Болдырева, Наталья Брониславовна. Стоимостной подход к интегрированному управлению рисками коллективного инвестиционного фонда : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Болдырева Наталья Брониславовна; [Место защиты: Ур. гос. эконом. ун-т].- Екатеринбург, 2011.- 351 с.: ил. РГБ ОД, 71 11-8/341

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** Важнейшим фактором формирования емкого и устойчивого к кризисным явлениям на мировом рынке капитала национального фондового рынка выступает активное участие населения в инвестировании на фондовом рынке. Одной из основных форм вовлеченности населения в операции с ценными бумагами, наряду с прямым участием, являются коллективные инвестиции.

В развитых странах институты коллективного инвестирования, представленные инвестиционными фондами, выступают одним из эффективных механизмов перераспределения ресурсов финансового рынка и превращения накоплений и сбережений в инвестиции. В целом в развитых странах на долю активов инвестиционных фондов приходится от 40% до 60% ВВП.

В Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года одним из главных направлений государственной политики по развитию финансового рынка признается повышение емкости и прозрачности российского финансового рынка, в том числе через «внедрение механизмов, обеспечивающих участие многочисленных розничных инвесторов на финансовом рынке, а также защиту их инвестиций».

По мнению исследователей, в современной российской ситуации актуально развитие всех возможных форм организации инвестиций населения, но через опережающий рост коллективных инвестиций.

Вместе с тем, сложившийся уровень развития российских коллективных инвестиционных фондов (далее, КИФ), представленных паевыми и акционерными инвестиционными фондами, свидетельствует о недостаточном уровне участия сбережений населения страны в инвестициях.

Так, на начало 2007 г. насчитывалось около 330 тысяч счетов «рыночных» пайщиков паевых инвестиционных фондов (далее, ПИФ), что соответствует примерно 0,5% численности экономически активного населения страны.3 По итогам второго квартала 2010 г. количество «рыночных» пайщиков составляет около 900 тыс. чел.4

В целом, доля стоимости чистых активов ПИФ в ВВП в последние годы была и остается незначительной (1 – 2,4%).5 Если брать в рассмотрение только

открытые и интервальные ПИФ, то отношение стоимости их чистых активов и ВВП будет еще меньше - 0,15-0,55%.4

К сожалению, в связи с кризисными проявлениями на российском финансовом рынке в последнее время ситуация с КИФ еще больше обострилась – в 2008 г. наблюдалось масштабное снижение стоимости активов ПИФ, которое в наибольшей степени коснулось открытых и интервальных ПИФ (падение на 65-70%). При этом в 2008 г. в суммарном снижении стоимости чистых активов открытых ПИФ, равном 87,7 млрд. руб., около 20% составил вывод средств инвесторами.5 В 2009 г., несмотря на рост фондового рынка, вывод средств инвесторами из открытых и интервальных фондов составил 13,3 млрд. руб.6 В первом полугодии 2010 г. отток средств, наблюдавшийся предыдущие два года, сменился относительно небольшим притоком – немногим более 800 млн. руб. ежеквартально в открытые ПИФ, что, однако, несоизмеримо с выведенными в предыдущие два года средствами.4

Еще более плачевная ситуация складывается на рынке акционерных инвестиционных фондов (далее, АИФ). В настоящее время из восьми организаций, осуществляющих деятельность акционерных инвестиционных фондов, три АИФ - это бывшие чековые фонды, которые привели свои учредительные документы в соответствие с текущим законодательством и зарегистрированы федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг в качестве инвестиционных фондов, четыре АИФ, из которых три фонда созданы в 2008 г. и один в 2010 г., включены в список эмитентов федеральной группы.7 В целом, информация об акционерных инвестиционных фондах, включенных в список эмитентов федеральной группы, в том числе информация о собственниках, для демо-пользователей недоступна. По другим акционерным инвестиционным фондам в открытом доступе информации нет вообще. Акции АИФ не обращаются на биржевом рынке, и это делает их трудно доступными для частного розничного инвестора.

Как видно из сказанного выше, доля стоимости чистых активов КИФ в ВВП незначительна. В то же время в бизнес по управлению ПИФ вовлечено более половины всех управляющих компаний, которые в конструкции ПИФ выступают ведущим элементом.4 Данное несоответствие подтверждает несовершенство системы регулирования российских институтов коллективного инвестирования как эффективных механизмов перераспределения ресурсов финансового рынка и обосновывает необходимость изучения как теоретических, так и практических проблем формирования и функционирования рынка коллективных инвесторов.

5 Аналитический обзор «Российский фондовый рынок за 2008 год: события и факты» (обзор рынка за 2008 год -

6 Анализ работы паевых инвестиционных фондов за период с 31 декабря 2008 года по 31 декабря 2009 года - http://www.nlu.ru/upload/banners/12671860803091Godovoiobzor.pdf

7 - официальный сайт Федеральной службы по финансовым рынкам России

Одним из условий успешного развития КИФ, ориентированных на привлечение средств широких слоев населения, является их инвестиционная привлекательность, и, в первую очередь, их надежность и способность разместить сбережения населения эффективно – с пользой как для национальной экономики, так и для самого инвестора.

Надежность инвестиционного фонда рассматривается как антитеза его рискованности. Неслучайно государственное регулирование внедрения механизмов, обеспечивающих участие на финансовом рынке многочисленных розничных инвесторов и защиту их инвестиций, направлено, в том числе, и на создание условий снижения рисков индивидуальных инвестиций.8

Это позволяет говорить о том, что формирование целостной системы управления рисками КИФ является актуальным. При этом высокое качество управления рисками коллективного инвестирования выступает решающим фактором обеспечения безопасности и стабильности как отдельных институтов коллективного инвестирования, так и отрасли в целом.

Как показывает анализ, законодательная база индустрии инвестиционных фондов в России создавалась на основе лучших западно-европейских практик с более чем 180-летней историей. В то же время без теоретического осмысления существующих подходов к управлению КИФ, без выработки моделей и методов, а также рекомендаций, обеспечивающих учет особенностей российской правовой и финансовой систем, невозможно быть уверенным в эффективности системы управления коллективными инвесторами, в том числе – в эффективности механизмов управления рисками КИФ.9

**Разработанность темы исследования**.

Серьезные исследования по проблемам управления рисками хозяйственной деятельности организации проводили и проводят такие отечественные и зарубежные ученые как В.И. Авдийский, Т. Бартон, В.И. Бархатов, Т. Бачкаи, Б. Зимолон, В.П. Буянов, В.Н. Вяткин, В.А. Гамза, П.А. Герасимов, П.Г. Грабовый, В.М. Гранатуров, Ю.Ю. Екатеринославский, Р.М. Качалов, К.А. Кирсанов, Г.Б. Клейнер, А.А. Кудрявцев, М.Г. Лапуста, И.А. Лебедев, М.В. Лисанов, Маккарти Мэри Пэт, Б.А. Матвеев, Д. Месена, Д. Мико, Л.А. Михайлов, С.Н. Петрова, Р. Тримпоп, П. Уокер, Флинн Тимоти П., Н.В. Хохлов, Дж.Дж. Хэмптон, Г.В.Чернова, Л.Г. Шаршукова, У. Шенкир, Н.В. Шумихина и др.

Вопросы управления рисками институтов финансового рынка, в том числе конкретными рисками КИФ, в своих научных трудах исследуют А. Н. Буренин, А.В. Воронцовский, К. Гилкрист, Грюнинг Х. Ван, Брайович Братанович С., В.В. Ильин, А.А. Лобанов, Е.И. Мельникова, Д.А. Никульшин, В.Т. Севрук, Н.А. Сердюкова, В. Окулов, М.А. Рогов, В.И. Рябикин, Ф. \_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

8 Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года (утв. распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. № 2043-р)

9 Основные требования к концепции и разработке проектов федеральных законов (утв. Постановлением Правительства РФ от 02 августа 2001 г. № 576).

Фабоцци, О.В. Хмыз, С. Хьюс, К. Хэдхэд, Г.В. Чернова, А.В. Чугунов, А.С. Шапкин, У. Шарп и др.

Тем не менее, проведенный анализ специальной литературы говорит о фрагментарности исследований в данной сфере, концентрирующихся, как правило, на каком-либо одном, хотя и важном, риске в деятельности финансового института. Фрагментарность, несистемность исследований рисков института коллективного инвестирования ограничивают возможности их использования в качестве основы для принятия управленческих решений, прежде всего стратегических, и свидетельствуют об отсутствии единого признанного взгляда на управление рисками коллективного инвестора. Данное исследование посвящено разработке концепции управления рисками коллективного инвестиционного фонда, что и определяет его актуальность.

В настоящее время вопросами оценки имущества занимается очень много

исследователей **-** А.И. Артеменков, И.Л. Артеменков, Боер Питер, С.В. Валдайцев, Д.Л. Волков, В.Г. Гребенников, Гриссом В. Терри, А.Г. Грязнова, А. Дамодаран, И.А. Егерев, В.Е. Есипов, В. Киннард, О.И. Козлова, Ю.В. Козырь, Т. Колер, Т. Коупленд, Г.А. Маховикова, Г.И. Микерин, Д. Мурин, В.И. Нейман, Е.С. Озеров, Л.Д. Ревуцкий, С.А. Смоляк, Е.И. Тарасевич, В.В. Терехова, М.А. Федотова и др. Поэтому полученные ими научные результаты позволили автору разработать теоретико-методологические аспекты оценки КИФ, имеющие непосредственное отношение к управлению рисками института коллективного инвестирования.

**Целью исследования** является разработка концепции интегрированного управления рисками коллективного инвестиционного фонда как единой социально-экономической системы в условиях экономики России.

Поставленная цель обусловила необходимость решения следующих **основных задач**, определивших логику исследования:

- на основе анализа сущности коллективного инвестирования и институциональных особенностей российских КИФ исследование системных свойств института коллективного инвестирования, раскрытие его особенностей как носителя рисков, а также формулировка требований к системообразующей цели КИФ;

- анализ, разработка и систематизация методологических аспектов оценки стоимости имущества, обоснование возможности и целесообразности рассмотрения роста стоимости коллективного инвестора в качестве системообразующей цели;

- анализ и систематизация научных представлений о сущности риска и об управлении рисками организации; разработка методологии стоимостного подхода к интегрированному управлению рисками института коллективного инвестирования, в том числе к идентификации и анализу рисков коллективного инвестора как ключевому этапу процесса управления рисками организации и к собственно управлению рисками института коллективного инвестирования;

- идентификация, анализ и классификация рисков КИФ на основе стоимостного подхода; исследование свойств портфеля рисков института коллективного инвестирования и выделение классификаций рисков КИФ, существенных с точки зрения управления рисками;

- выделение условий, которые должны приниматься во внимание при обосновании принципов управления рисками коллективного инвестиционного фонда; формулировка общих принципов управления рисками коллективного инвестора;

- разработка рекомендаций по совершенствованию государственного регулирования рисками КИФ;

- иллюстрация возможности применения на практике полученных теоретических результатов на примере одного из видов КИФ.

**Объектом исследования** являются российские коллективные инвестиционные фонды.

**Предмет исследования –** методология интегрированного управления рисками коллективного инвестиционного фонда.

**Теоретико-методологической основой и информационной базой исследования** являются:

- системный подход, логический метод и элементы моделирования, анализ и синтез, методы сравнительного анализа, метод графических интерпретаций, количественные характеристики рассматриваемых явлений, методы обработки эмпирических данных; практическое исследование специфики и проблем КИФ;

- труды отечественных и зарубежных ученых и практиков по экономической теории, менеджменту, финансовому менеджменту, теории систем, теории рынка капитала, теории оценки стоимости имущества; федеральные законы, указы Президента РФ, постановления Правительства РФ, нормативно-правовые документы Федеральной службы по финансовым рынкам России, решения и директивы Европейского союза по вопросам коллективного инвестирования; аналитические материалы саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг, управляющих компаний, научных организаций, опубликованные в периодических научных изданиях, информационных сборниках и обзорах, размещенные на корпоративных, ведомственных и общегосударственных сайтах в сети Интернет; данные отечественной и зарубежной статистики по проблемам функционирования КИФ, монографическая и статистическая отечественная и зарубежная литература по проблемам коллективного инвестирования.

**Область исследования** соответствует пп. 1.4, 1.5, 3.28, 5.1, 5.4 специальности 08.00.10 Финансы, денежное обращение и кредит.

**Научная новизна диссертационного исследования** состоит в развитии и теоретико-методологическом обосновании концепции интегрированного управления рисками коллективного инвестиционного фонда на базе стоимости коллективного инвестора и в теоретической разработке стоимостного подхода к идентификации и анализу рисков института коллективного инвестирования, рассматриваемых в качестве ключевого этапа процесса управления рисками организации.

**Наиболее существенными являются следующие результаты, характеризующие научную новизну диссертации:**

1. Теоретически обоснована и разработана концепция стоимостного подхода к интегрированному управлению рисками КИФ, являющаяся методологической основой системы стратегического управления коллективным инвестиционным фондом. На основе анализа системных свойств аргументированы наличие, содержание и свойства системообразующей цели КИФ, одновременно выступающей в роли стратегической цели управления, а также цели и критерия эффективности интегрированного управления рисками коллективного инвестора. Доказано, что стоимость КИФ является категорией, объединяющей интегрированный риск-менеджмент с ценностно-ориентированным менеджментом;
2. Обоснована на основе анализа системных свойств и сущности коллективного инвестирования высокая чувствительность, подверженность риску КИФ, что позволило сделать вывод о необходимости разработки системы управления институтом коллективного инвестирования в контексте управления его рисками. Конкретизированы и раскрыты особенности реализации теории интегрированного управления рисками для КИФ;
3. Разработана методология оценки стоимости КИФ, в том числе обоснованы возможность и необходимость применения разных концепций стоимости, баз оценки и квалификации сделки и рынка; сформулированы и обоснованы специальные принципы оценки коллективного инвестора; для целей управления КИФ доказана возможность и раскрыты особенности применения стоимости чистых активов и модели экономической добавленной стоимости в качестве меры стоимости портфельного КИФ, а также различных моделей оценки стоимости КИФ; сделан вывод о фундаментальной роли модели оценки стоимости КИФ в интегрированном управлении рисками института коллективного инвестирования;
4. Предложен и обоснован методологический подход к идентификации и анализу рисков КИФ, а также к выявлению их иерархии, базирующийся на стоимости коллективного инвестора. Его реализация позволила раскрыть свойства портфеля рисков КИФ, провести классификацию рисков, определяющую уровни ответственности за риск, определить ключевые субъекты управления рисками института коллективного инвестирования;
5. Выявлены условия формирования принципов управления рисками КИФ. Сформулированы общие принципы интегрированного управления рисками института коллективного инвестирования, определяющие организационно-экономический механизм управления его рисками;
6. Реализован стоимостной подход к идентификации и анализу рисков традиционного портфельного КИФ. Обоснована возможность использования предложенного концептуального подхода для разработки системы риск-менеджмента обеспечивающих субъектов отношений коллективного инвестирования, прежде всего, управляющей компании. Выработаны рекомендации по совершенствованию государственного регулирования рисками КИФ.

**Научная и практическая значимость исследования** состоит в следующем:

1. Научная значимость заключается в разработке теоретико-методологических положений, которые могут быть использованы для дальнейших научных исследований в области интегрированного управления рисками институтов коллективного инвестирования;

2. Разработанная концепция в целом может быть применена не только к новым категориям КИФ, которые могут быть введены регулятором, но и к другим институтам коллективного инвестирования с учетом их специфики, в первую очередь, – к негосударственным пенсионным фондам;

3. Предложенная в данном исследовании концепция стоимостного подхода к интегрированному управлению рисками КИФ проиллюстрирована на примере традиционного портфельного КИФ, что позволяет формировать для него конкретные управленческие решения;

4. Анализ действующей системы регулирования КИФ на ее соответствие разработанным принципам интегрированного управления рисками коллективного инвестора дает возможность выработать рекомендации по совершенствованию управления рисками и повышению эффективности функционирования КИФ;

5. Полученные теоретические результаты могут быть использованы федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг и саморегулируемыми организациями как основа для развития методологии интегрированного управления рисками института коллективного инвестирования в РФ;

6. Полученные теоретические результаты могут быть использованы управляющими компаниями и другими обеспечивающими субъектами КИФ в процессе разработки и использования внутренних документов, регламентирующих создание и функционирование КИФ;

7.Полученные теоретические результаты обосновывают необходимость пересмотра содержания инвестиционной декларации КИФ и включения в нее информации по идентификации типичного инвестора и квалификации рынка;

8. Ряд результатов и выводов диссертационного исследования может быть использован в учебном процессе при совершенствовании преподавания по финансовым дисциплинам, разработке программ учебных курсов, учебно-методических пособий, чтении специальных учебных курсов для экономических специальностей, а также в рамках бакалавриата и магистратуры направления «Экономика».

**Апробация результатов исследования.** Основные положения диссертационного исследования докладывались на международных и всероссийских научных и научно-практических конференциях, на специализированных (профессиональных) научно-практических конференциях в период с 1998г. по 2010 г. в городах Екатеринбург, Москва, Новосибирск, Омск, Санкт-Петербург, Тюмень, на научном докторантском семинаре преподавателей и сотрудников экономического факультета СПбГУ, заседании круглого стола «Антициклическое регулирование экономики: уроки финансовых кризисов XIX-XXI вв.» в УрГЭУ, заседании кафедры «Ценные бумаги» ТюмГУ.

Отдельные положения диссертационного исследования вошли в аналитические записки, направленные в Правительство Тюменской области, использовались при разработке Программы социально-экономического развития Тюменской области до 2010 года, применяются в деятельности региональной управляющей компании ООО «Управляющая компания «Унисон Траст» и приняты к сведению другими финансовыми институтами Тюменской области, планирующими создание управляющей компании.

Рекомендации и отдельные положения диссертационного исследования вошли в аналитические записки, направленные в СРО НАУФОР, Региональное отделение Федеральной службы по финансовым рынка России в УрФО, Федеральную службу по финансовым рынкам России.

Разработанные в диссертации выводы и рекомендации нашли практическое применение в учебном процессе при чтении дисциплин «Коллективные инвесторы на рынке ценных бумаг», «Управление финансовыми инвестициями», «Теоретические основы финансового менеджмента», «Инвестиционный менеджмент», «Управление собственным капиталом и дивидендная политика», читаемых в Международном институте финансов, управления и бизнеса, Институте дополнительного профессионального образования Тюменского государственного университета для студентов, слушателей образовательной программы профессиональной переподготовки управленческих кадров, дополнительной образовательной программы профессиональной переподготовки «Мастер делового администрирования – Master of Business Administration (MBA)», программ подготовки и повышения квалификации специалистов финансового рынка.

**Публикации.** По теме диссертации опубликованы 46 печатных работ объемом 95,96 п.л., в том числе 10 статей в ведущих рецензируемых журналах, рекомендованных ВАК РФ.

**Структура диссертационной работы.** Структура диссертационного исследования обусловлена целью, задачами и логикой изложения работы. Диссертация состоит из введения, 4 глав, заключения, библиографического списка и 23 приложений. Работа изложена на 317 страницах основного текста. В работе и приложениях содержится 50 таблиц и 24 рисунка. Содержание выполненного исследования логически раскрывается в следующей последовательности.

*В первой главе* диссертации «Институциональные особенности коллективного инвестора» раскрыты сущность и классификация коллективных инвестиционных фондов; рассмотрены организационно-экономические особенности акционерного и паевого инвестиционных фондов; проанализирован внутренний механизм функционирования коллективных инвестиционных фондов; выявлены системные свойства института коллективного инвестирования, в том числе наличие системообразующей цели, одновременно выступающей его стратегической целью, и особенности коллективного инвестора как носителя рисков.

*Во второй главе* «Методологические аспекты управления рисками коллективного инвестиционного фонда» на основе анализа основных положений теории управления рисками организации раскрываются особенности риска как экономической категории, его функции, роль системообразующей стратегической цели коллективного инвестора в управлении его рисками; систематизируются методологические аспекты оценки имущества; развивается методология оценки КИФ; формулируются требования к системообразующей цели коллективного инвестора и раскрывается стоимостной подход к интегрированному управлению рисками института коллективного инвестирования.

*В третьей главе* «Идентификация и анализ рисков портфельного коллективного инвестиционного фонда» на основе стоимостного подхода проводится идентификация, анализ и классификация рисков функционирования коллективного инвестора (на примере паевого инвестиционного фонда); анализируются направления государственного регулирования инвестиционного риска коллективного инвестиционного фонда.

*В четвертой главе* «Особенности и принципы интегрированного управления рисками коллективного инвестора» на основе выявления общности институциональных характеристик паевого и акционерного инвестиционных фондов раскрываются специфика портфеля рисков института коллективного инвестирования, условия, которые необходимо принимать во внимание при обосновании принципов управления его рисками; формулируются общие принципы интегрированного управления рисками коллективного инвестора и даются рекомендации по совершенствованию государственного регулирования рисками КИФ.

*В заключении* диссертации излагаются основные выводы и предложения, вытекающие из логики и результатов исследования.