

На правах рукописи

ВАЛИЕВА ОЛЬГА ВАЛЕРЬЕВНА

**ПЕРСПЕКТИВЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ФИНАНСОВЫХ
РЕСУРСОВ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ**

Специальность 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит»

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва - 2007

Диссертационная работа выполнена на кафедре «Финансы, денежное обращение и кредит» Государственного университета управления.

Научный руководитель: кандидат экономических наук,
доцент **Ревзон Оксана Анатольевна**

Официальные оппоненты: доктор экономических наук,
профессор **Павлова Лидия Петровна**

кандидат экономических наук
Лысов Евгений Александрович

Ведущая организация: **Всероссийский заочный
финансово-экономический институт**

Защита состоится «___» октября 2007 г. в ___ часов на заседании диссертационного совета Д 212.049.05 при Государственном университете управления по адресу: 109542, г. Москва, Рязанский проспект, д. 99, зал заседаний Ученого совета.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Государственного университета управления.

Автореферат разослан «___» сентября 2007 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета
кандидат экономических наук, доцент

Л.В. Токун

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ДИССЕРТАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Сохранение устойчивого экономического роста, наблюдаемого в последние годы в России, уже в недалеком будущем будет напрямую зависеть от изменения структуры российской экономики – перехода к её так называемой «инновационной» модели, основанной на развитии конкурентоспособных технологичных отраслей. При этом на смену старым, уходящим факторам роста энерго-сырьевой экономики должны прийти новые детерминанты экономического развития – национальная инновационная система, институты частно-государственного партнерства, мощная производственная инфраструктура и другие элементы современной высокоэффективной рыночной экономики.

Инновационный сценарий дальнейшего развития страны, разработанный Правительством РФ, ориентируется на интенсивные темпы формирования новых факторов роста, что обязательно предполагает интенсивный рост инвестиций и ускорение развития всех ведущих секторов экономики – машиностроения, агропромышленного, нефтегазового и лесохимического комплексов, транспорта и строительства.

Очевидно, что одним из условий активизации новых факторов роста, эффективного использования возможностей инновационного развития, а также повышения конкурентоспособности российского бизнеса станет обеспечение хозяйствующих субъектов необходимым объемом финансовых ресурсов. В указанных условиях удовлетворить соответствующий спрос, полагаясь только на бюджетную систему и банковский сектор, не представляется возможным.

Основным источником внешнего финансирования субъектов хозяйствования служит часть общественного дохода, не направленного на потребление, а накапливаемого в виде сбережений. Население при этом традиционно остается слабо задействованным в осуществлении прямых инвестиций в реальный сектор, поэтому перенаправление средств граждан в фонды развития предприятий происходит преимущественно путем аккумуляции и концентрации этих денежных средств у финансовых посредников и их последующей передачи реальным инвесторам. В большинстве стран с развитой рыночной экономикой указанные функции выполняют, главным образом, институты коллективного инвестирования.

В России пока единственным коллективным инвестором инвестиционного типа, чья деятельность характеризуется проработанной законодательной базой, созданными условиями защиты средств инвесторов от неправомерных действий управляющего, а также стандартными правилами функционирования, стали паевые инвестиционные фонды (ПИФы).

Будучи ориентированными на привлечение массового инвестора, паевые фонды представляют собой один из самых перспективных рычагов активизации инвестиционного процесса в стране. Посредством него в хозяйственный оборот могут быть вовлечены сбережения населения – мощный и пока мало задействованный в экономике источник финансовых ресурсов.

Стоящие перед государством задачи сохранения темпов экономического роста и создания инновационной основы экономики определяют

необходимость использования указанного потенциала паевых фондов не только в привлечении свободных денежных средств предприятий и населения на вторичный рынок ценных бумаг, но также и в прямом финансировании развития высокотехнологичных производств, устранении инфраструктурных ограничений роста экономики и повышении благосостояния граждан.

Таким образом, актуальность развития соответствующих направлений использования денежных средств паевых фондов объясняется наличием вполне определенных условий:

- процесс создания инновационной основы российской экономики требует привлечения в реальный сектор дополнительных инвестиционных ресурсов;
- значительный объем денежных средств, накапливаемых преимущественно в виде сбережений населения, остается практически незадействованным в экономике;
- паевые инвестиционные фонды являются на данный момент единственной в России формой осуществления коллективных инвестиций, доступной для широкого круга инвесторов и способной вовлечь в хозяйственный оборот значительные средства граждан.

Данные предпосылки указывают на необходимость определения перспектив использования средств паевых фондов в финансовом обеспечении создаваемой инновационной экономики и выявления возможных направлений такого использования.

Степень разработанности темы исследования. Цели и функции финансового посредничества, роль финансовых посредников в социально-экономическом развитии общества были подробно рассмотрены в научных трудах таких зарубежных исследователей, как А. Пигу, Р. Голдсмит, Дж. Герли, Е. Шоу, У. Зилбер, Х. Патрик, Б. Фридман, У. Шарп. Работы указанных авторов, хотя и дают общее представление о назначении паевых фондов как одного из видов финансовых посредников, не отражают при этом специфики их деятельности.

Непосредственно вопросам функционирования паевых инвестиционных фондов посвящены опубликованные научные работы отечественных авторов: В.В. Булатова, В.Д. Миловидова, Я.М. Миркина, Э.А. Мусаева, Е.Ф. Жукова, М.Е. Капитана, Д.С. Барановского, Ю.Б. Рубинина, В.И. Солдаткина, Г.П. Лузина, Г.В. Кобылинской, З.В. Макаrchука, Е.И. Мельниковой, И.П. Литвинцева, Д.Н. Муханова, А.А. Филатова. Несмотря на свою бесспорную научную ценность и практическую значимость, указанные работы, тем не менее, не исследуют потенциал паевых инвестиционных фондов в контексте современных меняющихся экономических и социально-политических условий, перспективы его применения в обеспечении финансовой основы инновационного роста российской экономики и решении социальных задач.

Наиболее приблизились к изучению новых направлений инвестирования средств паевых инвестиционных фондов в своих работах такие отечественные авторы, как: А.А. Борочкин, Е.А. Жук, А.А. Пчелинцев, О.А. Секретарева, Е.Ю. Складов, А.Я. Скоморохин, М.Г. Тяжлов.

Вместе с тем системный анализ возможностей паевых фондов в активизации инвестиционных процессов в российской экономике, теоретические разработки и практические рекомендации по расширению сферы применения финансовых ресурсов паевых фондов за пределами вторичного фондового рынка не получили достаточного развития в современной России (следует оговориться, что в данном случае под «финансовыми ресурсами паевых фондов», прежде всего, понимаются денежные средства, составляющие имущество паевого фонда).

Также до настоящего момента остается актуальным вопрос об экономической сущности понятия «паевой фонд». Исходя из этого по-разному определяются функции паевых фондов и потенциал повышения их роли в распределительных процессах в экономике. Соответственно представление о возможностях паевых фондов и перспективах использования их финансовых ресурсов остается фрагментарным.

Таким образом, существует потребность в системном изучении экономической сущности и функций паевых инвестиционных фондов, их роли и места в российской финансово-кредитной системе, современных тенденций развития, на основании результатов которого могут быть выделены перспективные направления инвестирования их активов.

Цели и задачи исследования. Целью диссертационного исследования является научное обоснование теоретических положений об использовании средств паевых инвестиционных фондов в обеспечении дальнейшего развития экономики, а также разработка методических рекомендаций по реализации возможных направлений такого использования.

В соответствии с указанной целью в диссертационной работе поставлены следующие основные задачи:

- обосновать теоретический подход к характеристике паевого инвестиционного фонда как экономической категории, в частности: выявить механизм реализации функций финансов в процессе функционирования ПИФов, выделить функции ПИФов, определить положение паевых инвестиционных фондов в системе финансового механизма инвестирования;

- определить место паевых инвестиционных фондов в российской финансово-кредитной системе и исходя из этого уточнить экономическую сущность понятия «паевой инвестиционный фонд»;

- изучить опыт работы зарубежных инвестиционных фондов и определить возможности его применения в развитии российского рынка паевых фондов;

- выявить тенденции развития современного рынка паевых фондов в России на основе определения характерных особенностей функционирования ПИФов различных видов и анализа итогов их деятельности за последние несколько лет;

- рассмотреть возможность повышения роли закрытых ипотечных фондов в рефинансировании ипотечных кредитов за счет оптимизации управления денежными потоками ипотечных ПИФов и повышения ликвидности вложений в фонды данной категории;

- выявить перспективы участия паевых инвестиционных фондов в инвестировании пенсионных накоплений и перенаправлении последних из сферы вторичного фондового рынка в проекты реального сектора экономики;

- обосновать системный подход к принятию мер, направленных на обеспечение сохранности вложений в паевые фонды и повышение доверия граждан к данной форме инвестирования, предложить методические рекомендации по реализации таких мер.

Объектом исследования в работе выступают финансовые отношения, возникающие в связи функционированием паевых инвестиционных фондов.

Предметом исследования являются перспективные направления использования финансовых ресурсов паевых инвестиционных фондов в наиболее важных для развития отечественной экономики областях, а также разработка возможных механизмов такого использования.

Теоретическую и методологическую основу исследования составляют положения, изложенные в работах отечественных и зарубежных авторов, посвященные вопросам функционирования паевых инвестиционных фондов, изучению проблем в области инвестиций, финансового посредничества и функционирования финансовых рынков; публикации в специализированных периодических изданиях по изучаемой проблематике, законодательные и нормативные акты Правительства Российской Федерации, нормативные акты Министерства финансов Российской Федерации, Федеральной службы по финансовым рынкам, Федеральной налоговой службы, а также статистические данные и материалы научного характера, полученные в сети Интернет.

В ходе работы над диссертацией были использованы системный подход, метод научной абстракции, методы исторического, сравнительного и логического анализа, методы экономико-статистического и факторного анализа, метод моделирования экономических процессов, метод экспертных оценок.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в том, что на основе уточнения понятийного аппарата и других теоретических аспектов деятельности паевых инвестиционных фондов более глубоко была рассмотрена их роль в осуществлении процессов перераспределения финансовых ресурсов в экономике. Это позволило определить возможные перспективы использования средств паевых фондов и выработать методические рекомендации по созданию и развитию паевых фондов соответствующей специализации, направленные на активизацию инвестиционных процессов в приоритетных сферах отечественной экономики.

Основные научные результаты, полученные лично автором и выносимые на защиту:

- 1) Обоснован теоретический подход к определению экономической сущности и характеристике паевых инвестиционных фондов, позволяющий оценить их роль в распределительных процессах в экономике:

- определен механизм реализации функций финансов в процессе функционирования ПИФов и выделены специфические функции паевых инвестиционных фондов;

- обосновано положение паевых инвестиционных фондов в системе финансового механизма инвестирования: инвестирование в паевой фонд определено как метод реализации финансового механизма инвестирования с соответствующим ему набором финансовых рычагов, правовым, нормативным и информационным обеспечением;

- предложено определение понятия «паевой инвестиционный фонд», отражающее содержание предметной деятельности ПИФов и их место в финансово-кредитной системе; обосновано положение о том, что структурно паевые фонды следует относить к числу институциональных образований, осуществляющих свою деятельность на финансовом рынке.

2) Определены ориентиры для дальнейшего совершенствования принципов функционирования отечественных паевых фондов исходя из выявленных характеристик работы их зарубежных аналогов. В качестве таких ориентиров могут быть использованы следующие особенности работы зарубежных фондов: высокая степень ликвидности вложений, в том числе в закрытые фонды; обеспечение владельцев паев закрытых фондов ряда категорий фиксированным доходом, что делает их привлекательными для массового инвестора; присутствие в работе отдельных фондов условий, предусматривающих обязательный характер выплаты инвестору основной инвестированной суммы; возможность инвесторов осуществлять право голоса при принятии решений, наиболее важных для управления фондом; высокая степень информационной прозрачности и широкий спектр предлагаемых условий инвестирования.

3) Обоснован потенциал паевых инвестиционных фондов в привлечении дополнительных финансовых ресурсов в экономику исходя из выявленных характерных особенностей функционирования ПИФов различных видов и анализа тенденций их развития за последние несколько лет. Было установлено, что все более активное распространение получают закрытые паевые фонды, предназначенные для прямого финансирования инвестиционных проектов. При этом активизация притока средств в паевые фонды может быть обеспечена как за счет изменения структуры сбережений населения (сокращения таких её сегментов, как средства в валюте и наличные деньги на руках), так и за счет изменения структуры финансовых вложений организаций.

4) Составлена расширенная классификация закрытых ипотечных паевых инвестиционных фондов, позволяющая выделить в обобщенном виде различные модели управления денежными потоками ипотечного фонда, для которых характерны различные длительность и порядок организации процесса рефинансирования ипотечных кредитов за счет средств инвесторов фонда.

5) Предложены методические рекомендации по совершенствованию управления денежными потоками закрытых ипотечных фондов. В частности разработана модель функционирования «гибридного» ипотечного паевого фонда, предусматривающая как постепенный возврат инвестору части вложенных им средств по мере погашения рефинансируемых ипотечных кредитов, так и реинвестирование этих средств в соответствии с решением

инвестора, и позволяющая тем самым повысить ликвидность вложений в фонды данной категории.

6) Разработана модель финансирования крупных проектов по развитию производственной инфраструктуры за счет объединения в паевых фондах специализированной направленности средств пенсионных накоплений и частного капитала. Предполагается, что реализация указанного предложения позволит повысить эффективность использования средств пенсионных накоплений, привлечь частный капитал на обновление инфраструктуры и обеспечить финансирование таких проектов вне зависимости от бюджетных процессов.

7) Обоснован системный подход к реализации мер, направленных на обеспечение сохранности вложений в паевые фонды. В рамках этого подхода предложены меры, предполагающие деятельность управляющих компаний по повышению ликвидности вложений в ПИФы и хеджированию рыночных рисков, введение дополнительной ответственности управляющих компаний за результаты управления, а также возможное предоставление гарантий государства на возврат денежных средств, инвестированных в паевые фонды определенной специализации (вкладываемых средства в развитие приоритетных для экономики отраслей). В качестве альтернативы бюджетному финансированию таких отраслей предложен механизм их поддержки, основанный на предоставлении государственных гарантий доходности паевых фондов, вкладываемых средства в развитие предприятий указанных отраслей.

Теоретическая и практическая значимость работы заключается в том, что её результаты могут быть использованы органами государственной власти в совершенствовании норм регулирования работы паевых фондов, в определении дальнейших направлений развития финансового рынка и положений по повышению эффективности инвестиционной деятельности в РФ; а также управляющими компаниями и их партнерами, ориентированными на постоянное внедрение инноваций в практике работы паевых фондов.

Представленные в диссертационном исследовании положения, выводы и рекомендации уточняют и обосновывают теоретическую базу для дальнейшего исследования вопросов функционирования паевых инвестиционных фондов и развития области инвестирования их активов.

Апробация результатов исследования. Ряд предложенных автором мер по обеспечению сохранности вложений в паевые фонды, направленных на повышение их ликвидности, используется компанией ЗАО «3D», входящей в группу компаний «Тройка Диалог», в работе по совершенствованию условий инвестирования в паевые фонды «Тройка Диалог».

Основные научные положения, выводы и рекомендации, содержащиеся в диссертации, обсуждались на семинарах и научно-практических конференциях, проходивших в Москве в 2005-2007 гг.: 20-ой Всероссийской научной конференции молодых ученых и студентов «Реформы в России и проблемы управления», ГУУ, 2005 г.; 21-ой Всероссийской научной конференции молодых ученых и студентов «Реформы в России и проблемы управления», ГУУ, 2006 г.; 11-ой международной научно-практической конференции

«Актуальные проблемы управления – 2006», 15-ом Всероссийском студенческом семинаре «Проблемы управления – 2007».

Результаты диссертационного исследования изложены в семи научных публикациях общим объемом 1,8 п.л., одна из которых опубликована в издании, рецензируемом ВАК Министерства образования и науки РФ.

Логика и структура диссертации определены поставленными целями и задачами диссертационного исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Во **введении** обоснована актуальность темы диссертационного исследования, раскрыто общее состояние проблемы и степень её проработанности, сформулированы цель и задачи исследования, определены объект и предмет исследования.

Первая глава диссертационного исследования «**Теоретические аспекты функционирования паевых инвестиционных фондов**» посвящена обоснованию роли паевых инвестиционных фондов в распределении финансовых ресурсов, рассмотрению их места в российской финансово-кредитной системе, а также изучению особенностей функционирования отечественных паевых фондов и их зарубежных аналогов различных видов.

Для России паевые инвестиционные фонды являются относительно новым явлением, вследствие чего однозначный научный подход к характеристике данного понятия в отечественной экономической школе пока не сформирован. Можно выделить два основных направления в определении экономической сущности паевых фондов, в соответствии с которыми ПИФы относят либо к категории финансовых институтов, либо к категории финансовых инструментов. Очевидно, что в рамках этих двух подходов паевым фондам отводится различная роль в процессах перераспределения финансовых ресурсов в экономике, равно как и место в финансово-кредитной системе.

В отсутствие однозначной трактовки понятия «паевой фонд» в работах отечественных экономистов, в качестве теоретической основы для определения роли паевых фондов в перераспределении финансовых ресурсов были использованы положения теории финансового посредничества, что позволило выявить ярко выраженный социально-экономический эффект, достигаемый за счет деятельности финансовых посредников, в том числе паевых инвестиционных фондов.

Механизм реализации функций финансов в процессе функционирования паевых фондов определен посредством рассмотрения участия паевых фондов в распределительных процессах в экономике (рис. 1) и выявления соответствующих специфических функций паевых фондов (табл. 1).

Реализация распределительной функции в процессе функционирования паевого фонда заключается в том, что его деятельность непосредственно способствует перераспределению частных сбережений на развитие различных

отраслей народного хозяйства. Паевой фонд аккумулирует сбережения населения и свободные денежные средства предприятий, после чего трансформирует привлеченные средства в инвестиции, передавая их в виде акционерного или заемного капитала реальным инвесторам или выступая в роли реального инвестора самостоятельно.

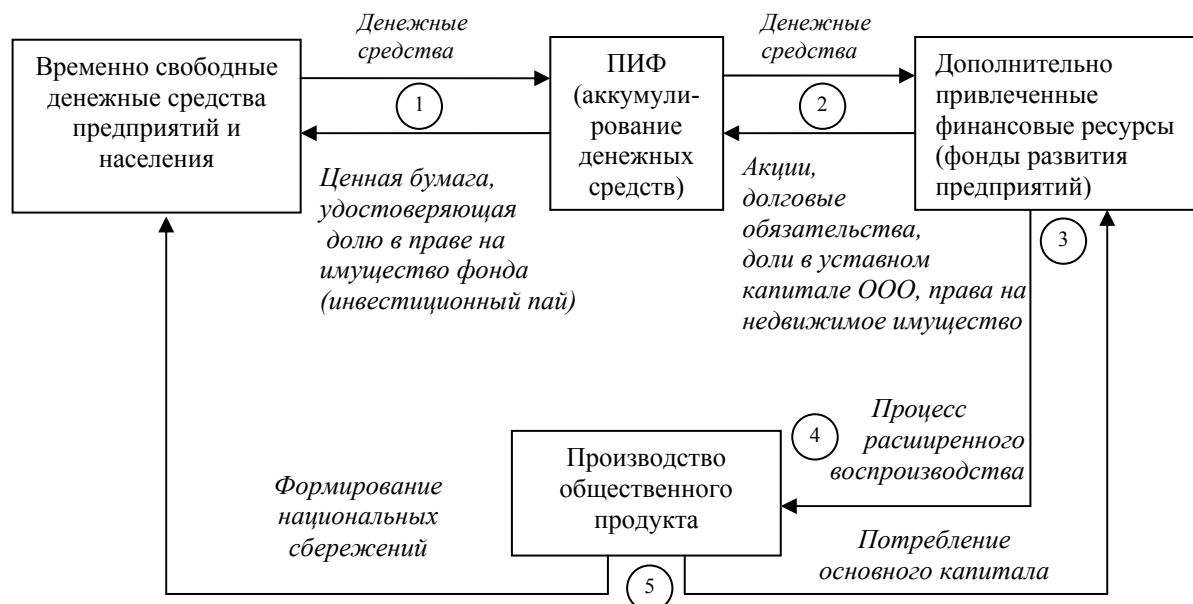


Рис. 1. Участие ПИФа в перераспределении денежных доходов в процессе расширенного воспроизводства.

Источник: Составлен автором

Таблица 1

Функции паевых инвестиционных фондов.

Направленные на реализацию распределительных процессов в экономике	Направленные на осуществление контроля за инвестициями
1. Вовлечение в оборот незадействованных финансовых ресурсов.	1. Стимулирование населения к опосредованному владению наиболее доходными видами активов (ценных бумаг, недвижимости и проч.).
2. Предложение на рынке финансовых услуг «доступного» доверительного управления (за счет экономии на масштабах операций) и вовлечение населения в механизм рыночных процессов.	
3. Объединение мелких разрозненных накоплений множества субъектов хозяйствования.	2. Снижение инвестиционных рисков за счет диверсификации вложений и законодательного закрепления списка разрешенных объектов инвестирования.
4. Создание дифференцированной по направлениям инвестирования системы «вторичных обязательств», учитывающей различия инвестиционных предпочтений владельцев привлеченных средств.	
5. Осуществление целенаправленной и профессиональной инвестиционной деятельности.	3. Защита инвесторов от недобросовестных действий управляющего на основе функционирования многоуровневой и многозвенной системы контроля за использованием имущества, переданного в доверительное управление.
6. Перераспределение финансовых ресурсов в новые, более эффективные сферы хозяйствования; межотраслевой перелив капитала.	
7. Стимулирование совокупного спроса и деловой активности за счет обеспечения экономики дополнительными финансовыми ресурсами.	

Источник: Составлена автором

С функционированием паевого фонда также связана контрольная функция финансов, которая в данном случае реализуется как функция контроля за инвестициями. Осуществление данной функции связано как с контролем рублем, направленным на обеспечение рационального использования денежных средств фонда, т.е. на их вложение в наиболее эффективные предприятия, так и с деятельностью специализированных агентов контроля за работой паевых фондов.

Инвестирование в паевой инвестиционный фонд было определено как метод реализации финансового механизма инвестирования с соответствующим ему набором финансовых рычагов, правовым, нормативным и информационным обеспечением (табл. 2).

Таблица 2

Инвестирование в ПИФ как метод реализации финансового механизма инвестирования.

Финансовый метод	Финансовые рычаги	Правовое обеспечение	Нормативное обеспечение	Информационное обеспечение
Инвестирование в паевой инвестиционный фонд	1. Ограничение возможных видов активов фонда 2. Ограничения в отношении структуры активов фонда 3. Порядок погашения паев в зависимости от типа фонда 4. Ограничение размеров комиссионного вознаграждения управляющей компании, скидок и надбавок 5. Инвестиционная стратегия фонда 6. Инвестиционная тактика фонда и др.	1. Гражданский кодекс РФ 2. ФЗ «Об инвестиционных фондах» 3. ФЗ «О рынке ценных бумаг» 4. Правила фонда 5. Инвестиционная декларация фонда и др.	1. Нормативные документы, издаваемые Правительством РФ, Минфином РФ 2. Приказы ФСФР РФ 3. Письма ФНС РФ 4. Положение об инвестиционном комитете управляющей компании и др.	1. Справка о составе и структуре активов фонда 2. Изменения, вносимые в правила и инвестиционную декларацию фонда 3. Объявление о начале и окончании первичного размещения паев 4. Анализ динамики курсов ценных бумаг, состояния рынка недвижимости, финансового состояния предприятий 5. Анализ ликвидности различных видов активов и проч.

Источник: Составлена автором

Сформулированный теоретический подход к характеристике паевых фондов, а также результаты изучения особенностей нормативно-правового регулирования их деятельности и соотнесения этих особенностей с практикой работы ПИФов указывают на то, что паевые инвестиционные фонды могут быть рассмотрены не только как форма вложения временно свободных денежных средств организаций и населения, но и как уникальный финансовый институт, созданный для привлечения в хозяйственный оборот внутренних финансовых ресурсов и способный обеспечивать наиболее перспективные направления их использования.

Исходя из этого, дано определение исследуемого понятия. Паевой фонд предлагается рассматривать как финансовый институт, функционирующий на основе договорных отношений, которые в своем комплексе образуют особую организационную структуру; данный финансовый институт объединяет в себе

свойства модели доверительного управления имуществом и долевого участия в финансировании других предприятий на коллективной основе посредством проведения операций на открытых рынках капитала.

Перспективы развития данного финансового института в России оценивались в работе в том числе исходя из опыта развития аналогичных форм инвестирования за рубежом, в частности в США. Было установлено, что в качестве ориентиров для дальнейшего совершенствования принципов работы отечественных фондов, могут быть использованы следующие характеристики их американских аналогов:

- высокая степень ликвидности вложений в фонды, в том числе закрытые;
- привлекательные для массового инвестора условия вложений в закрытые фонды некоторых видов (в частности публичные трасты по инвестированию в объекты недвижимости, паи которых приобретаются инвесторами как источник фиксированных доходов);
- присутствие в работе отдельных фондов условий, предусматривающих обязательный характер выплаты инвестору основной инвестированной суммы (компания сертификатов с номинальной стоимостью);
- возможность инвесторов осуществлять право голоса при принятии решений, наиболее важных для управления фондом;
- высокая степень информационной прозрачности работы фондов;
- широкий спектр предлагаемых условий инвестирования, основанный на многообразии инвестиционных фондов различных видов и конкуренции управляющих компаний.

В России на настоящий момент свою практическую деятельность осуществляют фонды всех категорий, предусмотренных действующим законодательством. При этом для населения наиболее привлекательными и доступными являются открытые и интервальные фонды акций, облигаций и смешанных фондов. Институциональные инвесторы специализируются на вложениях в закрытые фонды недвижимости, фонды венчурных (особо рискованных) инвестиций и фонды прямых инвестиций. Также перспективным является направление деятельности закрытых ипотечных фондов. Инвестирование средств в закрытые фонды, в особенности венчурные фонды, фонды недвижимости и прямых инвестиций, открывает широкие возможности в финансировании предприятий реального сектора. В данном случае важным представляется то, что паевой фонд как финансовый институт предоставляет возможности реализации комбинированных форм финансирования – кредитования, инвестиций в акционерный капитал, проектного финансирования, что позволяет поддерживать уровень ликвидности активов ПИФа на необходимом уровне.

Во второй главе диссертации «Тенденции развития современного рынка паевых инвестиционных фондов в России» исследуются макроэкономические предпосылки дальнейшего развития паевых инвестиционных фондов, оцениваются итоги их развития за пятилетний период (с 2002 по 2006 гг.), а также проводится сравнительный анализ доходности паевых инвестиционных фондов и альтернативных форм вложения средств.

Было установлено, что основными предпосылками дальнейшей активизации вложений средств населения в паевые фонды будут являться: сохраняющиеся на высоком уровне темпы роста денежной массы, рост реальных располагаемых денежных доходов населения и необходимость перенаправления части этих доходов из сферы конечного потребления в сферу инвестиций для снижения инфляционного давления на экономику.

Проведенный анализ предпосылок развития паевых фондов и итогов деятельности ПИФов за последние несколько лет позволил сделать следующие выводы:

1) Наблюдавшийся с 2003 по 2006 гг. динамичный рост активов ПИФов в масштабах экономики создал условия для повышения роли паевых фондов как института финансового рынка, способного аккумулировать значительные средства предприятий и населения для их дальнейшего перенаправления в качестве инвестиционных ресурсов на развитие экономики (рис. 2).

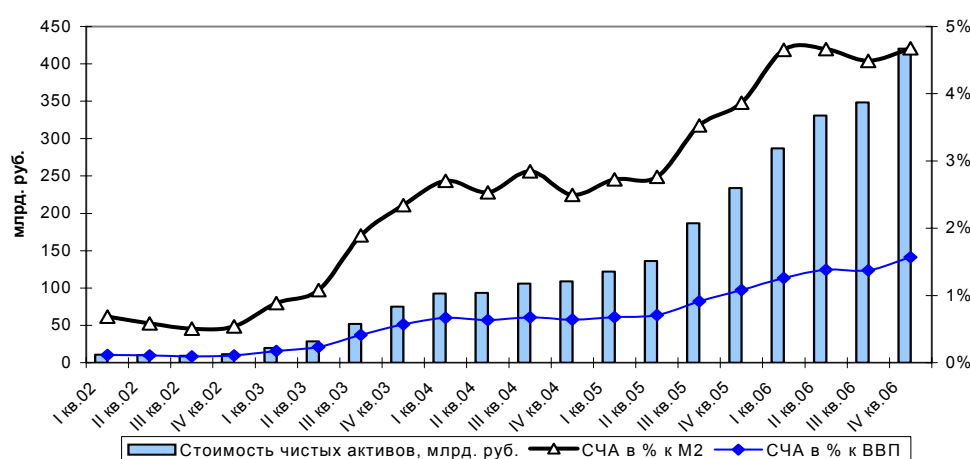


Рис. 2. Рост активов ПИФов в масштабах экономики.

Источник: Составлен автором на основе данных Центрального банка РФ, Росстата и информационного портала www.investfunds.ru

2) На настоящий момент доля активов ПИФов в структуре финансовых вложений организаций остается весьма незначительной, что определяет возможность развития соответствующего направления инвестиций корпораций. Отношение стоимости чистых активов (СЧА) закрытых паевых фондов к общему объему финансовых вложений организаций приведено в табл. 3.

Таблица 3

Динамика отношения СЧА закрытых ПИФов к общему объему финансовых вложений организаций.

Показатель	2003	2004	2005	2006
СЧА ЗПИФ, млн. руб	51 948	72 318	164 098	269 760
Финансовые вложения организаций, млн.рублей	3 390 515	4 867 610	9 209 175	14 395 000
СЧА ЗПИФ в % к объему финансовых вложений организаций	1,53%	1,49%	1,78%	1,87%

Источник: Составлена автором на основе данных Росстата и информационного портала www.investfunds.ru

3) Наиболее существенным с точки зрения привлечения незадействованных в хозяйственном обороте, но при этом весьма значительных по своему объему ресурсов, является потенциал направления в паевые фонды сбережений населения.

Наиболее значителен потенциал перенаправления в паевые фонды финансовых ресурсов из таких сегментов сбережений населения, как средства в валюте и наличные деньги на руках, доля которых в общей структуре использования денежных доходов населения остается весьма существенной. Так, на покупку валюты и прирост денег на руках у населения в совокупности в 2005 г. приходилось 10% от общего объема денежных доходов населения, т.е. порядка 1366,78 млрд. руб.).

На примере открытых и интервальных фондов было показано, что до настоящего времени средняя годовая доходность по каждой из основных категорий паевых фондов (фондов акций, облигаций и смешанных инвестиций) за анализируемый период с 2002 по 2006 гг. превышала уровень инфляции и оказывалась выше доходности таких альтернативных форм вложения средств, как банковские депозиты и вложения в валюту.

Средняя доходность общих фондов банковского управления (ОФБУ) превосходила соответствующий показатель работы только ПИФов облигаций в 2005 и 2006 гг. Тем не менее, ОФБУ не могут рассматриваться в качестве полноценной альтернативы паевым фондам в силу гораздо большей степени рискованности таких вложений, высокого «входного порога», исключаяющего возможность привлечения массового инвестора, а также не достаточно развитой системы контроля за их деятельностью.

Средняя годовая доходность по группе фондов облигаций до настоящего времени превышала доходность депозитов физических лиц сроком до 1 года. Вместе с тем, доходность паевых фондов облигаций продолжает неуклонно снижаться (рис. 3), лишь на 0,57% превысив уровень инфляции в 2006 г.

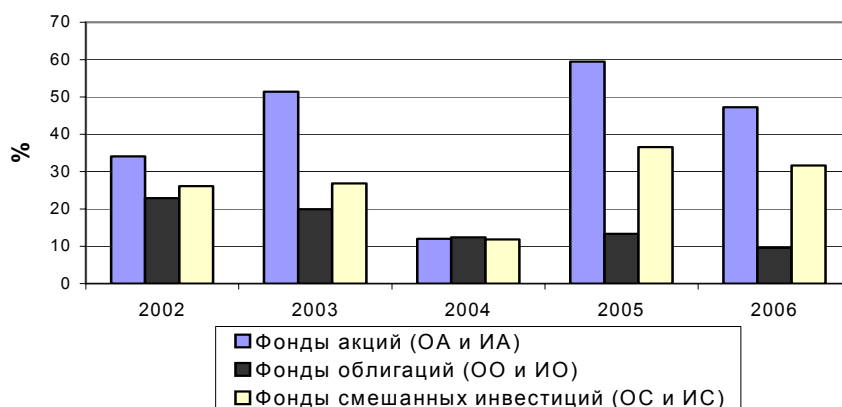


Рис. 3. Доходность рынка паевых фондов в 2002-2006 гг. (средняя по группам фондов за год).

Источник: Составлен автором на основе данных Национальной лиги управляющих и информационного портала www.investfunds.ru

Указанная тенденция является неизбежной в свете процессов укрепления рубля, повышения инвестиционных рейтингов РФ и общего экономического роста, что обуславливает необходимость поиска альтернативных долговых бумаг, способных обеспечить более высокую доходность консервативных фондов.

Исходя из того, что наблюдаемая высокая доходность подавляющего большинства паевых фондов акций и смешанных инвестиций, главным образом, обусловлена стремительным ростом российских фондовых индексов, имеющим временный характер, была установлена необходимость развития сегмента таких фондов, стоимость активов которых не коррелирует с доходностью фондовых индексов.

В качестве потенциально возможных объектов инвестирования такого рода, способных при этом показывать реальную доходность, были определены долговые ценные бумаги, альтернативные государственным и корпоративным облигациям - ипотечные ценные бумаги и закладные по ипотечным кредитам; объекты недвижимости, а также ценные бумаги, эмитированные с целью привлечения проектного финансирования в предприятия реального сектора.

Указанные инструменты на настоящий момент являются доступными лишь в качестве активов закрытых паевых фондов. И хотя в отличие от открытых и интервальных фондов, закрытые ПИФы ориентированы, преимущественно, на крупных профессиональных инвесторов, начиная с 2005 г. отмечается активный рост их числа. Постепенно сокращается доля СЧА фондов акций за счет роста СЧА новых категорий фондов, в первую очередь, закрытых фондов недвижимости и прямых инвестиций (доля СЧА фондов акций, фондов недвижимости и фондов прямых инвестиций в общей СЧА фондов всех категорий составила на конец 2006 г. – 47,8%, 16,8% и 16,4% соответственно).

Исходя из зарубежного опыта функционирования паевых фондов, было выдвинуто предположение о том, что при условии снижения «входного порога» в такие фонды, повышения ликвидности вложений пайщиков, обеспечения сохранности вложенных средств и положительной реальной доходности, закрытые фонды могут привлечь в реальный сектор экономики также и средства населения.

Выявленный потенциал привлечения сбережений населения в паевые фонды, а также необходимость восполнения недостатка инвестиционных ресурсов в реальном секторе, в особенности в решении таких задач, как модернизация и развитие высокотехнологичных промышленных производств, а также устранение инфраструктурных ограничений роста, позволили сделать вывод о необходимости поиска и развития новых направлений инвестирования средств, вкладываемых в паевые фонды.

В третьей главе диссертационного исследования **«Новые направления инвестирования средств паевых инвестиционных фондов»** выдвигаются методические рекомендации, направленные на развитие инвестиционной деятельности паевых инвестиционных фондов в сфере рефинансирования

ипотечных кредитов, реализации крупных проектов по развитию инфраструктуры с привлечением пенсионных накоплений, а также на повышение сохранности вложенных в паевые фонды финансовых ресурсов.

Ипотечные паевые фонды, приобретая права требования по ипотечным кредитам, обеспеченные залоговыми, способны облегчить нагрузку на банковский сектор, создавая предпосылки для «смягчения» условий ипотечного кредитования и тем самым косвенно способствуя развитию ипотеки в целом. Активизировать привлечение средств в ипотечные фонды возможно в результате совершенствования управления денежными потоками ипотечного фонда и повышения ликвидности вложений в фонды данной категории.

Исходя из этого была предложена модель функционирования «гибридных» ипотечных паевых фондов, предусматривающая предоставление инвесторам права выбора в отношении дальнейшего распоряжения вложенными в фонд средствами по мере их «возврата» в фонд до момента его прекращения. Эти средства могут постепенно возвращаться инвестору по мере того, как погашается основной долг по ипотечному кредиту. Возврат вложенного капитала в таком случае мог бы осуществляться в виде частичного выкупа паев по оферте управляющей компании. В случае отказа пайщика от принятия оферты, средства подлежали бы реинвестированию в новые залоговые.

Дополнительным преимуществом таких фондов может стать их способность обеспечивать пайщиков дифференцированным в зависимости от принятых решений о реинвестировании средств уровнем инвестиционного дохода. В связи с этим в диссертационном исследовании предложено два возможных варианта реализации указанного преимущества – посредством индивидуализации паев и выделения групп пайщиков, принимающих аналогичные инвестиционные решения, а также посредством автоматического конвертирования процентов, полученных вследствие реинвестирования, в дополнительные инвестиционные паи с последующей их передачей пайщикам, реинвестировавшим свой капитал.

Для уменьшения риска снижения стоимости активов фонда к моменту его завершения и максимизации дохода пайщиков также были предложены методические рекомендации по созданию ипотечных фондов с амортизацией суммы основного долга по ипотечному кредиту и одновременным реинвестированием процентов по нему.

На основе выделения новых, потенциально возможных для создания видов ипотечных паевых фондов, была предложена их расширенная классификация, составленная исходя из рассмотрения возможных направлений использования денежных средств, поступающих в фонд в результате погашения рефинансируемых ипотечных кредитов (табл. 4).

Классификация ипотечных паевых инвестиционных фондов.

Основания классификации			2. Направление использования процентов по кредиту	
			2.1. Денежные средства выплачиваются пайщику	2.2. Денежные средства реинвестируются в новые закладные
1. Направление использования погашенной суммы основного долга (части долга)	1.1. Денежные средства выплачиваются пайщику («Амортизируемые» ПИФы)	1.1.1. Только посредством выплаты промежуточного дохода	«Гранзитные» ПИФы Вся сумма поступивших платежей выплачивается пайщику в качестве инвестиционного дохода.	□
		1.1.2. Только посредством частичного погашения паев	«Погашаемые» ПИФы Поступившие в составе платежей проценты выплачиваются пайщику в виде промежуточного дохода, также происходит частичное погашение паев на сумму возврата основного долга.	«Амортизируемые ПИФы с реинвестированием дохода»* Поступившие в составе платежей проценты реинвестируются, также происходит частичное погашение паев на сумму возврата основного долга.
	1.2. Возможно сочетание операций по выплате средств и их реинвестированию («Гибридные» ПИФы)		«Гибридные» ПИФы* Погашение паев осуществляется по ofercie управляющей компании и не является обязательным для пайщика. Средства фонда, «не востребовавшиеся» для погашения паев, подлежат реинвестированию. Поступившие проценты по кредиту выплачиваются пайщику в виде промежуточного дохода.	□
	1.3. Денежные средства реинвестируются в новые закладные («Возобновляемые» ПИФы)		«Стационарные» ПИФы Поступившие проценты по кредиту выплачиваются пайщику в виде промежуточного дохода, на сумму погашения основного долга приобретаются новые закладные.	«Растущие» ПИФы Вся сумма поступивших платежей по кредиту используется для приобретения новых закладных, пайщик не получает промежуточного дохода.

* - Указанные виды выделены автором

Источник: Составлена автором с использованием материалов публикации Склярова Е., Скоморохина А. Ипотечные ПИФы как инструмент рефинансирования: тенденции и прогнозы. // Рынок ценных бумаг. – 2006. - № 17.

Представленная классификация позволяет дифференцировать различные схемы работы ипотечных ПИФов в зависимости от того, каким образом решается вопрос об использовании двух ключевых составляющих денежного притока в фонде – погашенной части основного долга по ипотечному кредиту и процентов по нему (каждая из этих составляющих может быть реинвестирована либо выплачена пайщику). Иными словами, с помощью предложенной классификации возможно выделить в обобщенном виде различные модели управления денежными потоками ипотечного фонда, для которых характерны различные длительность и порядок организации процесса рефинансирования ипотечных кредитов за счет средств инвесторов фонда.

В ходе проведенного исследования были также обозначены положения в нормативно-правовой базе, требующие доработки с целью создания правовых условий для практической реализации идеи формирования новых видов ипотечных паевых фондов.

Как уже отмечалось выше, первостепенность задач по развитию инфраструктуры и инновационных отраслей диктует необходимость создания новых форм и механизмов финансирования указанного процесса, часть из

которых может быть реализована посредством использования паевых инвестиционных фондов. Так осуществление прямых инвестиций в реальный сектор возможно за счет соединения не достаточно эффективно используемых на данный момент средств пенсионных накоплений, находящихся в управлении Государственной управляющей компании (ГУК), и частного капитала в структуре закрытых паевых фондов недвижимости и прямых инвестиций.

На основании доказанной необходимости расширения перечня инструментов, доступных для инвестирования пенсионных накоплений, предлагается включить в этот перечень паи закрытых паевых фондов, которые создавались бы специально для финансирования крупных инфраструктурных проектов федерального масштаба.

В данном случае пенсионные средства расцениваются как достаточный по своему объему и долгосрочный по возможным срокам использования финансовый ресурс, который может быть направлен на частичное финансирование таких проектов, а также выступать в роли катализатора, привлекая для их реализации необходимую долю частного капитала. Предлагаемая модель основывается на опыте Великобритании, где пенсионные накопления используются для инвестиций в долгосрочные инновационные проекты; принципах государственного участия в развитии технологичных предприятий, положенных в основу израильской программы «Инициатива»; а также положениях программы государственно-частного партнерства в сфере привлечения крупных инвестиций на обновление основного капитала, реализуемой ОАО «Российская венчурная компания».

В работе приводятся методические рекомендации по построению механизма финансирования инфраструктурных проектов с привлечением в закрытые паевые фонды пенсионных накоплений и подробно характеризуются основные этапы его реализации, указанные на рис. 4.

Также формулируются критерии и порядок отбора инвестиционных проектов для инвестирования в них средств пенсионных накоплений на основе создания закрытых паевых инвестиционных фондов. Приводятся возможные альтернативы распределения прибыли от проекта между государством и частными инвесторами. Предлагаются меры, направленные на обеспечение сохранности вложенных пенсионных средств, заключающиеся в создании многоуровневой системы контроля за использованием имущества паевого фонда и предоставлении гарантий возврата пенсионных денег из средств Инвестиционного фонда РФ.

В ходе исследования была обоснована привлекательность предлагаемого механизма финансирования деятельности по развитию инфраструктуры с использованием конструкции паевых инвестиционных фондов в сравнении с долговым способом привлечения средств. Было показано, что предлагаемый вариант способствует обеспечению инвесторов более высоким уровнем доходности вложений и устранению конфликта интересов, присутствующего в настоящее время в деятельности ГУК при инвестировании пенсионных средств в государственные ценные бумаги. Также рассматриваемый вариант

стимулирует привлечение частного капитала в модернизацию инфраструктуры и повышает эффективность управления проектами по её развитию.

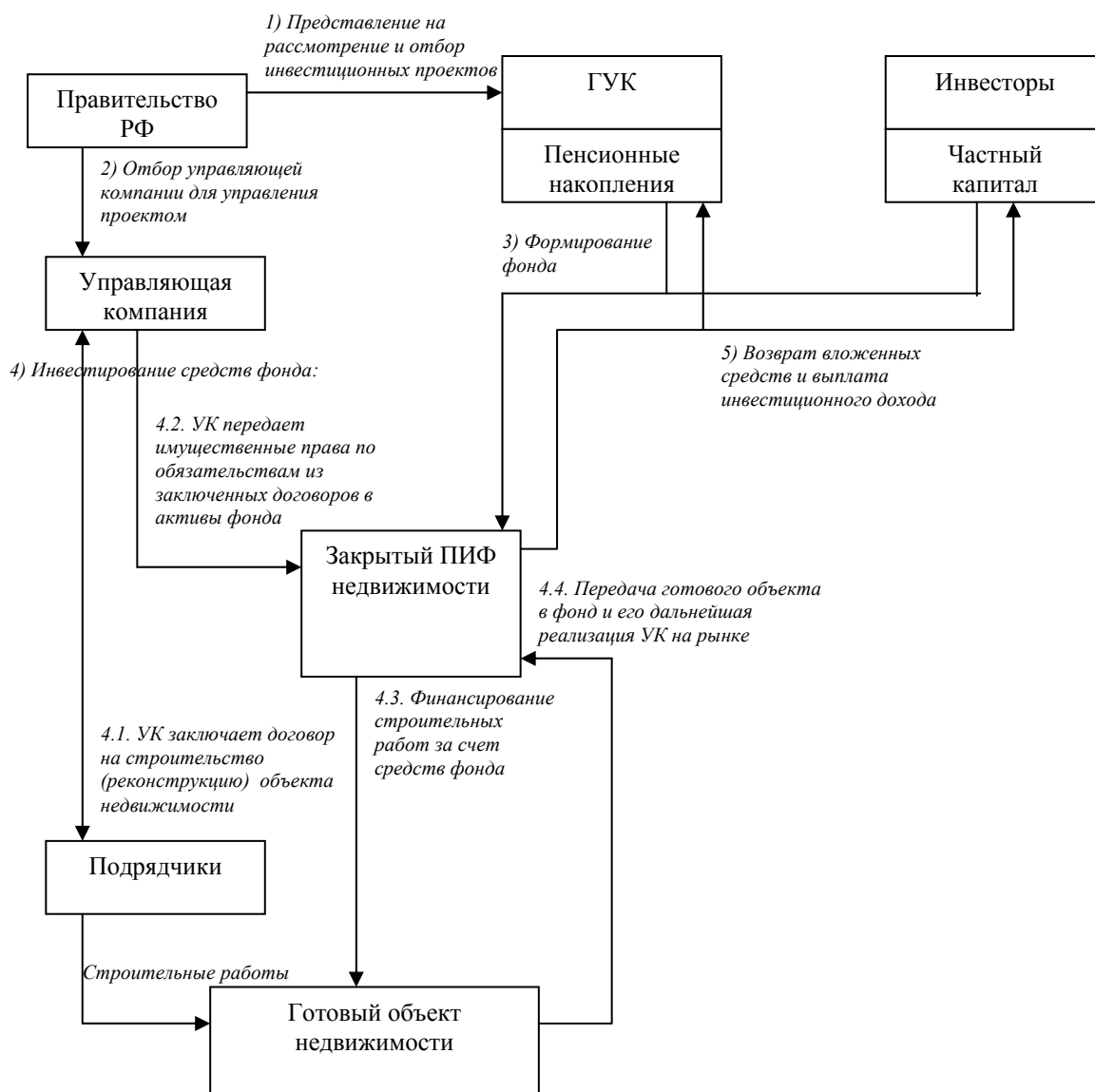


Рис. 4. Основные этапы инвестирования средств в инфраструктурные проекты с привлечением пенсионных накоплений (на примере закрытого ПИФа недвижимости).

Источник: Составлен автором

Исходя из того, что само по себе масштабное развитие паевых фондов не может происходить в условиях отсутствия доверия граждан к надежности данной формы вложения средств, в диссертации была обоснована необходимость разработки системы мер, направленных на обеспечение сохранности вложений в паевые фонды.

К таким мерам предполагается отнести деятельность управляющих компаний по повышению ликвидности и доходности вложений в паевые фонды, увеличение их ответственности за результаты управления, а также

предоставление гарантий государства на возврат инвестированных в паевые фонды денежных средств (рис. 5).

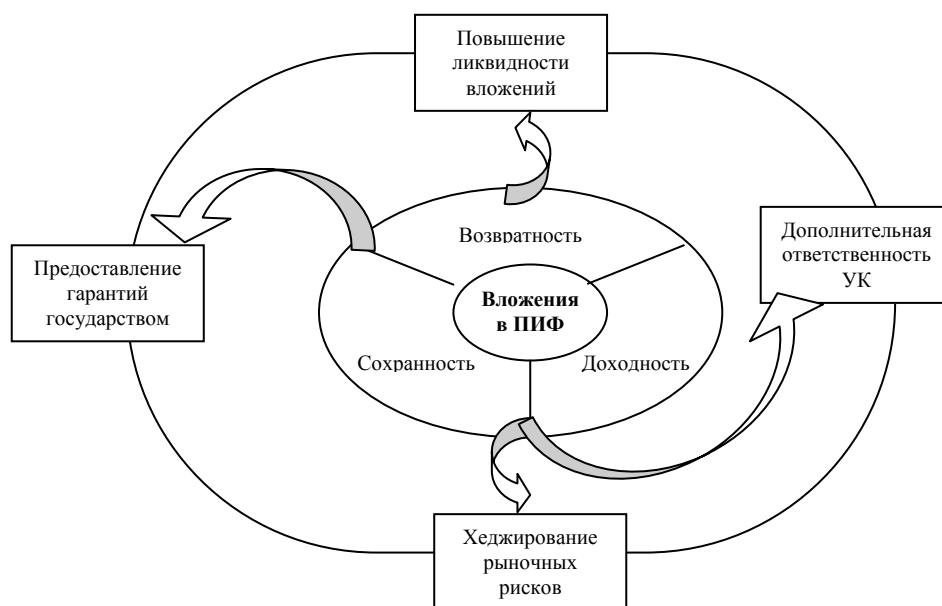


Рис. 5. Система защиты интересов инвесторов паевых инвестиционных фондов.

Источник: Составлен автором

Последнее видится возможным исходя из того, что одной из основных задач государства на данном этапе является формирование такой структуры экономики, которая бы обеспечивала экономический рост за счет функционирования высокотехнологичных отраслей, а не вследствие роста цен на энергоносители. Поэтому гарантии государства предполагается распространить в отношении тех средств инвесторов паевых фондов, которые будут направлены на финансирование развития высокотехнологичных отраслей экономики и внедрение инновационных проектов.

Для реализации указанной задачи в работе предложен алгоритм предоставления государственных гарантий на выкуп инвестиционных паев фондов, инвестирующих средства в акции развивающихся предприятий приоритетных отраслей, с указанием условий создания таких фондов.

Особенность использования денежных средств рыночных инвесторов, вложенных в паевые фонды, на настоящий момент заключается в том, что они практически не инвестируются напрямую в стратегически важные и при этом нуждающиеся в привлечении дополнительного финансирования отрасли. Так, например, сельское хозяйство согласно содержанию Послания Президента РФ Федеральному Собранию 2007 г. является «перспективной и потенциально высокотехнологичной отраслью» российской экономики. Рентабельность всей хозяйственной деятельности по данной отрасли составила в 2005 г. 8%, что, очевидно, указывает на существование реальной возможности обеспечения

инвесторов положительной доходностью. Вместе с тем, по итогам 2005 г. насчитывалось 7,6 тыс. убыточных сельскохозяйственных организаций.

Предоставление государственных гарантий в отношении возврата средств, инвестируемых в паевые фонды специализированной направленности, может стать альтернативой механизму прямой финансовой поддержки ряда отраслей, осуществляемой за счет ассигнований из бюджета. О том, что необходимый потенциал привлечения средств на указанные цели существует, свидетельствует сопоставление следующих данных (табл. 5).

Таблица 5

Сопоставление некоторых расходов федерального бюджета и объема средств в паевых фондах.

Показатель	Значение
Расходы на сельское хозяйство в 2008 г. (Проект федерального бюджета на 2008-2010 гг.)	34 млрд. руб.
Доля расходов на сельское хозяйство в общих расходах на национальную экономику в 2008 г. (Проект федерального бюджета на 2008-2010 гг.)	7%
Прирост денег на руках у населения за 2005 год	204,7 млрд. руб.
Предполагаемый объем частных инвестиций для замещения бюджетных расходов	30 млрд. руб.
Отношение предполагаемого объема инвестиций к приросту денег на руках у населения на уровне 2005 г.	15%
Совокупная стоимость чистых активов открытых и интервальных фондов акций (по состоянию на 31.03.2007)	112,1 млрд. руб.
Отношение предполагаемого объема инвестиций к СЧА открытых и интервальных фондов акций (по состоянию на 31.03.2007)	27%
СЧА ОПИФА «Тройка Диалог – Добрыня Никитич» (по состоянию на 31.03.2007)	19,5 млрд. руб.

Источник: Составлена автором на основе данных Росстата, Министерства финансов РФ и Национальной лиги управляющих

Особенность предлагаемой концепции заключается в том, что гарантии государства, основанные на ожидаемой положительной доходности по акциям развивающихся предприятий, практически будут реализованы на уровне института коллективных инвестиций, а не разрозненных инвесторов, что позволит привлечь больший объем средств на развитие значимых отраслей.

В качестве мер, направленных на повышение ликвидности вложений в существующие паевые фонды, предлагается предоставить инвесторам возможность совершать платежи и расчеты путем использования части средств, соответствующих количеству принадлежащих им паев (по аналогии с организацией «счетов изъятия» в американских инвестиционных фондах).

В работе также была показана необходимость и перспективность использования производных инструментов в формировании портфеля паевых фондов. Обозначен ряд вопросов в законодательстве, подлежащих дальнейшему прояснению и препятствующих использованию деривативов в страховании рыночных рисков паевых фондов.

Повысить сохранность вложений в паевые фонды может также введение дополнительной ответственности управляющих компаний за неисполнение или

ненадлежащее исполнение своих обязательств, следующих из доверительных отношений между пайщиком и управляющей компанией. Указанная ответственность может наступать, например, в тех случаях, когда динамика стоимости пая на длительном временном интервале характеризовалась отрицательной доходностью, при том что динамика соответствующих фондовых индексов и средний показатель доходности по однородной группе фондов положительны.

В **заключении** диссертации сформулированы основные выводы и результаты проведенного исследования, показана научная новизна и практическая значимость работы.

III. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ ДИССЕРТАЦИОННОЙ РАБОТЫ ОТРАЖЕНЫ В СЛЕДУЮЩИХ НАУЧНЫХ ПУБЛИКАЦИЯХ

1. Валиева О.В. Паевые инвестиционные фонды в российской финансовой системе. // Реформы в России и проблемы управления – 2005: Материалы 20-й Всероссийской научной конференции молодых ученых и студентов. Вып. 2 / ГУУ. – М., 2005. – с. 160-162. – 0,2 п.л.

2. Валиева О.В. Синтез моделей доверительного управления финансовыми ресурсами в деятельности ПИФа. // Экономика. Управление. Культура. Вып. 13. Часть 1: Сборник научных статей / Под ред. Л.Д. Абрамовой; ГУУ. – М., 2006. – с. 33-36. – 0,2 п.л.

3. Валиева О.В. Пути решения проблемы сохранности инвестированных в ПИФ средств. // Реформы в России и проблемы управления – 2006: Материалы 21-й Всероссийской научной конференции молодых ученых и студентов. Вып. 3 / ГУУ. – М., 2006. – с. 125-127. – 0,2 п.л.

4. Валиева О.В. Возможные направления совершенствования состава активов паевых инвестиционных фондов. // Экономика. Управление. Культура. Вып. 14.: Сборник научных статей. Часть 1 / Под редакцией д.э.н., проф. Абрамовой Л.Д.; ГУУ. – М., 2007. – с. 49-53. - 0,3 п.л.

5. Валиева О.В. Анализ макроэкономических предпосылок развития паевых фондов в России. // Актуальные проблемы управления – 2006: Материалы международной научно-практической конференции: Вып. 3/ ГУУ. – М., 2006. – с. 27-30. – 0,3 п.л.

6. Валиева О.В. Паевые инвестиционные фонды в совершенствовании механизмов рефинансирования заимствований. // Вестник университета (Государственный университет управления). Серия «Развитие отраслевого и регионального управления». № 2(2) – М., ГУУ, 2007. – с. 144-149. – 0,5 п.л.

7. Валиева О.В. Использование паевых инвестиционных фондов в инвестировании средств пенсионных накоплений. // Проблемы управления - 2007: Материалы 15-го Всероссийского студенческого семинара. Вып. 2; Государственный университет управления. – М.: ГУУ, 2007. – с. 81-82. – 0,1 п.л.