Абрамов Александр Евгеньевич. Формирование и развитие рынка ценных бумаг инвестиционных фондов : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2004 197 c. РГБ ОД, 61:04-8/3107

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ И РЫНОК ИХ ЦЕННЫХ БУМАГ 8-41

1.1 . Экономическая природа инвестиционных фондов как эмитентов ценных бумаг 8-18

1.2. Предпосылки развития и роль инвестиционных фондов в решении задач социально-экономического развития страны 18-33

1.3. Рынок ценных бумаг инвестиционных фондов как инструмент повышения эффективности их функционирования 34-41

ГЛАВА II. АНАЛИЗ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ 42-103

2.1. Анализ внебиржевого механизма выдачи, обмена и погашения инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов 42-64

2.2. Первые итоги функционирования биржевого рынка инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов в России 65-82

2.3. Опыт и тенденции развития рынка ценных бумаг инвестиционных фондов за рубежом (на примере американского фондового рынка) 82-103

ГЛАВА III. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ 104-153

3.1. Биржевые индексные фонды и направления их развития 104-122

3.2. Совершенствование рынка ценных бумаг активно- управляемых инвестиционных фондов 122-134

3.3. Пути реформирования инфраструктуры фондового рынка, обслуживающей сделки с инвестиционными паями134-149

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 150-157

ПРИЛОЖЕНИЯ 158-186

СПИСОК УСЛОВНЫХ СОКРАЩЕНИЙ 187

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 188-197

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Полноценное развитие личности в обществе невозможно без создания экономических условий реализации ее потребностей в жилье, образовании, медицинском обслуживании и пенсионном обеспечении. Разрушение централизованной системы обеспечения указанных потребностей не сопровождалось созданием адекватного рыночного механизма их финансирования за счет накоплений граждан. Банковская система не стала основой сберегательной системы по причине повышенных рисков и преобладания отрицательной реальной доходности банковских вкладов. Пенсионная реформа не обещает достойного пенсионного обеспечения трудоспособного ныне населения. Недоверие граждан к российской финансовой системе проявляется в негативной тенденции снижения его склонности к сбережениям в финансовых активах, несмотря на сокращение государственных программ социальной поддержки населения. В 2000-2003 гг., несмотря на рост реальных доходов населения в 1,5 раза и уменьшение инфляции с 20% в 2000 г. до 12% в 2003 г., склонность населения к сбережениям в финансовых активах стабилизировалась на уровне, не превышающем 9-10%.

В этих условиях повышается актуальность новых форм финансового посредничества, способных преодолеть негативные тенденции в области сбережений и инвестиций.

Одной из таких форм являются инвестиционные фонды, позволяющие инвесторам получать позитивную реальную доходность вложений при умеренных рисках и снижающие их расходы на оплату услуг финансовых посредников и транзакционные издержки. Инвестиционные фонды аккумулируют долгосрочные ресурсы, направляемые в наиболее эффективные компании и отрасли экономики.

С 1997 г. по 2003 г. активы паевых инвестиционных фондов (ПИФов) в России увеличились с 0,25 млрд. рублей до 76,2 млрд. рублей, или в 306 раз. Однако до настоящего времени инвестиционные фонды играют скромную роль в экономике и социальной сфере. Доля активов паевых инвестиционных фондов в ВВП не превышает 0,6%, в совокупных активах финансовых посредников - 1,3%. Причины недостаточного использования потенциала ПИФов в экономике и социальной сфере в значительной мере вызваны отставанием действующего

4 механизма дистрибъюции и поддержания ликвидности инвестиционных паев ПИФов от современных технологий размещения и обращения ценных бумаг.

В связи с этим актуальность диссертационной работы заключается в том, что в ней содержатся теоретические обоснования и практические предложения по развитию рынка ценных бумаг паевых инвестиционных фондов, позволяющие повысить эффективность их функционирования, сделать доступными и привлекательными для инвесторов выпускаемые ими инвестиционные паи и на этой основе повысить роль инвестиционных фондов в решении задач социально-экономического развития России.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационной работы является разработка предложений по формированию и развитию организованного рынка инвестиционных паев ПИФов как инструмента повышения их эффективности на основе теоретических разработок, анализа эмпирических данных об инвестиционных фондах и рынке ценных бумаг, обобщения наиболее интересных тенденций их развития в России и за рубежом.

Для достижения цели исследования были поставлены следующие задачи:

раскрыть роль инвестиционных фондов в решении проблем социально-экономического развития страны и экономическую природу инвестиционных фондов как финансовых посредников и эмитентов ценных бумаг;

выявить особенности рынка ценных бумаг инвестиционных фондов и его функции в обеспечении деятельности инвестиционных фондов;

проанализировать действующий механизм выдачи, обмена и погашения инвестиционных паев ПИФов и его влияние на эффективность функционирования инвестиционных фондов;

подвести первые итоги деятельности биржевого рынка инвестиционных паев ПИФов;

- обосновать перспективы развития рынка ценных бумаг ПИФов и  
сформулировать предложения по его совершенствованию.

Объектом исследования в диссертационной работе являются инвестиционные фонды как финансовые посредники и эмитенты ценных бумаг.

Предметом исследования являются отношения, возникающие между инвестиционными фондами и инвесторами в процессе выдачи, обращения и

5 погашения инвестиционных паев ПИФов, взаимодействия между управляющими компаниями ПИФами и инфраструктурой рынка ценных бумаг в процессе функционирования паевых инвестиционных фондов.

Методологической и теоретической основой исследования послужили труды зарубежных и отечественных исследователей в области теории финансового посредничества, функций и эффективности финансовых рынков.

В диссертационной работе действующий механизм выдачи, обмена и погашения инвестиционных паев ПИФов сравнивается с точки зрения издержек и рисков инвесторов с характеристиками биржевого рынка ценных бумаг, а также рисками и издержками инвесторов на американском фондовом рынке.

Методологической основой диссертационной работы является диалектическая теория научного познания. В работе использованы методы единства исторического и логического подходов, сравнения, анализа и синтеза, математического и статистического анализа.

Эмпирические данные, использованные в исследовании. В работе анализируются показатели 137 ПИФов, опубликованные в «Приложении к Вестнику ФКЦБ России» в 2000-2004 гг. и на представительстве в сети «Интернет» Национальной Лиги Управляющих, материалы об итогах биржевых торгов ценными бумагами двух крупнейших российских бирж ММВБ и РТС, данные Госкомстата России, Банка России и Минэкономразвития России.

Анализ деятельности инвестиционных фондов в США опирается на данные Investment Company Institute, Федеральной Резервной Системы США, Нью-Йоркской и Среднеамериканской фондовых бирж, Комиссии по ценным бумагам и биржам США, Всемирной Федерации Бирж.

Эмпирические данные в диссертационной работе отражены на 31 рисунке, в 6 таблицах и 19 приложениях.

Научная новизна исследования:

определена природа инвестиционных фондов как финансовых посредников и эмитентов ценных бумаг;

проанализированы экономические предпосылки развития инвестиционных фондов и качественного повышения их роли в решении проблем мобилизации сбережений населения, привлечения в экономику долгосрочных инвестиций с

внутреннего рынка, повышения эффективности деятельности акционерных обществ, формирования партнерских отношений между бизнесом и обществом;

- раскрыта сущность рынка ценных бумаг инвестиционных фондов и его  
функции по мобилизации средств инвесторов в ПИФы, поддержанию ликвидности  
инвестиционных паев ПИФов, формированию рыночных цен инвестиционных  
паев, обеспечению расчетов по сделкам с ними и управлению рисками при  
инвестировании в ПИФы;

выявлены проблемы функционирования ПИФов, обусловленные недостатками действующего механизма выдачи, обмена и погашения инвестиционных паев и слабым уровнем развития их вторичного рынка;

обобщены первые итоги работы биржевого рынка инвестиционных паев ПИФов, выявлены основные причины, препятствующие развитию нового сегмента фондового рынка;

определены основные тенденции развития инвестиционных фондов в США и их взаимодействия **с**фондовыми биржами, представляющие интерес для понимания направлений развития инвестиционных фондов в России;

обоснована необходимость ускоренного развития в России биржевых индексных фондов, сформулированы предложения по совершенствованию технологии их функционирования;

разработаны рекомендации по развитию инфраструктуры российского фондового рынка с учетом потребностей рынка инвестиционных паев ПИФов;

- сформулированы предложения по внесению изменений и дополнений в  
нормативные правовые акты, направленные на развитие рынка инвестиционных  
паев ПИФов и более полное использование потенциала биржевой инфраструктуры  
при его обслуживании.

**Практическая значимость результатов исследования**состоит в том, что его результаты могут представлять интерес для управляющих компаний ПИФами, специалистов инфраструктурных организаций, представителей законодательных и регулирующих органов, саморегулируемых организаций, заинтересованных в повышении эффективности ПИФов и развитии новых сегментов российского фондового рынка, а также у широкого круга лиц, стремящихся разобраться в проблемах сбережений и инвестиций.

7 Внедрение результатов исследования. Результаты исследования использовались при реализации проекта создания биржевого рынка инвестиционных паев Индексного интервального паевого инвестиционного фонда «Индекс ММВБ» под управлением ЗАО «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент». Основные рекомендации исследования использовались в процессе проведения семинаров для участников фондового рынка на ММВБ, в Национальной фондовой ассоциации (НФА) и в других организациях, а также подготовке предложений для регулирующих органов по совершенствованию нормативных правовых актов, регулирующих деятельность инвестиционных фондов.

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

## . Экономическая природа инвестиционных фондов как эмитентов ценных бумаг

Об инвестиционных фондах написано множество книг и научных трудов, однако общепринятое определение инвестиционных фондов отсутствует.

В литературе и законодательных актах под инвестиционными фондами понимаются совершенно разные объекты - организации [19, С.31], имущественные комплексы [2, абз.2, ст.1], механизмы [117, ст.1], финансовые продукты [31, С.642], финансовые посредники [103, С.740] и общественные отношения [2, ст.1]. Это объясняется тем, что многие определения принимают во внимание лишь отдельные формы и аспекты деятельности инвестиционных фондов. Например, многие инвестиционные фонды являются организациями, то есть юридическими лицами. Однако распространены инвестиционные фонды и другого, так называемого, контрактного типа, не имеющие статуса юридического лица, которые можно определить как имущественные комплексы.

В этих условиях для раскрытия природы инвестиционных фондов, необходимо выделить то главное, что характеризует исследуемый объект и его внутренние свойства независимо от форм его проявления. Это предполагает определение специфики деятельности инвестиционных фондов как особого вида предпринимательской деятельности. Такой подход применен в Федеральном законе от 29 ноября 2001 г. №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (далее - ФЗ «Об инвестиционных фондах»), в статье первой которого предмет регулирования определяется как «...отношения, связанные с привлечением денежных средств и иного имущества путем размещения акций или заключения договоров доверительного управления в целях их объединения и последующего инвестирования в объекты..., а также с управлением (доверительным управлением) имуществом инвестиционных фондов, учетом, хранением имущества инвестиционных фондов и контролем за распоряжением указанным имуществом».

Деятельность в качестве инвестиционного фонда включает следующую совокупность отношений:

- привлечение денежных средств и иного имущества массы инвесторов;

- объединение имущества инвесторов в едином имущественном комплексе (фонде), распоряжение которым передается самому инвестиционному фонду или специализированной управляющей компании; вложение средств из данного имущественного комплекса на диверсифицированной основе исключительно в ценные бумаги и иные объекты инвестирования в целях извлечения прибыли в виде инвестиционного дохода (дивидендов, процентов и других доходов, причитающихся собственникам объектов инвестирования) или прибыли от перепродажи объектов инвестирования.

Мобилизация средств инвесторов.

Особенность привлечения средств в инвестиционные фонды состоит в применении таких механизмов, которые делают вложения в инвестиционные фонды доступными для массы неискушенных инвесторов1. Сбережения указанных лиц, которые не всегда могут правильно оценить риски инвестирования и защититься от различных мошенничеств, носят социально-значимый характер, массовая их потеря может породить серьезные социальные конфликты. По этой причине режим государственного регулирования инвестиционными фондами более строгий по сравнению с другими инвестиционными компаниями.

Доступность инвестиционных фондов для неискушенных инвесторов обеспечивается за счет эмиссии ими ценных бумаг, рассчитанных на приобретение широким кругом лиц.

Российское законодательство об инвестиционных фондах не предусматривает дифференциации требований к инвестиционным фондам в зависимости от их ориентации на искушенных или неискушенных инвесторов, что объясняется ограниченностью числа внутренних инвесторов и объемов их вложений. На развитом фондовом рынке, например, американском, где число инвестиционных фондов составляет почти 10 тысяч, а численность инвесторов около 100 млн. лиц, в законодательстве об инвестиционных фондах (компаниях) применяется различный подход к регулированию инвестиционных фондов в зависимости от категории их инвесторов.

## Анализ внебиржевого механизма выдачи, обмена и погашения инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов

В настоящем параграфе анализируется механизм выдачи, обмена и погашения инвестиционных паев ПИФов и его влияние на эффективность функционирования паевых инвестиционных фондов. Исследование проведено на основании отчетности 137 паевых инвестиционных фондов, опубликованной в «Приложении к Вестнику ФКЦБ России» в 2000-2004 гг.

Анализируемые ПИФы были разделены на 3 группы.

В первую группу, условно называемую «ПИФы-ветераны», вошли 50 паевых инвестиционных фондов, сформировавших активы в 1996-2001 гг., в период умеренного роста ПИФов. Вторая группа «средневозрастных» ПИФов охватывает 10 паевых инвестиционных фондов, приступивших к операциям в 2002 г. За этот год СЧА ПИФов увеличилась на 40% с 9,0 млрд. рублей до 12,7 млрд. рублей. Третья группа «новых» ПИФов включает 77 паевых инвестиционных фондов, сформированных в 2003 г. В этом году начался качественно новый этап развития ПИФов, характеризующийся стремительным увеличением количества действующих паевых инвестиционных фондов и их СЧА. В 2003 г. СЧА паевых инвестиционных фондов увеличилась в 6 раз с 12,7 млрд. руб. до 76,2 млрд. руб.

Основные проблемы, возникающие в процессе выдачи, обмена и погашения инвестиционных паев ПИФов можно свести к следующему перечню.

Проблемы мобилизации средств инвесторов.

Действующий механизм выдачи, обмена и погашения инвестиционных паев ПИФов сдерживает рост активов инвестиционных фондов и затрудняет процесс перераспределения вложений между альтернативными объектами инвестирования в зависимости от их доходности и степени риска.

Вклад операций по выдаче-погашению (баланса продаж) инвестиционных паев в рост СЧА ПИФов существенно уступает результативности операций по доверительному управлению активами ПИФов, что видно из данных рис. 8. Более подробный анализ факторов роста СЧА ПИФов содержится в приложении 5.

В 2002 г. прирост СЧА ПИФов составил 3,6 млрд. рублей, а в 2003 г. 64,5 млрд. рублей. В 2002 г. за счет операций с активами ПИФов их СЧА увеличилась на 3,9 млрд. рублей, в то время как баланс продаж инвестиционных паев ПИФов оказался отрицательным, сократив суммарный прирост СЧА ПИФов на 0,3 млрд. рублей. В 2003 г. впервые за прошедшие годы баланс продаж инвестиционных паев ПИФов стал положительным и составил 21,6 млрд. рублей, что представители Национальной Лиги Управляющих назвали «значительным достижением российских ПИФов» [45, С.33]. Вместе с тем, воздействие данного фактора на прирост СЧА ПИФов существенно уступало влиянию операций с активами ПИФов, за счет чего СЧА выросли на 42,9 млрд. рублей, что почти в 2 раза больше величины отдачи от операций по выдаче-погашению инвестиционных паев.

Приводимый на рис.9 и 10 анализ факторов роста СЧА ПИФов в зависимости от их типов (открытые, интервальные и закрытые ПИФы) и стажа деятельности паевых инвестиционных фондов позволяет выявить ряд негативных тенденций.

## Биржевые индексные фонды и направления их развития

Повышение эффективности функционирования ПИФов требует разработки их новых моделей, ориентированных на биржевые механизмы дистрибъюции и поддержания ликвидности выпускаемых ими инвестиционных паев.

Одной из таких моделей являются биржевые индексные фонды (БИФы), которые могут создаваться в виде паевых инвестиционных фондов. Опыт создания первого в России БИФа - интервального паевого инвестиционного фонда «Индекс ММВБ» под управлением ЗАО «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент» был рассмотрен во втором параграфе главы П.

Основное преимущество БИФов заключается в одновременном использовании преимуществ пассивного управления инвестиционными портфелями и вторичного обращения ценных бумаг инвестиционных фондов на биржах.

Активы БИФов формируются не в процессе реализации активной инвестиционной стратегии управляющей компании, а путем копирования состава и структуры одного из общепринятых фондовых индексов. Это позволяет отказаться от дорогостоящих услуг специализированных компаний по активному управлению инвестиционными портфелями, ограничив их функциями по поддержанию структуры активов БИФа в соответствии со структурой базисного фондового индекса и в несколько раз уменьшить расходы инвесторов БИФов на управление его активами.

Другим преимуществом БИФов является использование биржевого механизма обеспечения ликвидности ценных бумаг, выпускаемых данными инвестиционными фондами. В отличие от традиционных открытых паевых инвестиционных фондов, ликвидность которых поддерживается управляющими компаниями данных ПИФов и агентами по выдаче, обмену и погашению инвестиционных паев ПИФов, ликвидности биржевых индексных фондов обеспечивается в процессе вторичного обращения их инвестиционных паев на биржах. Технология совершения биржевых сделок с инвестиционными паями ПИФов и расчетов по ним аналогична процедурам, действующим при совершении биржевых сделок с акциями и облигациями.

Тем не менее, на российском фондовом рынке создание БИФов пока идет медленно. Из почти 180 ПИФов в апреле 2004 г., только два паевых инвестиционных фонда являются индексными, что свидетельствует о недооценке преимуществ стратегий индексного инвестирования и их потенциала для привлечения долгосрочных инвесторов.

По уровню доходности пассивно-управляемые инвестиционные портфели превосходят большинство активно-управляемых инвестиционных фондов при меньших издержках инвесторов, что доказывают эмпирические данные об американском и российском фондовых рынках.

Одной из первых работ по сопоставлению доходности активно-управляемых инвестиционных фондов в США с доходностью индекса S&P500 было исследование М. Йенсена [136, С.389-416]. Он сопоставил доходность 115 инвестиционных фондов США в течение 1955-1964 гг., рассчитанную с учетом надбавок и скидок к стоимости акций взаимных фондов, а также издержек по управлению инвестиционными фондами, с доходностью вложений в индекс S&P500. Из 115 инвестиционных фондов в 89 случаях доходность инвестиций в инвестиционные фонды в среднем за год в течение 10 лет оказалась ниже среднерыночной, т.е. измеренной по индексу S&P500. После этого М. Йенсен рассчитал доходность 115 инвестиционных фондов без учета надбавок и скидок, оплачиваемых инвестором при входе и выходе из инвестиционных фондов. Оказалось, что среднегодовая доходность 72 из 115 инвестиционных фондов была ниже среднерыночной. Далее М. Йенсен определил среднегодовую доходность инвестиций в инвестиционные фонды без учета каких-либо издержек. Оказалось, что 58 из 115 инвестиционных фондов уступили среднерыночному показателю доходности. Все это свидетельствовало о том, что профессиональные управляющие не могут получать дополнительную доходность от инвестиций, превышающую среднерыночную доходность.