициями. Реальные инвестиции обычно включают инвестиции в какой-либо тип материально осязаемых активов, таких как земля, оборудование, заводы. Финансовые инвестиции представляют собой контракты, записанные на бумаге, такие, как обыкновенные акции и облигации .

Отечественные авторы, характеризуя сущность инвестиций, отмечают, что практически любая инвестиционная деятельность предполагает вложение капитала в настоящее время с целью получения положительных результатов в будущем14.

Раскрывая содержание понятия «инвестиции», Алехин Б. И. отмечает, что «кроме сбережений, никакого другого источника инвестиций нет». Следовательно, «инвестиции - это сбережения, вложенные в капитальные активы»15, которые приносят доход (прибыль, проценты, дивиденды).

## Ключевые факторы, формирующие тенденции развития институциональных инвесторов в России

Для исследования тенденций развития институциональных инвесторов необходимостью определить и проанализировать ключевые факторы, оказывающие влияние на развитие институциональных инвесторов в России. По нашему мнению, определяющими факторами, влияющими на развитие российских институциональных инвесторов являются следующие:

1. Налогообложение институциональных инвесторов;

2. Доходность от размещения инвестиций институциональными инвесторами;

3. Уровень доверия населения к частным финансовым институтам;

4. Уровень благосостояния населения;

5. Старение населения и необходимость пенсионного обеспечения граждан;

6. Кризис и реформа пенсионной системы.

1) Налогообложение институциональных инвесторов

Рост инвестиционного потенциала институциональных инвесторов

сдерживается несовершенством налогового законодательства и

неопределенностью налоговых рисков.

Страховые компании

В мировой практике среди страховых компаний, главной группой с точки зрения инвестирования, являются компании страхования жизни, на которые приходится примерно 80% активов страховщиков как инвесторов .

Одной из причин, сдерживающих рост инвестиционного потенциала страховых компаний, являются скромные размеры развития накопительного страхования жизни81. По оценке на данный вид страхования приходится не более 1,5 - 3% от совокупного сбора страховых премий82. В свою очередь развитие накопительного страхования сдерживается несовершенством налогового законодательства для предприятий и для населения.

Во-первых, законодатель ограничивает компании - работодатели в части отнесения затрат по страхованию жизни и пенсионному страхованию 12 процентами от расходов на оплату труда .

Во-вторых, взносы компаний - работодателей, перечисленные страховым компаниям на пенсионное страхование и страхование жизни, подлежат обложению единым социальным налогом (ЕСН)84.

В-третьих, взносы компаний - работодателей по договорам по пенсионному страхованию и страхованию жизни, заключенным со страховщиками, включаются в налогооблагаемый доход работников .

В-четвертых, физические лица, решившие заключить договор со страховыми компаниями самостоятельно, не имеют льгот по НДФЛ, т.е. действующим законодательством не предусмотрены вычеты по подоходному налогу.

Негосударственные пенсионные фонды

Налогообложение является мощным фактором, оказывающим влияние на развитие НПФ. К сожалению, действующая система налогообложения не стимулирует предприятия развивать корпоративные пенсионные программы с НПФ.

## Прогноз развития институциональных инвесторов на российском рынке ценных бумаг

Формирование конструктивных предложений по развитию институциональных инвесторов невозможно без прогнозирования их развития. Будучи одним из элементов научного предвидения, прогнозирование позволяет отобразить возможные сценарии развития этих учреждений.

Отметим, что в настоящем исследовании прогноз построен с учетом ряда условий. Во-первых, деятельность институциональных инвесторов рассмотрена в рамках краткосрочного периода времени (с 2006г. по 2008г.) Во-вторых, в рамках прогноза составлены два варианта развития институциональных инвесторов: пессимистический и позитивный.

Пессимистический прогноз развития институциональных инвесторов предполагает сохранение действующих проблем при отсутствии заинтересованности государства в проведении реформ. В рамках данного сценария предполагается, что факторы, влияющие на развитие институциональных инвесторов, оказывают преимущественно или исключительно негативное влияние.

Опыт и современные тенденции развития институциональных инвесторов в России создают основу предполагать, что государство не заинтересовано в развитии отечественных небанковских финансовых посредников. Отсутствие понимания значения институциональных инвесторов для развития отечественного фондового рынка, а также игнорирование зарубежного опыта проявляется в неадекватном налогообложении институциональных инвесторов.

При сохранении действующего порядка налогообложения операций институциональных инвесторов и их клиентов (см. 2.1) прогнозируется замедление и сокращение поступлений денежных средств от предприятий и физических лиц.

При этом возможен пересмотр действующей системы налогообложения в сторону ее ужесточения как по отношению к институциональным инвесторам, так и к их клиентам. Основанием для такого перехода может стать необходимость наполнения доходной части федерального бюджета, т.е. приоритетом станет исключительно фискальная функция налогов, а стимулирующая функция займет второстепенное значение.

В результате невыгодных условий сотрудничества с НПФ и страховыми компаниями предприятия, скорее всего, откажутся от корпоративных пенсионных программ. В свою очередь население окончательно потеряет интерес к альтернативным способам сбережений с использованием услуг институциональных инвесторов.

Отсутствие четкого порядка налогообложения операций закрытых ПИФов недвижимости снизит привлекательность этих инвестиционных фондов для инвесторов. Среди институтов коллективного инвестирования налоговые преференции сохранятся для ПИФов, инвестирующих в ценные бумаги.

Развитие страховых компаний, специализирующихся на страховании жизни и накопительном пенсионном страховании, будет мешать действующая система налогообложения (см. 2.1). В отсутствии государственного стимулирования развития накопительного страхования жизни и пенсионного страхования, объем собираемой страховой премии, не позволит страховщикам осуществлять долгосрочные инвестиции на рынке ценных бумаг.

Рост фондового рынка России (в особенности рынка акций) в период с 2002г. по 2005 г. благоприятным образом отразился на результатах инвестиционной деятельности институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг.