Скидан, Юлия Сергеевна. Роль институтов рынка ценных бумаг в развитии инвестиционной среды : на примере финансового центра Москвы : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Скидан Юлия Сергеевна; [Место защиты: Рост. гос. эконом. ун-т].- Ростов-на-Дону, 2013.- 135 с.: ил. РГБ ОД, 61 13-8/1936

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Теоретические предпосылки к формированию инвестиционной среды 14**

1.1 Исследование институциональной основы формирования фондового рынка 14

1.2. Определение концептуальных подходов к формированию финансовых центров как институтов, определяющих инвестиционную среду 34

**Глава 2. Применение инструментов фондового рынка как основы формирования финансового центра 50**

2.1. Структурный анализ фондового рынка в контексте совершенствования финансовой системы 50

2.2 Решение системных проблем формирования финансовых институтов в России 66

**Глава 3. Совершенствование институтов фондового рынка России для развития отечественной инвестиционной среды 84**

3.1 Использование объективных трендов централизация и унификации финансового рынка для развития инвестиционной среды 84

3.2 Разработка комплекса мер по совершенствованию инвестиционной среды за счет инструментов секьюритизации 98

Заключение 119

Библиографический список

* [Определение концептуальных подходов к формированию финансовых центров как институтов, определяющих инвестиционную среду](http://www.dslib.net/finansy/rol-institutov-rynka-cennyh-bumag-v-razvitii-investicionnoj-sredy.html#5394021)
* [Структурный анализ фондового рынка в контексте совершенствования финансовой системы](http://www.dslib.net/finansy/rol-institutov-rynka-cennyh-bumag-v-razvitii-investicionnoj-sredy.html#5394022)
* [Решение системных проблем формирования финансовых институтов в России](http://www.dslib.net/finansy/rol-institutov-rynka-cennyh-bumag-v-razvitii-investicionnoj-sredy.html#5394023)
* [Разработка комплекса мер по совершенствованию инвестиционной среды за счет инструментов секьюритизации](http://www.dslib.net/finansy/rol-institutov-rynka-cennyh-bumag-v-razvitii-investicionnoj-sredy.html#5394024)

**Введение к работе**

**Актуальность диссертационного исследования.** Формирование современной экономики невозможно без адекватного развития финансовой среды. Фондовый рынок с клиринговой системой Московской биржи, двумя индексами РТС и ММВБ, центральным депозитарием в совокупности с другими институциональными устройствами является в настоящее время локальным финансовым центром России. Централизация как объективный тренд «стихийного развития», поддерживаемый регулятором в рамках «направленного созидания», привела к значительному укрупнению и концентрации финансовых потоков страны, увеличивая их ликвидность, уменьшая трансакционные издержки.

Однако национальный финансовый рынок России имеет ограниченную ёмкость, недостаточную для обеспечения инвестиционных потребностей российских компаний, и отстаёт по многим параметрам от крупнейших финансовых рынков в мире. По современным представлениям экономической теории, любому производственно-финансовому центру необходимо максимизировать объем рынка для снижения издержек и повышения уровня сложности экономических процессов (углубления разделения труда). По этой причине формирование международного финансового центра (МФЦ) на базе регионального является перспективной для комплексного развития страны задачей.

Кризис мировой финансовой системы 2008 г. и текущий финансовый кризис разрушения институтов частной собственности в Еврозоне способствуют глобальному перетоку капитала. Помимо очевидных вызовов и проблем, данные процессы могут отрыть возможности участия России в переделе рынка капиталов и привлечении части активов Лондонского и Нью-Йоркского финансового центров.

Однако окно возможностей может оказаться непродолжительным, а потому отечественному финансовому сообществу (сверху - регуляторам, снизу - акторам) необходимо формировать интеграционные процессы в финансовой среде, повышая уровень инвестиционной привлекательности отечественного инвестиционного ПОЛЯ для международного капитала.

**Степень разработанности темы диссертационного исследования.** Институциональный подход как инструмент развития экономики развивали классические и неоклассические зарубежные авторы, в том числе Бьюкенен Дж., Вебер М., Истерли В., Кирман А., Колландер Д., Мини П., Норт Д., Серл Дж., Тоффлер Э., Уильямсон О., Фельмер Г., Фулбрук Е., Шмоллер Дж., Эрроу К. Отечественными представителями институциональной экономики являются

Борануков М., Буряков Г.А., Горюнов М., Ефимов В., Золотарев B.C., Краюхин Г.А., Маргания О., Натхов Т., Немченко Г.И., Иванова О.Б., Пенюгалова А.В., Роик В., Романова Т.Ф., Травин Д. Я., Шестов И.Н.

Проблемы развития инфраструктуры фондового рынка изучали многие иностранные ученые: Гилинс Дж. Девочер X., Ниренберг Д., Писли Дж., Шварц С. В России уже сформировался достаточно широкий корпус специалистов по вопросам функционирования фондового рынка РФ: Алексеева П., Алифанова Е. Н., Андрейцев В., Анесянц С.А., Анукян Л., Вовченко Н.Г., Гиблова Н. М., Гурвич Е. Т., Джантуханова Э. В., Жук Е., Золотарев В. С, Игонина Л., Каменецкий М. П., Караулова О., Кривошлыков М.Н., Кузнецов Н.Г., Кузьмин А. Л., Мартюшев С, Мызников М. В., Наливайский В.Ю.,Обаева А. С, Пенцов Д.А., Позднякова Т.А., Рачкевич А., Уткин В. С. Харло Р., Чулюков Ю., Шахурин В. В.

Процессами формирования финансовых центров занимаются как зарубежные: Делевинь Л., Менкофф Л., Павони С, Сенед И. Толксдорф Н., так и отечественные ученые: Алексеев П. В., Беляев М. К., Кашин С. В., Климачев В. В., Стародубцева Е. В., Сахаров А. А., Семенюта О.Г., Новиков А. В., Малкина М. Ю., Ноздрев В. С, Ермилов В. Г. Цогоева М. П., Нуреев. P.M.

Однако ни вопросы теоретического развития институционального подхода, ни методологический аспект формирования инвестиционной среды не были окончательно решены, а потому требуют дальнейшего исследования.

**Цели и задачи исследования.** Цель данного исследования состоит в определении направлений развития инвестиционной среды за счет развития рынка ценных бумаг в рамках института международного финансового центра.

**Задачами,** решаемыми для достижения цели выступают: определение институциональной основы формирования фондового рынка; анализ концептуальных подходов к формированию международных финансовых центров;

выявление роли фондового рынка в контексте формирования финансовых институтов в России

установление трендов развития инвестиционной среды фондового рынка разработка институциональных устройств секьюритизации, интеграции и унификации для формирования МФЦ в Москве как института, определяющего отечественную инвестиционную среду.

**Объект и предмет исследования. Объектом** диссертационного исследования выступает инвестиционная среда и институциональные устройства её формирующие,

**предметом исследования** выступают экономические отношения, связанные с формированием инвестиционной среды.

**Теоретико-методологической** **основой** **исследования** послужили

фундаментальные исследования зарубежных и отечественных специалистов.

Диссертационная работа выполнена в рамках паспорта специальности ВАК 08.00.10 - финансы, денежное обращение и кредит часть 1 - «Финансы» п. 1.5. -«Финансовые институты: теория, методология, закономерности развития и совершенствование управления»; п. 1.6. - «Институциональные аспекты финансовой системы»; часть 6 - «Рынок ценных бумаг и валютный рынок» п. 6.2. -«Определение форм и способов интеграции России, регионов и корпораций в мировой рынок ценных бумаг»; п. 6.18 - «Специфика функционирования, институциональные основы и механизмы различных сегментов рынка ценных бумаг».

**Инструментально-методический аппарат.** Достоверность выводов и рекомендаций обеспечена широким применением общенаучных теоретических (сравнительного анализа, индукции, дедукции, обобщения, синтеза) и практических (графической и табличной интерпретации) методов познания. Применялись современные и классические подходы в области институциональной экономики, отдельные положения неоэкономической и поведенческой школ, структурный анализ архитектуры и системный анализ финансовых процессов.

**Информационно-эмпирическую базу исследования** составили федеральные законы и подзаконные акты, регулирующие функционирование финансового рынка, проекты развития финансовой системы РФ ряда ведомств и аналитических групп, Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации, Стратегия развития финансового рынка до 2020 г., данные о текущей и прогнозируемой экономической ситуации, официальные статистические данные Минфина, Минэкономразвития, Минтруда, ЦБ РФ, ФСФР, НЛУ, ЕЦБ, ОЭСР, SEC, аналитические данные государственных органов, рейтинговых агентств, инвестиционных компаний, научных школ, саморегулируемых организаций и ассоциаций, стандарты и регламенты ЦБ РФ, Московской и иностранных бирж и депозитариев. Использованы материалы диссертационных исследований и монографий, международных конференций.

**Рабочая гипотеза исследования** базируется на институциональных предпосылках о том, что при разрушении несамоподдерживающегося института частной собственности неизбежно бегство капитала. Такие кризисные процессы, происходящие в зарубежных финансовых центрах, могут быть использованы для

форсированного развития международного инвестиционного института в рамках отечественной финансовой среды, что потребует совершенствования ряда институциональных устройств по направлениям их унификации и агрегации с международными стандартами. Конечной целью модернизации должно стать повышение статуса отечественного финансового центра с локального до международного уровня с соответствующим расширением и развитием инвестиционной среды.

**Положения, выносимые на защиту**

1. Совершенствование инвестиционной среды в настоящее время во многом связано с объемом и масштабом рынка, поскольку его увеличение позволяет снизить удельные издержки инвестора, повысить уровень разделения труда и сложность инвестиционных продуктов. В настоящее время можно выделить несколько направлений такого расширения: 1) формирование внутреннего инвестиционного пула; 2) привлечение инвестиций из более развитых финансовых центров; 3) интеграция с равными и сателлитными финансовыми средами; 4) формирование более эффективных форм хозяйствования для привлечения прямых инвестиций.
2. Институт частной собственности не является самоподдерживающимся, то есть компрометирование инструментов защиты приводит к его распаду. Имплементация указанного процесса в европейском финансовом центре (в виде прецедента изъятия собственности граждан как условия получения финансовой помощи в рамках Евросоюза) создала предпосылки для бегства капитала из последнего, что при сохранении стабильности и доверия к России на прежнем уровне создает ответ на стихийный запрос на институционально защищенное финансовое пространство, которое может быть ему предоставлено за счет формирования развитого института инвестиционной интеграции - МФЦ в Москве.
3. Институциональная среда во многом является производной когнитивного восприятия акторов, что определяет значимость неформальных сигналов, подаваемых ключевыми участниками структуры, в том числе верификации института с учетом формы участия в нем ключевого актора, решения и поведение которого будут реплицированы остальными участниками. Основной модератор финансовых институтов России - государство - дает рынку смешанные сигналы: с одной стороны, анонсируется попытка привлечения инвесторов из-за рубежа; с другой - актор активно дистанцируется от собственноустанавливаемой институции путем формирования резервов и размещения ключевых активов за рубежом, что дает

прочим членам института деонтические основания и полномочия к проведению такой же политики.

1. Ключевой задачей в области государственной политики в регулировании рынка ценных бумаг должно стать изменение подхода к организации процесса регулирования - от функционального к институциональному, позволяющему обойти многие эпистемиологические ловушки неоклассического картезианского подхода. При этом важнейшей функцией данной политики является обеспечение условий для формирования международного финансового центра на российской территории.
2. Наиболее перспективными институциональными устройствами секьюритизации в институте Международного финансового центра Москвы представляются закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФ) прямых инвестиций и кредитные паевые фонды. С точки зрения институциональной устойчивости целесообразным является применение всей номенклатуры закрытых паевых инвестиционных фондов различных типов с приоритетом их применения над другими организационными формами, в том числе для привлечения прямых иностранных инвестиций.

**Научная новизна диссертационного исследования** состоит в выявлении институциональных предпосылок к развитию инвестиционной среды посредством построения МФЦ за счет развития рынка ценных бумаг в условиях современной экономики, а так же в обосновании параметрических и парадигмальных изменений в структуре и принципах функционирования институциональных устройств требуемых для развития инвестиционной среды. К числу положений, содержащих элементы реального приращения новационного научного знания можно отнести следующее:

1. Предложена стратегия привлечения капитала в отечественную инвестиционную среду за счет использования сложившихся в мировой экономике трендов, заключающихся в сокращении доверия к основным мировым финансовым центрам. Реализации стратегии предполагает проведение параметрической модификации ряда институциональных устройств, направленной на унифицирование финансовой инфраструктуры Москвы и Еврозоны за счет изменения (либерализации) системы депонирования счетов национальной отечественной биржи (Московская биржа) и внедрения единого стандарта отчетности, что гармонизирует отечественное финансовое пространство с европейским, создавая условия для беспрепятственного перетока капитала.
2. Обоснован пересмотр принципов использования суверенных активов (средств пенсионной системы, суверенных фондов, акционерного капитала

госкорпораций), заключающийся в переходе от стратегии институционального аутсорсинга финансовой среды к передаче деонтических полномочий по управлению государственными активами отечественному фондовому рынку, что предполагает инициацию программы размещения средств пенсионного и суверенных фондов в рамках внутреннего финансового поля и размещение долговых и долевых инструментов госкорпораций на Московской бирже, что значительно увеличит внутренний пул активов финансового центра России и обеспечит ему не только повышенную ликвидность, но и стабильность.

1. Разработана трехэтапная стратегия формирования МФЦ в Российской Федерации за счет развития фондового рынка, заключающаяся в наделении финансового центра в Москве дополнительными статусными функциями, где первой статусной функцией является выполнение задачи по формированию внутреннего пула активов, вторая состоит в улучшении инвестиционного климата путем развития ЗПИФ как наиболее эффективной организационной формы, а третья состоит в агрегации инвестиционного пространства РФ для создания с одной стороны условий для притока капитала из еврозоны, а с другой распространения отечественного капитала в страны СНГ, таким образом, международный финансовый центр Москвы повысит статус с моно-локального до многофункционального регионального центра в который будут включены страны СНГ и некоторые страны восточной Европы, что является промежуточным этапом для формирования международного финансового центра.
2. Выдвинуты концептуальные предложения по формированию Евразийского финансового кластера заключающиеся в объединении и агрегации инвестиционной среды за счет распространения модельных институциональных устройств направленных на формирование сети финансовых центров в странах СНГ, основным из которых станет центральный депозитарий РФ (ЗАО «Национальный расчетный депозитарий») работающий в соответствии со стандартами ведения бизнес-процессов ISO 20022, что позволит задействовать агрегирующие институциональные соглашения (параметрические, правовые, налоговые), обеспечивающие унификацию институциональных устройств единой финансовой системы.
3. Рекомендовано введение специального налогового режима в отношении ЗПИФов, принимающих участие в крупных инфраструктурных проектах национального значения, в частности, проектах в рамках создания международного финансового центра, и подразумевающего не только освобождение от налогообложения непосредственно ЗПИФ, но и введение существенных льгот для

самих инвесторов при распределении доходов в течение периода деятельности фонда, что позволит как повысить заинтересованность локальных инвесторов в осуществлении крупных инвестиционных проектов с использованием инструментов фондового рынка, так и привлечь иностранных инвесторов за счет улучшения инвестиционного климата выраженного в налоговых преференциях, повышении транспарентности и защищенности ведения бизнеса.

**Теоретическая значимость исследования** состоит в раскрытии потенциала институционального подхода и его применении в исследовании проблем формирования международного финансового центра, а также в определении основных характеристик, определяющих возможности и ограничения институциональной среды финансового поля РФ при его формировании. Выявление, с одной стороны, общих принципов формирования региональных и международных финансовых центров, равно как и уникальных особенностей г. Москвы как актора глобального финансового рынка с другой, способствуют теоретическому осознанию проблем и перспектив построения отечественного международного финансового центра.

**Практическая значимость исследования** заключается в выявлении трендов развития инвестиционной среды фондового рынка и связанных с ним процессов формировании Международного финансового центра в Москве, предложенных параметрических изменениях в ряде ключевых институциональных устройств фондового рынка РФ, которые в совокупности с рекомендованными парадигмальными изменениями в финансовом поле страны могут изменить направление инвестиционных потоков в сторону России за счет интеграции отечественной финансовой среды в глобализированное пространство как актора высокого уровня с высокотехнологичной, диверсифицированной, устойчиво развивающейся финансовой системой.

**Апробация результатов исследования.** Отдельные положения диссертационного исследования были представлены на международных и региональных научно-практических конференциях среди которых «Технологии XXI века» (Международная научно-практическая конференция, ИУБиП, Ростов-на-Дону, 2008, 2009, 2010 г.), «Теория и практика функционирования финансовой и денежно-кредитной системы России» (Международная научно-практическая конференция, Воронеж, 2011 г.). Отдельные положения исследования используются в учебном процессе на кафедрах «Экономика и инновационные рыночные исследования», «Финансы, бухучет и аудит» Института управления бизнеса и права (ИУБиП).

Практические наработки автора были внедрены в деятельность регионального профессионального участника фондового рынка ООО «Новые технологии управления».

Отдельные положения диссертационного исследования использовались в учебном процессе. По его результатам опубликовано 11 работ общим объемом 2,7 п.л., в том числе 3 в журналах, рекомендуемых ВАК.

**Логическая структура и объем диссертационного исследования.** Работа изложена на 135 страницах, содержит введение, три главы, 6 параграфов, заключение, библиографический список из 128 источников, работа содержит 20 рисунков, 6 таблиц, 4 приложения.

**Введение**

## Определение концептуальных подходов к формированию финансовых центров как институтов, определяющих инвестиционную среду

В мире существует несколько концептуальных подходов к анализу экономических отношений. В числе прочих можно выделить классические и неоклассические школы маржиналистов, политэкономистов, либеральных и этатистских монетаристов и кейнсианцев, представителей системного, поведенческого и обратного ему кибернетического подходов. Институциональный подход отличается от прочих более широким охватом проблем, основанном на статистическом, логическом, общем анализе решений исходя из совокупности опыта, норм и обычаев закрепленных общественных практиках, то есть институтах.

Стэндсфордская энциклопедия гласит, что институт - это структура или механизм социального упорядочивания и кооперации, управляющий набором индивидуумов в ограниченном сообществе — человеческом или животном. Институты определяются в соответствии с социальной целью, возвышаясь над личностными намерениями за счет ввода правил в соответствии с которыми образуется согласованное бытовое поведение. Другие авторы, в частности классик институционального анализа Д. Норт дает определение о том, что «Институты это набор правил поведения индивидуумов. Это разработанные людьми формальные (законы, конституции) и неформальные (договоры, добровольно принятые кодексы поведения) ограничения, а также факторы принуждения (напр., институт частной собственности, институты гражданского общества и т. д.)» .

Институционализм как подход в таком случае можно трактовать достаточно широко, в частности как тип экономического анализа, который делает упор на роль социальных, политических и экономических организаций в определении экономических событий . Справедливо представление о том, что в центре внимания институционалистов стоит не анализ цен, спроса и предложения и их модельного равновесия, но экономические проблемы во взаимосвязи с социальными, политическими, этическими и правовыми аспектами. В этом отношении институциональный анализ ближе к изучению объективной экономики и направлен на достижение непосредственного результата, причем с как можно более широкой и универсальной сферой применения и использования.

В приложении к институциональному подходу зачастую работает принцип «лучших практик», то есть инструментов, которые работают в объективной реальности независимо от наличия теоретических предпосылок к функционированию отдельного института или институционального устройства. В таком случае мы можем говорить о применении принципа формального закрепления сложившегося порядка. В некотором приближении можно говорить о допустимости применения принципа Ad-hoc, то есть спонтанно сложившегося решения, если таковое соответствует целям общества как развивающейся совокупности индивидов и не конфликтует с установленными в этом обществе практиками, порядками и традициями, а то и потворствует им.

Данный принцип решительно отличается от неоэкономического подхода с обязательным выведением модели, построенной на принципе концептуального редукционизма. Для внутренней непротиворечивости и устойчивости модели неоклассическая теория применяет различной глубины и обоснованности упрощения, основной из которых является принцип рационального потребителя как основы формирования равновесных рыночных ожиданий. Принятия на себя во многом искусственных ограничений в рамках такой парадигмы приводит к непротиворечивости модели которая, зачастую, сопровождается её крахом в реальном мире где акторы рынка взаимодействуют иррационально, в соответствии с рефлексивными, нейропсихологическими и просто . непоследовательными импульсами. Уже в базовой для институционализма работе указано, что: «Гедонистическая концепция человека представляет его в виде счетчика удовольствия и страдания, однородного шара, состоящего из стремления к счастью и пульсирующего под действием стимулов, которые перемещают его в пределах замкнутого пространства, не нарушая при этом его целостности. У него нет ни прошлого, ни будущего. Он является изолированной и конечной человеческой данностью в состоянии равновесия, нарушаемого лишь колебаниями под действием толчков, которые двигают его то туда, то сюда»

## Структурный анализ фондового рынка в контексте совершенствования финансовой системы

## Решение системных проблем формирования финансовых институтов в России

Попытки внедрения Т+2 на Московской бирже пока нельзя считать успешными, поскольку только половина профучастников имеет техническую возможность к осуществлению указанного режима депонирования, а инвестиционная база вопреки искомому ухудшается. Так ликвидность в целом по индексу за лето упала, а в сегменте некоторых акций второго эшелона упала катастрофически, вместе с тем волатильность по этим активам выросла в разы, а бумаги стали рыночно неэффективными, то есть их ценовые колебания не отражают реального экономического состояния эмитента. Все это вызывает волну недовольства профучастников рынка, так УК Арсагера написала открытое письмо с призывом свернуть программу либерализации и вернуть систему полного преддепонирования.

Однако мы считаем что тренд, выбранный биржей верен стратегически, и программу либерализации надо развивать в направлении облигационного и валютного сегментов (они в настоящее время работают по Т 0), а сегменты ликвидных акций (входящих в индексные фонды с долей 5%+) переводить в режим Т+3.

Таким образом, необходимо изменить (либерализовать) систему депонирования счетов национальной отечественной биржи (Московская биржва), приведя состояние этого институционального устройства к единому международному стандарту, что повысит эффективность функционирования отечественного финансового рынка, его ликвидность, рентабельность работы на нем и главное, сделает отечественное финансовое поле изотропным с мировым пространством в тем, что бы перемещающийся из Европы капитал мог делать это на известных и удобных ему правилах и процедурах. Вопрос центрального депозитария носит дуалистичный характер. С одной стороны нельзя не отметить положительный эффект от полноценного введения этого институционального устройства в отечественную бизнес практику с начала 2013 года. Данный положительный сдвиг безусловно необходим, но недостаточен по нашему мнению для действительного расширения финансового центра в Москве до международного.

Основная проблема в том, что сегодня финансовый центр Москвы описывается скорее как локальный, и для придания ему статуса международного, она должен сначала стать региональным. Для этого необходимо обеспечить Москве статус регионального центра на который она может претендовать по историческому и экономическому праву. В частности занять лидирующие позиции финансового интегратора среди стран - бывших республик и сателлитов СССР, а так же восточноевропейских стран, не входящих в Евросоюз. Данный аспект параметрической реформы переходит в стадию парадигмальной, обширен с технологической и интересен с методологической стороны, а потому вынесен в отдельную часть диссертационного исследования.

Инвестиционная среда - парадигмальный уровень реформы. - Демонстрация доверия государственных институтов к внутреннему рынку - Формирование внутреннего пула долгосрочных активов активов Как уже было показано в предыдущих разделах работы, институциональная среда подвержена, и во многом является производной, от когнитивного восприятия её акторами. В связи с этим неформальные сигналы, подаваемые ключевыми участниками структуры могут быть более значимы чем формально установленные законы, а объективным развитием института может стать форма участия в нем ключевого актора решение которого будет реплицировано остальными участниками.

Проблема развития МФЦ не замыкается в формировании инфраструктуры, как и любого другого института. Построение комплексного финансового института во многом определяется нелинейными закономерностями, в вопросе финансов основной из которых является степень доверия.

Однако модератор, отвечающий за формирование, функционирование и поддержание правил в работе инвестиционной среде России - государство в широком смысле - дает рынку смешенные сигналы. Проблема состоит в его дуалистической позиции: с одной стороны происходит попытка привлечения инвесторов из-за рубежа, с другой стороны сам модератор старается оказаться не вовлечен в среду, даже более того - активно дистанцируется от собственноустанавливаемой институции.

В данном случае мы говорим о том, что для формирования необходимого уровня доверия к отечественной финансовой системе правительству придется пересмотреть стратегию размещения собственных активов. В настоящее время основная часть долгосрочных, значимых в вопросе построения МФЦ инвестиций, в которые мы включаем золотовалютные резервы, средства пенсионной системы и суверенные фонды.

В то время как в развитых экономиках, таких как США и Евросоюз правительство использует собственный фондовый рынок, отечественные функционеры от финансов проводят в жизнь стратегию «стерилизации денежной массы», под которой подразумевается покупка долговых активов зарубежных стран или перераспределения собственного внутреннего долга на счета граждан.

Более 50% активов пенсионной системы США размещено в акциях американских компаний, в отечественной практике их доля составляет считанные проценты. Данный становится только негативнее в свете того, что большая часть крупных отечественных публичных корпорация является по сути государственным активом. Все это свидетельствует или о потенциально признаваемой неспособности генерировать эффективную экономику, или недоверию к собственной финансовой системе, вероятных формах злоупотреблений, неясности правил игры и возможности их нарушения. В любом случае данный сигнал воспринимается инвестиционным сообществом и исключительно в негативной коннотации.

## Разработка комплекса мер по совершенствованию инвестиционной среды за счет инструментов секьюритизации

Как правило, для финансирования крупных инвестиционных проектов используются три основные категории ЗПИФов указанной категории: особо рисковых (венчурных) инвестиций, долгосрочных прямых инвестиций, прямых инвестиций. В общей сложности на текущий момент функционирует 70 фондов прямых инвестиций.

При этом наиболее перспективной, по нашему мнению, является категория фондов долгосрочных прямых инвестиций, позволившая сделать состав и структуру активов фондов более привлекательными в сравнении с давно существующей категорией прямых инвестиций. Ее особенностью является возможность инвестирования в иностранные инструменты - права участия в уставном капитале иностранных коммерческих организаций и акции иностранных акционерных обществ. Наличие такой возможности позволяет объединять российский и иностранный капитал для участия в международных инвестиционных проектах, подобных организации Международного финансового центра.

Например, фонды долгосрочных прямых инвестиций вправе самостоятельно приобретать и учреждать иностранные коммерческие организации, выпускающие права участия в любых юрисдикциях, а также приобретать иностранные ценные бумаги, не привлекая брокеров для осуществления сделок.139

В декабре 2005 г. УК «Коллективные инвестиции» и Европейский трастовый банк направили в ФСФР письмо с предложением ввести новую категорию паевых фондов, в активах которых могли бы находиться права

Осипова Е. Прямое и венчурное инвестирование с использованием ПИФов: новые возможности для инвесторов // Рынок ценных бумаг. - 2012, № 9. - С. 89. требования из кредитных договоров и договоров займа. Инициативу поддержали Ассоциация российских банков и Национальная лига управляющих. Категория «кредитные ПИФы» была введена Приказом ФСФР от 20 мая 2008 г. № 08-19/пз н, а первые кредитные фонды были сформированы в начале 2009 г.140 На текущий момент создан 71 кредитный паевый фонд, из общего числа которых

Идеей создания данного финансового инструмента была организация нового кредитного института для институциональных инвесторов, услугами которого последние могли бы пользоваться как в качестве заемщиков и кредиторов, так и в качестве инвесторов. Однако в условиях кризиса стало ясно, что кредитные фонды представляют собой прекрасную возможность для банков, чьи балансы обременены просроченными обязательствами, вывести эти долги в кредитные фонды. Передав проблемную задолженность кредитному ЗПИФ, банк получал ряд преимуществ: - под паи ЗПИФ банкам не требовалось создавать резервы, поэтому фактический обмен проблемных кредитов на паи кредитных ЗПИФ снижал давление на капитал финансовой организации; - особенности налогообложения ЗПИФ делали эти фонды удобными в работе с должниками, так как пайщикам фонда предоставляется отсрочка по уплате налога на прибыль до момента прекращения функционирования фонда или продажи инвестиционных паев.

В составе имущества кредитного ЗПИФ могут находиться права кредитора из договоров займа и кредита, обеспеченные залогом, поручительством или банковской гарантией. При этом из свободных средств кредитного ЗПИФ на постоянной коммерческой основе могут предоставляться займы любым лицам. Источниками фондирования фонда могут быть как собственный капитал фонда, так и заемные средства.

Так как кредитный фонд не подпадает под регулирование Банком России, то он вправе формировать независимую кредитную политику в отношении заемщиков, поэтому устанавливаемые кредитные ставки будут ниже или равны рыночным. Кроме того, у кредитного фонда отсутствуют какие-либо требования к заемщику (главным критерием является обеспечение), он может создать гибкие условия погашения кредита и предоставить возможность выплачивать основную сумму займа по окончании договора займа. Если банк оценивает риски по предоставленным кредитам еще и с точки зрения системы резервирования, то у управляющей компании такая необходимость отсутствует. Таким образом, управляющая компания кредитного фонда обладает большей гибкостью по сравнению с кредитными организациями.

Деятельность кредитного ЗПИФ является весьма привлекательной и для его потенциальных пайщиков, поскольку предположительная доходность кредитных фондов теоретически может превысить банковскую прибыль за счет грамотного управления активами ЗПИФ. Пайщики могут непосредственно участвовать в процессе выдачи или приобретения кредитов, одобряя или не одобряя эти сделки.