Мельникова Елена Ивановна. Паевые инвестиционные фонды в системе инвестирования сбережений физических лиц : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Екатеринбург, 1998 192 c. РГБ ОД, 61:00-8/276-5

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1 Экономическая природа сбережений физических лиц

1.1 Экономические основы сбережений 10

1.2 Экономическая мысль в теории сбережений 34

1.3 Зарубежная практика аккумулирования сбережений посредством паевых инвестиционных фондов 49

Глава 2 Вопросы становления рынка сбережений России

2.1 Структура сбережений населения России 61

2.2 Деформация рынка сбережений России 83

2.3 Место паевых инвестиционных фондов в инвестиционных предпочтениях различных групп населения 92

Глава 3 Формирование и использование паевых инвестиционных фондов

3.1 Механизм инвестирования ПИФов 106

3.2 Риски в деятельности ПИФов и способы их снижения 127

3.3 Система налогообложения ПИФов 141

Заключение 151

Литература 156

Приложения 167

**Введение к работе**

Развитие рыночных принципов хозяйствования связано с созданием новых форм экономических взаимосвязей, защитой благосостояния населения, а также с обеспечением необходимых условий для притока инвестиций в реальный сектор экономики. Формирование современных методов хозяйствования связано, в том числе, и с созданием новых форм коллективного инвестирования.

В качестве инвестиций устойчивых к конъюнктурным колебаниям мирового рынка капиталов в международной практике выступают сбережения физических лиц. Актуальность привлечения этих сбережений как инвестиционного ресурса определяется, прежде всего, их объемом и положительными тенденциями роста. Однако, низкая консолидированность сбережений физических лиц не позволяет напрямую использовать их в реальном секторе экономики. В этих целях необходимо осуществление аккумулирования разрозненных накоплений населения. В странах с устойчивой рыночной экономикой указанная задача решается посредством широкого использования институтов коллективного инвестирования.

В условиях России формирование институтов коллективного инвестирования началось с 1992 года. Однако указанный процесс не дает достаточно положительных результатов в части привлечения сбережений населения в реальный сектор экономики. Одной из основных причин указанного является низкая эффективность предложенных форм коллективного инвестирования (чековые инвестиционные фонды, кредитные союзы, негосударственные пенсионные фонды), обусловленная рядом ограничений в отношении их деятельности. Причем, данные ограничения, изначально создаваемые как необходимые в целях защиты прав инвесторов и обеспечения высокой ликвидности активов указанных институтов, на практике способствовали формированию нежизнеспособной системы коллективных инвестиций. Окончательно усугубила ситуацию система налогообложения. Таким образом, возникла объективная необходимость формирования

принципиально новой концепции системы коллективного инвестирования -паевых инвестиционных фондов (ПИФов),- позволяющей наиболее эффективно решать указанные задачи.

Проведение реформы в сфере оптимизации финансовых отношений между различными субъектами рынка - процесс довольно сложный, сопряженный с противоречиями и даже просчетами. Обостряют ситуацию деформационные изменения в структуре фондов потребления и накопления, обусловленные особенностями существовавшей организации экономики и рынка сбережений, а также отсутствием опыта инвестирования в условиях несформировавшейся нормативно - правовой базы, устанавливающей цивилизованные правила отношений между участниками указанного рынка. Все это привело к объективной необходимости осуществления процессов глубокой реструктуризации финансового рынка. В этой связи научную и практическую ценность приобретают исследования факторов, воздействующих на эффективное формирование фондов потребления и накопления в условиях развития рыночных принципов хозяйствования.

Изучению проблем формирования фондов накопления, их роли в социально-экономическом развитии общества были посвящены труды ряда экономистов. Наиболее известными среди отечественных авторов являются работы Л.И. Абалкина, Д.А. Аллахвердяна, A.M. Бирмана, Э.А. Вознесенского, Л.А. Дробозиной, А.Г. Зверева, В.П. Иваницкого, А.Ю. Казака, В.И. Колесникова, В.Д. Миловидова, В.М. Родионовой, Б.М. Сабанти, В.Н. Соловьева, А.И. Татаркина и др. Между тем содержание процессов, воздействующих на величину и структуру фондов накопления населения, усложняется и, одновременно с этим, становится все более многоплановым.

Стремительное развитие событий в финансовой сфере определяет новые тенденции, закономерности формирования фондов накопления населением посредством использования наиболее эффективных форм. Указанное обусловило необходимость разработки в настоящей работе подходов к изучению проблемы привлечения сбережений населения, уточнения многих вопросов, касающихся

формирования эффективной инфраструктуры рынка сбережений и традиций осуществления накоплений посредством форм коллективного инвестирования. В том числе, исследование вопросов снижения рисков, связанных с направлением личных сбережений в ПИФы, а также оптимизации системы налогообложения физических лиц, аккумулирующих сбережения посредством паевых инвестиционных фондов и др.

На основе результатов исследований выработаны рекомендации, направленные на повышение эффективности аккумулирования фондов накопления населения, формирование эффективной инфраструктуры рынка сбережений. В работе сосредоточено внимание в основном на вопросах оптимизации системы формирования фондов накопления населением, посредством использования одного из наиболее перспективных институтов коллективного инвестирования - паевых инвестиционных фондов.

Цель диссертации состоит в исследовании характера и изменений структуры фондов накопления населения при переходе от централизованной системы хозяйствования к рыночной экономике и обобщения теоретической базы для разработки концепции рынка сбережений способного обеспечить привлечение в качестве инвестиций сбережения физических лиц.

Для достижения поставленной цели предусмотрено решение следующих задач:

-выработать авторское видение категории сбережений, а также уточнить понятие рынка сбережений;

-рассмотреть структуру фондов накопления населения и представить причины ее деформации;

-рассмотреть модель рынка сбережений в системе финансового рынка;

-выявить факторы, влияющие на перераспределение отчислений внутри фонда накопления населения в пользу инвестиционной составляющей;

-на основе анализа структуры сбережений населения и деятельности существующих форм коллективного инвестирования определить вероятные

тенденции формирования системы коллективного инвестирования в экономике России;

-рассмотреть виды рисков, связанных с инвестициями в паевые инвестиционные фонды и способы их снижения;

-предложить новую систему налогообложения ПИФов.

Объектом исследования является система экономических отношений, возникающих в процессе формирования населением фондов потребления и накопления и механизмы, позволяющие эффективно аккумулировать свободные денежные средства населения, с целью инвестирования их в реальный сектор экономики.

Предметом исследования являются теоретические и методические вопросы определения и оценки роли паевых инвестиционных фондов в системе инвестирования сбережений физических лиц.

В работе использованы разработанная в трудах отечественных и зарубежных ученых и специалистов теория формирования сбережений населением и законодательные акты Российской Федерации, указы Президента Российской Федерации, постановления и распоряжения Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России, письма Госналогслужбы Российской Федерации, материалы периодической печати, отчеты компаний, управляющих имуществом паевых инвестиционных фондов.

Экономический анализ отчетных данных проведен с применением статистических методов выборочного и сплошного наблюдения, сопоставления группировок, методов классификации и графических изображений.

Материалами, на основе которых была выполнена диссертационная работа, послужили результаты исследований, проведенных группой экспертов Челябинского РО ФКЦБ России, в которых автор принимал участие, а также исследование «Материальное положение и накопления городского населения России. Направления частных инвестиций и вкладов», данные информационно-аналитических бюллетеней, которые были переработаны диссертантом; фактологический материал по маркетингу услуг, оказываемых компаниями,

управляющими имуществом паевых фондов; информация о результатах опроса, проведенного Центром коллективных инвестиций среди клиентов в отношении факторов, оказавших воздействие на формирование их инвестиционных предпочтений в пользу паевых инвестиционных фондов; различные обзорные, статистические и справочные материалы, систематизированные и обработанные автором.

В процессе исследования получены следующие результаты, характеризующие научную новизну работы:

-представлена авторская классификация разновидностей доходов, составляющих совокупный (перманентный) доход, полученный домашним хозяйством в процессе жизнедеятельности, и предложена характеристика структуры фондов накопления населения;

-проанализирован перечень факторов, влияющих на формирование фондов потребления и накопления населения, и их последующую внутреннюю реструктуризацию;

-представлена оценка сложившейся структуры доходов и определены причины возникновения деформационных изменений;

-уточнена действующая модель финансового рынка с позиций существования рынка сбережений;

-разработана методика определения рерпезентативных данных о величине дохода, получаемого домашним хозяйством в процессе жизнедеятельности, с целью прогнозирования тенденций структурных изменений составляющих фонда накопления;

-предложена концепция развития отечественного рынка сбережений и определена структура форм коллективного инвестирования;

-представлен анализ причин неэффективности действующих форм коллективного инвестирования и обосновано использование в качестве одного из приоритетных институтов финансового рынка, позволяющего эффективно осуществлять переток капитала от мелких инвесторов к заемщикам - ПИФов;

-уточнена классификация рисков, связанных с инвестициями в паевые инвестиционные фонды и предложены способы их снижения;

- рекомендованы методы совершенствования системы налогообложения ПИФов и предложены формы финансовой отчетности, необходимые для их реализации;

В практической деятельности результаты диссертационной работы использованы при разработке программ реформирования региональных рынков сбережений в Челябинске, а также в Екатеринбурге и Перми.

Результаты диссертационной работы будут полезны для организации семинаров в рамках программы «Public education», проводимых под патронажем Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России.

Практическая значимость диссертационного исследования заключается в использовании полученных результатов при разработке программ подготовки специалистов по дисциплинам «Финансы денежное обращение и кредит», «Рынок ценных бумаг и биржевое дело», «Финансы», а также при подготовке лекционного курса «Рынок ценных бумаг» в рамках дополнительного образования, проводимого организациями, аккредитованными Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг России.

Основные выводы и рекомендации диссертационной работы прошли следующую апробацию:

-обсуждение на пяти научно-практических конференциях, проходивших в Екатеринбурге, Перми, Челябинске в 1996 -1998 г.г.;

-использование при подготовке и проведении семинара «Рынок ценных бумаг», организованного Челябинским региональным отделением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России;

-разработанная автором модель рынка сбережений использована при разработке «Программы развития рынка ценных бумаг Челябинской области», осуществленной Челябинским региональным отделением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России;

-используется в учебном процессе Южно-Уральского государственного университета.

По диссертации опубликовано девять научных работ общим объемом 1,9 п.л.

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

## Экономические основы сбережений

В настоящее время сбережения населения являются одним из перспективных и существенных источников финансовых ресурсов для эффективной реструктуризации и оздоровления отечественной экономики. Однако, сложности, связанные с аккумулированием сбережений, не позволяют задействовать их в реальном секторе экономики. В связи с этим многие субъекты хозяйственной деятельности, испытывая нехватку денежных средств, привлекают капиталы на зарубежных финансовых рынках.

В странах с устойчивой рыночной экономикой сбережениям отводится особая роль, поскольку, существует мнение, что экономический рост взаимосвязан с уровнем совокупных сбережений, а сам факт наличия сбережений - признак богатства страны . В связи с этим во многих странах существуют стимулы для создания сбережений, а также созданы механизмы, позволяющие аккумулировать и эффективно их использовать в экономике.

В России механизмы, которые позволяли бы эффективно осуществлять указанные процессы, к настоящему моменту окончательно не сформированы, не говоря уже о стимулах, побуждающих домашние хозяйства осуществлять свой выбор в пользу сбережения, а не потребления. Это связано с отсутствием традиции, теоретической и законодательной проработки проблемы частных инвестиций, обусловленной специфическим укладом нашей экономики, имевшим место в недалеком прошлом. Отсутствие альтернатив направления сбережений, в связи с существовавшей централизованной системой привлечения и (посредством Сберегательных касс) распределения полученных денежных ресурсов не позволяло говорить о какой - либо эффективности их использования.

В настоящее время использование сбережений населения в реальном секторе является одной из первостепенных задач при формировании устойчивой рыночной экономики. Указанное исходит из определения сбережений населения как одной из основных составляющих потенциала внутренних инвестиций, являющейся устойчивым к колебаниям мирового рынка капиталов источником свободных денежных средств. Под потенциалом внутренних инвестиций в настоящей работе понимается совокупность сбережений государства, предприятий и населения.

Величина и особенности аккумулирования сбережений населения России, позволяют говорить о возможности их использования в реальном секторе экономики посредством определенного механизма. Речь в данном случае идет о $70 млрд , находящихся в наличной форме на руках граждан, и не задействованных ни на финансовом рынке, ни в реальном секторе экономики, не говоря уже об их потере в результате инфляционного обесценения. Опыт зарубежных стран показывает, что наиболее оптимальным в достижении указанной цели является механизм коллективного инвестирования.

Приступая к исследованию экономических основ сбережений, сделаем следующее ограничение. В связи с тем, что в настоящей работе рассматриваются сбережения, созданные домашними хозяйствами, при употреблении термина частные сбережения мы будем понимать сбережения, созданные населением (не учитывая накоплений предприятий). Также в настоящей работе не исследуются сбережения государства. Указанное ограничение обусловлено тем, что, по экспертным оценкам, населению принадлежит значительная доля - около 83 % - в общем объеме совокупных сбережений России.

Под сбережениями в настоящей работе будем понимать свободные денежные средства, остающиеся после оплаты всех обязательных расходов и приобретения необходимых товаров. Аккумулированные сбережения частных лиц формируют фонд накопления населения

## Деформация рынка сбережений России

На основании выводов, сделанных в первом параграфе данной главы, в настоящее время фонды накопления населения России носят преимущественно краткосрочный характер, обусловленный приобретением в будущем определенных товаров и/или возникновением непредвиденных случаев, наступлением старости. Однако есть основания предполагать изменение структуры сбережений в сторону предпочтения инвестиционных форм хранения фондов накоплений в будущем. Наметившаяся тенденция увеличения сбережений населения, инвестированных в ценные бумаги, обусловлена:

1. Формированием нормативно - правовой базы, четко регламентирующей отношения между профессиональными участниками рынка ценных бумаг и населением. Речь в данном случае идет о принятии ряда базовых законов («Об

3 акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг» и т.д), а также постановлений органов исполнительной власти, регулирующих деятельность на рынке ценных бумаг.

2. Тенденциями, появившимися в экономики России - возможность экономического роста, снижение ставки рефинансирования, рост фондового индекса, формирование новых финансовых институтов и появление качественных финансовых инструментов.

3. Положительные тенденции, обусловленные положениями предыдущих факторов (законодательных, экономических), послужили причиной начала формирования нового менталитета населения России (веры в собственные силы, возможности достижения определенных профессиональных высот) и приобретения опыта, знаний, традиций в сфере эффективных форм аккумулирования сбережений.

Следовательно, причинами сложившейся в настоящее время неэффективной структуры фондов накопления населения (незначительная инвестиционная составляющая фонда накопления), по мнению автора, являются следующие:

1.Объективные (отсутствие четко регламентированной нормативно-правовой базы, соответствующих финансовых институтов (посредников), качественных финансовых инструментов).

Вследствие кризисной ситуации в России указанные тенденции оказались практически полностью нивелированы.

2.Субъективные (отсутствие традиций, знаний, отсутствие опыта, деформация рынка сбережений).

Деформация рынка сбережений, сформировавшаяся под воздействием перехода России к рыночным принципам построения экономики, состояла в увеличении фондов накопления за счет фондов потребления не в результате изменения величины и/или структуры дохода, а за счет экономии на потреблении, с целью увеличения дохода, получаемого от роста его сбереженной части. Указанный факт, по мнению автора, не является нормальным, поскольку

3 инвестировались не свободные денежные средства, а средства, полученные в результате реализации предметов, принадлежащих к категории первой необходимости (квартиры, земельные участки и т.п.). Следовательно, распределение дохода между фондами накопления и потребления исходило не из принципа первичности обеспечения обязательных потребностей домашнего хозяйства, а из возможности получения дохода на средства изъятые из потребления. Последнее противоречит определению сбережений как дохода, оставшегося после совершения всех обязательных платежей. В нашем случае имела место обратная ситуация - отчисление в фонд потребления дохода, оставшегося после осуществления накоплений, что позволяет, по мнению автора, говорить о деформационных изменениях в структуре отчислений в указанные фонды. Периодом деформационных сдвигов рынка сбережений России можно считать 1992 - 1995 года, которые характеризуются бурным развитием различных финансовых компаний, многие из которых по сути своей являлись ничем иным как финансовыми пирамидами.

## Механизм инвестирования ПИФов

До 1996 года в России не было создано адекватных форм накопления сбережений, отражающих наиболее насущные потребности широких средних (и ниже среднего) слоев населения. Выбор форм сбережений осуществлялся стихийно, население пользовалось либо традиционными формами (сберегательные счета), либо руководствовалось массовым сознанием (валюта, спекулятивные операции).

В настоящей работе было много сказано о величине фондов накоплений населения, однако следует помнить, что речь идет о массе простых граждан с минимальными накопленными суммами сбережений, то есть о крайне низкой концентрации сбережений. Сбор таких средств требует особых организационных форм, в основе которых лежит механизм коллективного инвестирования. В предыдущей главе нами было установлено, что наиболее приемлемыми из существующих в настоящее время институтов коллективного инвестирования для достижения указанных целей являются паевые инвестиционные фонды. Однако мы оговорили, что наличие ПИФов не является исчерпывающим на рынке сбережений, в связи с этим на основании результатов исследования было сделано предположение, что в качестве другой весомой составляющей в будущем будут выступать негосударственные пенсионные фонды.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) в России - это имущественный комплекс без образования юридического лица, являющийся объединением индивидуальных инвесторов с целью коллективного инвестирования денежных средств и получения дохода в виде прироста стоимости инвестиционных паев. Инвесторы (пайщики) ПИФа передают свои денежные средства в доверительное управление и, оставаясь их собственниками, получают право участвовать в прибылях (убытках) фонда. По сути, паевой фонд является неким аналогом «денежного мешка», приводимым в движение управляющей компанией.

Конструкция "без образования юридического лица" не позволяет пайщикам ПИФа рассчитывать ни на дивиденды, ни на проценты (в отличие от владельцев акций и облигаций компаний). Сказывается особенность инвестиционных паев: их владелец не наделен правом участвовать в управлении фондом (в отличие от владельцев акций АО), но может требовать от управляющей компании ПИФа выкупить принадлежащие ему паи. И она обязана это сделать.