

*На правах рукописи*

**ЖЕГАЛОВА АЛЕКСАНДРА СЕРГЕЕВНА**

**ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ  
В СИСТЕМЕ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ  
В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Специальность 08.00.10 - Финансы, денежное обращение  
и кредит

**АВТОРЕФЕРАТ**  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Самара 2014

Работа выполнена на кафедре "Финансы и кредит" ФГБОУ ВПО "Самарский государственный экономический университет"

Научный руководитель - Тершукова Марина Борисовна,  
кандидат экономических наук, доцент

Официальные оппоненты: Гончаров Александр Иванович,  
доктор экономических наук, профессор,  
Волгоградский филиал  
ФГОБУ ВПО "Финансовый университет  
при Правительстве Российской Федерации",  
кафедра "Экономика и финансы",  
профессор

Зарук Наталья Федоровна,  
доктор экономических наук, профессор,  
ФГБОУ ВПО "Пензенская государственная  
сельскохозяйственная академия",  
заведующая кафедрой "Финансы"

Ведущая организация - ФГАОУ ВПО "Казанский (Приволжский)  
федеральный университет"

Защита состоится 11 марта 2014 г. в 10 ч на заседании диссертационного совета Д 212.214.01 при ФГБОУ ВПО "Самарский государственный экономический университет" по адресу: ул. Советской Армии, д. 141, ауд. 325, г. Самара, 443090

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ФГБОУ ВПО "Самарский государственный экономический университет"

Автореферат разослан \_\_ \_\_\_\_ 2014 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета

Вишневер Вадим Яковлевич

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Экономическая стратегия Российской Федерации предусматривает ее инновационное развитие на основе активизации инвестиционных процессов. Успешная их реализация возможна при наличии необходимого объема финансовых ресурсов - источников финансирования инвестиций в инновационные проекты. Незрелость отечественного финансового рынка ограничивает возможность их привлечения рамками рынка ссудных капиталов, который с учетом дефицита долгосрочных депозитов также ограничен в инвестиционных финансовых ресурсах.

В указанной ситуации достаточно перспективным средством привлечения финансовых ресурсов частных инвесторов на финансовый рынок является коллективное инвестирование. Организации коллективного инвестирования позволяют привлечь в данный процесс, наряду с крупными инвесторами, и население, трансформировав их сбережения в инвестиции.

Дальнейшее развитие коллективного инвестирования обусловлено глобализацией финансовых отношений: стабильное, успешное позиционирование России на мировом финансовом рынке во многом определяется ростом капитализации профессиональных участников рынка ценных бумаг в России, в том числе паевых инвестиционных фондов. Необходимость их развития предусмотрена в Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 г.

В данном контексте необходимо отметить, что в развитых странах с рыночной ориентацией финансовые институты оказывают существенное влияние на развитие реального сектора экономики и формирование ВВП. Так, доля активов паевых инвестиционных фондов в ВВП развитых стран находится на уровне 15 – 30%, в Российской Федерации около - 1%.

Несмотря на существенный рост паевых инвестиционных фондов на отечественном финансовом рынке данная форма коллективного инвестирования находится в стадии становления. Мировой финансовый кризис оказал негативное влияние на состояние рынка паевых инвестиционных фондов и выявил проблемы его развития.

Важность и сложность поставленных вопросов, а также необходимость их теоретического осмысления и практической реализации определили актуальность и значимость темы диссертационного исследования.

**Степень научной разработанности проблемы.** Вопросы развития теоретических основ инвестиций находились в центре внимания как зарубежных, так и отечественных ученых. Значительный вклад в исследо-

вание механизмов взаимодействия финансовых институтов и рынка ценных бумаг внесли такие ученые, как Г. Марковиц, Ф. Модильяни и М. Миллер, У. Шарп, Коупленд и др. Важный вклад в развитие теории и практики коллективного инвестирования представлен в работах Д. Богла, У. Гоэцмана, Р. Нортон, С. Росса, Г. Серваеса, П. Турфано и других исследователей.

Изучению проблем финансирования инвестиций посвящены работы российских экономистов А.Е. Абрамова, И.Т. Балабанова, В.В. Булатова, В.А. Галанова, А.И. Гончарова, Е.Ф. Жукова, Н.Ф. Зарук, В.Д. Миловидова, Я.М. Миркина, Ю.Б. Рубинина, Б.Б. Рубцова, Н.В. Солабуто.

Несмотря на значительный перечень авторов, изучавших вопросы коллективного инвестирования, следует отметить отсутствие в экономической литературе работ, посвященных комплексному изучению системы коллективного инвестирования в целом, а также ее элементов, в частности паевых инвестиционных фондов, их видов и особенностей функционирования.

Остаются слабо изученными вопросы защиты прав инвесторов и их интересов как владельцев инвестиционных паев, а также стимулирования привлечения инвестиционных ресурсов частных инвесторов; использования современных методов управления паевыми инвестиционными фондами и др.

Не менее остро стоят вопросы разработки показателей доходности паев как инструмента привлечения частных инвестиций.

**Цель и задачи диссертационного исследования.** Цель диссертационного исследования состоит в развитии теоретических основ и разработке практических рекомендаций по функционированию паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования.

Необходимость достижения поставленной цели обусловила постановку следующих задач:

- рассмотреть теоретические основы и сущность коллективного инвестирования, дать определение системе коллективного инвестирования и выявить ее элементный состав;

- раскрыть содержание и роль паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования в Российской Федерации, рассмотреть классификацию паевых инвестиционных фондов и выявить их отличительные черты;

- охарактеризовать особенности функционирования участников коллективного инвестирования как финансовых посредников, определить их преимущества и недостатки;

- проанализировать показатели, отражающие современное состояние паевых инвестиционных фондов в целях выявления тенденций их развития в Российской Федерации;

- исследовать мировой опыт коллективного инвестирования и на его основе предложить направления развития паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации;

- изучить систему показателей, предоставляемых управляющей компанией инвесторам для оценки доходности паевого инвестиционного фонда.

**Область исследования.** Исследование проведено по специальности 08.00.10 "Финансы, денежное обращение и кредит" Паспорта специальностей ВАК (экономические науки) в рамках п. 3.25 "Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования", п. 4.4 "Стратегия трансформации доходов населения в организованные сбережения", п. 6.18 "Специфика функционирования, институциональные основы и механизмы различных сегментов рынка ценных бумаг", п. 7.10 "Страховые компании, паевые инвестиционные фонды и пенсионные фонды: совершенствование методов составления рейтингов и раскрытия информации".

**Объектом исследования** выступают паевые инвестиционные фонды в системе коллективного инвестирования в Российской Федерации.

**Предметом исследования** являются экономические отношения, складывающиеся в процессе функционирования паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования.

**Теоретико-методологическую и информационную базу диссертационной работы** составили труды отечественных и зарубежных ученых и практиков, касающиеся вопросов коллективного инвестирования, законодательная база и нормативные акты Российской Федерации, Банка России, Федеральной службы по финансовым рынкам России, Федеральной службы государственной статистики. Эмпирической базой исследования стали данные Национальной лиги управляющих, информационно-аналитических порталов "Investfunds", "QuoteРБК". Дополнительным информационным ресурсом послужили данные периодических экономических изданий, материалы научно-практических конференций, информация из сети Интернет.

В процессе исследования использовались такие общенаучные методы познания, как анализ, синтез, сравнение, обобщение, методы аналогии и классификации, методы статистического и эконометрического анализа.

**Научная новизна результатов исследования** заключается в развитии и углублении теоретических положений коллективного инвестирования и в разработке и обосновании практических рекомендаций, направленных на развитие паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования в Российской Федерации.

Основными результатами, характеризующими научную новизну работы, являются следующие:

- дано определение системы коллективного инвестирования как совокупности взаимосвязанных субъектов и объектов, функционирующих на единой организационно-правовой основе в процессе привлечения денежных средств и размещения их в различные активы и инструменты финансового рынка, распределения инвестиционного дохода и осуществления финансового контроля, что позволило построить модель системы коллективного инвестирования;

- доказано, что паевые инвестиционные фонды являются наиболее перспективной формой коллективного инвестирования для инвесторов с точки зрения доступности финансовых вложений, диверсификации объектов инвестирования, доходности и риска вложений денежных средств;

- разработаны приоритетные направления развития паевых инвестиционных фондов на основе: привлечения управляющих компаний фондов к участию в национальных проектах, в том числе реализуемых через механизмы государственно-частного партнерства; создания условий для секьюритизации активов фондов и расширения спектра производных финансовых инструментов; внедрения единого стандарта раскрытия информации о результатах деятельности управляющей компании паевого инвестиционного фонда;

- предложено создание попечительского совета паевого инвестиционного фонда на основе модернизации его инфраструктуры в целях обеспечения сохранности финансовых ресурсов инвесторов, усиления контроля и снижения рисков;

- определены показатели доходности пая, позволяющие минимизировать риски размещения финансовых ресурсов, повысить информированность инвесторов, обеспечить инвестиционную привлекательность паевых инвестиционных фондов.

**Теоретическая значимость исследования** состоит в том, что предложенное авторское определение системы коллективного инвестирования, а также обоснование перспективности развития паевых инвестиционных фондов позволяют расширить и углубить теоретические основы в области коллективного инвестирования.

**Практическая значимость исследования** определяется прикладным характером выводов и рекомендаций, содержащихся в работе и отражающих основные направления функционирования и развития паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования. Практическое значение, в частности, имеют:

- предложенное направление модернизации инфраструктуры паевых инвестиционных фондов, позволяющее обеспечить сохранность фи-

нансовых ресурсов инвесторов, усиление контроля и снижение рисков за счет создания попечительского совета;

- определенные автором показатели доходности паевых инвестиционных фондов, позволяющие минимизировать риски размещения финансовых ресурсов, повысить информированность инвесторов, обеспечить инвестиционную привлекательность паевых инвестиционных фондов.

**Апробация результатов исследования.** Основные положения диссертационного исследования обсуждались в рамках докладов на Всероссийской научно-практической конференции "Стратегическое управление организациями: теория и практика инновационного развития" (Санкт-Петербург, 6-7 марта 2012 г.), Международной научно-практической конференции "Инновационная модель экономики и государственно-частное партнерство" (Санкт-Петербург, 17-21 мая 2012 г.), VI Международной научно-практической конференции "Финансовые инструменты политики и поддержки кластерных инициатив" (Самара, 5-6 июля 2012 г.), IX Всероссийской научно-практической конференции "Роль финансов в решении социально-экономических проблем общества" (Самара, 2011 г.).

Востребованность результатов диссертационного исследования подтверждается их внедрением в деятельность Поволжского банка ОАО "Сбербанк России". Материалы диссертационной работы используются в учебном процессе кафедры "Финансы и кредит" Самарского государственного экономического университета при преподавании дисциплин "Финансы", "Финансовый менеджмент", "Банковское дело", "Инвестиции", "Страхование".

По теме диссертации автором опубликовано 8 работ общим объемом 2,83 печ. л., из них 3 статьи объемом 1,4 печ. л. в изданиях, определенных перечнем ВАК.

**Структура и объем диссертационной работы.** Цель и задачи исследования определили структуру и последовательность раскрытия содержания работы, которая состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений.

## **ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ**

В первой главе диссертационной работы "Теоретические основы коллективного инвестирования" представлено теоретическое обоснование сущности коллективного инвестирования и паевых инвестиционных фондов как его ключевых участников.

Активное развитие паевых инвестиционных фондов обусловлено значимостью выполняемых ими социально-экономических функций на финансовом рынке: население получает возможность при минимальных инвестиционных вложениях размещать и приумножать свои сбережения на финансовом рынке; государство получает стабильный источник финансирования экономического развития. Отметим, что развитие рыночной экономики основывается на инвестициях, т.е. на долгосрочном вложении капитала в субъекты хозяйствования в различных сферах деятельности, в предпринимательские и инновационные проекты, социально-экономические программы. Самостоятельное инвестирование отдельными инвесторами свободных денежных средств сопряжено с высокими рисками. В этом контексте основная функция финансового рынка заключается в том, чтобы мобилизовать временно свободный капитал из различных источников накоплений и сбережений и эффективно инвестировать его в инструменты финансового рынка. Данную возможность предоставляют фонды коллективного инвестирования.

Понятие "коллективное инвестирование" не закреплено в нормативных актах Российской Федерации и пока недостаточно исследовано российской и зарубежной наукой.

Под коллективным инвестированием автор понимает процесс трансформации аккумулированных профессиональными управляющими в общий фонд денежных средств инвесторов в различные инструменты финансового рынка и активы для получения инвестиционного дохода.

Проведенное исследование сущности коллективного инвестирования и нормативно-правовой базы, регулирующей основы его функционирования, позволило автору рассматривать коллективное инвестирование как некое системное образование, характеризующееся неделимостью, тесной взаимосвязью и взаимообусловленностью своих элементов и относительной обособленностью от других сегментов финансового рынка.

По мнению диссертанта, система коллективного инвестирования представляет собой совокупность взаимосвязанных субъектов и объектов, функционирующих на единой организационно-правовой основе в процессе привлечения денежных средств и размещения их в различные активы и инструменты финансового рынка, распределения инвестиционного дохода и осуществления финансового контроля (рисунок 1).

Законодательная база Российской Федерации и практика развития коллективного инвестирования определяют в качестве основных его форм паевые инвестиционные фонды, общие фонды банковского управления (ОФБУ) и негосударственные пенсионные фонды. Каждый из участников системы коллективного инвестирования оперирует своими фи-

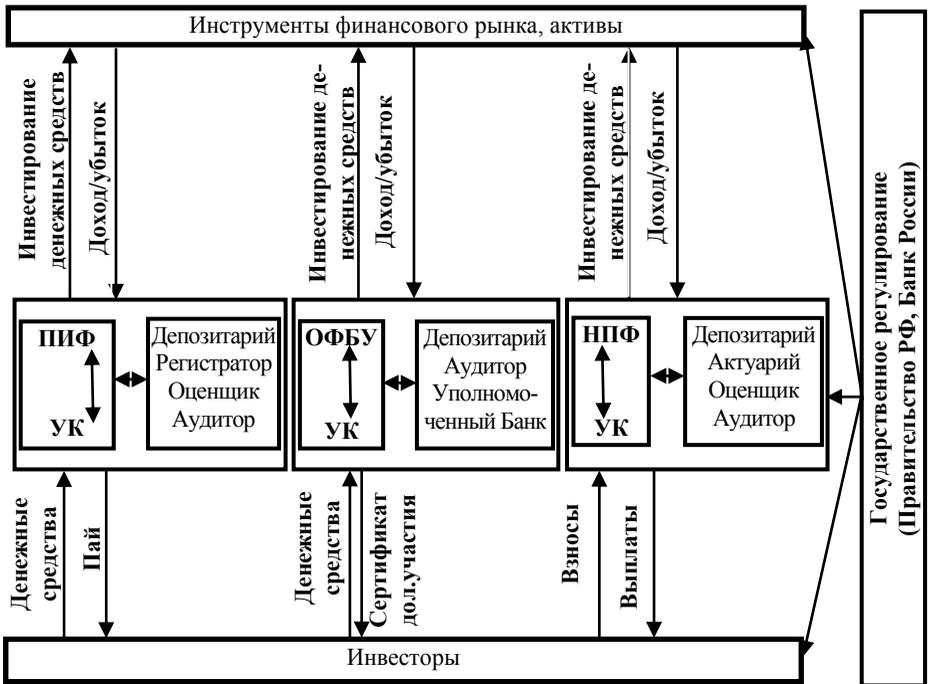


Рисунок 1 - Модель системы коллективного инвестирования в РФ

нансовыми инструментами, наиболее присущими им в соответствии с направлениями привлечения и инвестирования аккумулированных средств. Паевые инвестиционные фонды являются относительно новой и перспективной формой вложения денежных средств российскими инвесторами.

В Российской Федерации законодательством предусматриваются четыре типа паевых инвестиционных фондов: открытые, интервальные, закрытые, биржевые, которые подразделяются, в свою очередь, на категории в зависимости от объектов инвестирования (рисунок 2).

|   |  |
|---|--|
| ОТКРЫТЫЕ ПАЕВЫЕ<br>ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ     | акций, облигаций, смешанные, индексные, денежного рынка, фондов  |
| ИНТЕРВАЛЬНЫЕ ПАЕВЫЕ<br>ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ | акций, облигаций, смешанные, индексные, денежного рынка, фондов, товарного рынка, хедж-фонды   |
| ЗАКРЫТЫЕ ПАЕВЫЕ<br>ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ     | акций, облигаций, смешанные, индексные, денежного рынка, фонды недвижимости, рентные, ипотечные, художественных ценностей, кредитные, венчурные фонды прямых инвестиций, товарного рынка, хедж-фонды |
| БИРЖЕВЫЕ ПАЕВЫЕ<br>ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ     |  |

Рисунок 2- Классификация паевых инвестиционных фондов по объектам инвестирования в РФ

Важно отметить, что вложение денежных средств в паевой инвестиционный фонд существенно отличается от банковского вклада. Это объясняется, на наш взгляд, двумя основополагающими причинами:

1) кредитные организации создаются и функционируют под жестким надзором и регулированием Центрального банка Российской Федерации;

2) целесообразность размещения сбережений населения в банковские вклады и гарантии их сохранности обусловлены созданием и успешным функционированием Агентства по страхованию вкладов населения в РФ.

В данной связи применительно к паевым инвестиционным фондам необходим механизм защиты портфельного инвестора на финансовом рынке. Поэтому российское законодательство предусматривает обязательность функционирования паевых инвестиционных фондов во взаимодействии с инфраструктурными звеньями. К таким участникам инфраструктуры отнесены управляющая компания, специализированный депозитарий, специализированный регистратор, аудитор и оценщик.

Рассмотренные типы и категории паевых инвестиционных фондов позволили определить общность объектов их инвестирования в инструменты финансового рынка, а также и значительное их отличие по инвестиционным стратегиям, уровням риска и доходности, что обеспечивает инвесторам широкий выбор инвестиционных предпочтений. Проведенный в работе сравнительный анализ организационно-финансовых особенностей разных форм коллективного инвестирования позволил автору сделать следующие выводы: наиболее динамично развивающейся организационно-правовой формой коллективного инвестирования является имущественный комплекс без образования юридического лица, что характерно для паевых инвестиционных фондов и общих фондов банковского управления, представляющих договорную форму коллективного инвестирования.

Вместе с тем, паевые инвестиционные фонды обладают рядом преимуществ по сравнению с ОФБУ и другими участниками коллективного инвестирования, которые обеспечивают их перспективность и инвестиционную привлекательность, а именно:

- размер активов паевого инвестиционного фонда не ограничивается, что позволяет формировать значительную сумму активов;

- отношения сторон в паевом инвестиционном фонде более формализованы, в частности обязательность размещения в средствах массовой информации правил фонда и проспекта эмиссии паев служит основой привлечения массового инвестора;

- инвестиции в паевой инвестиционный фонд носят бессрочный характер, инвестиционный пай имеет статус ценной бумаги;

- жесткие нормативные требования к структуре активов паевого инвестиционного фонда служат дополнительной защитой для инвесторов и увеличивают надежность инвестирования в паевой инвестиционный фонд;

- суммы вознаграждения и расходов для управляющих компаний паевых инвестиционных фондов регламентированы, ограничены их предельные размеры.

Таким образом, паевые инвестиционные фонды являются в настоящее время наиболее перспективной и привлекательной формой организации коллективного инвестирования, эффективно решающей задачи сбережения и капитализации средств частных инвесторов.

Вторая глава диссертационной работы "Паевые инвестиционные фонды: оценка российской практики коллективного инвестирования" посвящена анализу функционирования паевых инвестиционных фондов и выявлению причин, сдерживающих их развитие в Российской Федерации.

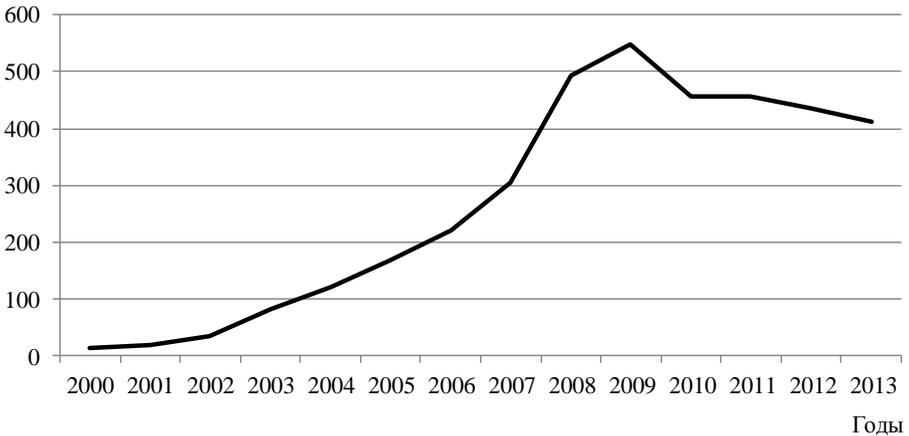
Основой аналитического исследования автор рассматривает финансовые потоки, генерируемые в процессе деятельности паевого инвестиционного фонда. Важность данного исследования определяется тем, что объем, структура, динамика денежных потоков обуславливают место и роль соответствующих финансовых отношений в финансовой системе национальной экономики.

Для проведения анализа выбраны следующие индикаторы финансовой деятельности паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации:

- 1) динамика развития паевых инвестиционных фондов;
- 2) объемы привлечения денежных средств паевыми инвестиционными фондами;
- 3) стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов;
- 4) средняя доходность инвестирования в паевые инвестиционные фонды;
- 5) средняя доходность инвестирования в паевые инвестиционные фонды (в сравнении с доходностью банковских депозитов и динамикой индекса ММВБ).

Рассматривая динамику развития паевых инвестиционных фондов, необходимо отметить, что в Российской Федерации они стали организовываться в конце 1996 г. и за короткий промежуток времени показали свою надежность и инвестиционную привлекательность. К началу 2008 г. на рынке паевых инвестиционных фондов функционировало около 300 управляющих компаний и более 1000 инвестиционных фондов. К началу 2013 г. зарегистрировано уже 1463 паевых инвестиционных фонда. Мировой финансовый кризис 2008-2009 гг. оказал негативное воздействие на развитие системы коллективного инвестирования в целом, в том числе и на развитие паевых инвестиционных фондов. Если в предыдущие годы управляющие компании расширяли линейки создаваемых фондов,

увеличивали количество пайщиков в регионах, осуществляли биржевые сделки с паями, то в 2008 г. они вынуждены были оптимизировать расходы, в результате чего некоторые фонды прекратили свою работу (рисунок 3).



**Рисунок 3 - Динамика количества управляющих компаний паевых инвестиционных фондов в РФ\***

\* Сост. по данным Национальной лиги управляющих 2000-2013 г. (URL: [http://www.nlu.ru/stat-count\\_uk.htm](http://www.nlu.ru/stat-count_uk.htm)).

Начиная с 2009 г. по настоящее время наблюдается устойчивое сокращение числа управляющих компаний - в среднем на 20-30 организаций в год. Это объясняется кризисными явлениями в экономике и активизацией регулятивных и надзорных мер государственного финансового регулятора.

Эффективность развития системы коллективного инвестирования, в том числе и паевых инвестиционных фондов, во многом определяется их структурой и направлением инвестирования денежных средств (таблица 1).

Из данных таблицы видно: наибольшая доля по численности принадлежит закрытым паевым инвестиционным фондам, их доля составляет 66,1%. На долю открытых паевых фондов приходится 29,7%, интервальных - 4,2%.

Следует отметить, что наиболее привлекательными для средних и мелких инвесторов являются открытые фонды. Это подтверждается и сложившимися мировыми тенденциями: в долгосрочной перспективе они рассматриваются наиболее доходными и надежными в силу того, что инвесторы имеют возможность достаточно быстро продать свои ценные бумаги (паи) в отличие, например, от недвижимого имущества.

Таблица 1 - Структура зарегистрированных паевых инвестиционных фондов в РФ по состоянию на 11.01.2013 г.\*

| Категория                         | Фонды    |               |                   |               |          |               |        |               |
|-----------------------------------|----------|---------------|-------------------|---------------|----------|---------------|--------|---------------|
|                                   | открытые |               | интерваль-<br>ные |               | закрытые |               | всего  |               |
|                                   | Кол-во   | уд.<br>вес. % | Кол-во            | уд.<br>вес. % | Кол-во   | уд.<br>вес. % | Кол-во | уд.<br>вес. % |
| Фонды акций                       | 191      | 44            | 26                | 41,9          | 33       | 3,4           | 250    | 17,1          |
| Фонды облигаций                   | 71       | 16,4          | -                 | -             | 2        | 0,2           | 73     | 5,0           |
| Фонды смешанных<br>инвестиций     | 108      | 24,9          | 21                | 33,9          | 34       | 3,5           | 163    | 11,1          |
| Фонды денежного рынка             | 9        | 2,1           | -                 | -             | -        | -             | 9      | 0,6           |
| Индексные фонды                   | 32       | 7,3           | -                 | -             | -        | -             | 32     | 2,2           |
| Фонды фондов                      | 23       | 5,3           | 2                 | 3,2           | -        | -             | 25     | 1,7           |
| Фонды товарного рынка             |          |               | 8                 | 12,9          | -        | -             | 8      | 0,5           |
| Хедж-фонды                        |          |               | 5                 | 8,1           | 19       | 2,0           | 24     | 1,6           |
| Ипотечные фонды                   |          |               |                   |               | 6        | 0,6           | 6      | 0,4           |
| Фонды художественных<br>ценностей |          |               |                   |               | 2        | 0,2           | 2      | 0,1           |
| Фонды венчурных<br>инвестиций     |          |               |                   |               | 65       | 6,7           | 65     | 4,4           |
| Фонды недвижимости                |          |               |                   |               | 590      | 61,0          | 590    | 40,3          |
| Фонды прямых инвестиций           |          |               |                   |               | 68       | 7,0           | 68     | 4,7           |
| Рентные фонды                     |          |               |                   |               | 80       | 8,3           | 80     | 5,6           |
| Кредитные фонды                   |          |               |                   |               | 68       | 7,0           | 68     | 4,7           |
| Всего                             | 434      | 100           | 62                | 100           | 967      | 100           | 1463   | 100           |

\* Сост. по данным: Национальной лиги управляющих от 11.01.2013 г. (URL: [http://www.nlu.ru/stat-count\\_pifs.htm](http://www.nlu.ru/stat-count_pifs.htm)).

Представленная таблица позволяет также проанализировать структуру фондов в зависимости от направлений инвестирования средств. Как видно, открытые и интервальные фонды в качестве объекта инвестирования предпочитают акции и смешанные инвестиции. Касательно закрытых фондов можно отметить, что предпочтение здесь отдается специализированным объектам инвестирования. В частности, более 60% среди данных направлений занимают операции с недвижимым имуществом, выполняемые фондами недвижимости, рентными фондами и фондами прямых инвестиций. В указанные операции размещают свободный капитал крупные инвесторы.

Второй индикатор, выбранный для целей аналитического исследования, рассматривает объемы привлечения денежных средств паевыми инвестиционными фондами (рисунок 4).

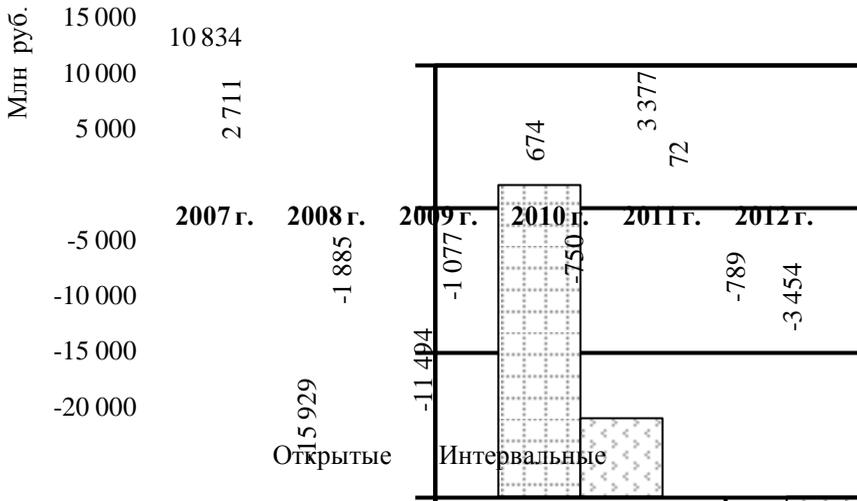


Рисунок 4 - Динамика привлечения средств в открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды РФ\*

\* Сост. по данным Национальной лиги управляющих 2007-2012 гг. (URL: <http://www.nlu.ru/pifs-privlechenie.htm>).

На графике наблюдается аналогичная динамика негативного влияния мирового финансового кризиса на поведение инвесторов, а соответственно, на состояние финансовых ресурсов паевых инвестиционных фондов, выразившееся в оттоке денежных средств. В первую очередь это коснулось открытых и интервальных паевых фондов, показавших, что денежные средства стали выводить мелкие и средние инвесторы.

На фоне неблагоприятной конъюнктуры происходило сокращение числа объектов для инвестирования в связи с уменьшением спроса на них. Как правило, в этом случае инвесторами отдается предпочтение консервативным инструментам: банковским депозитам, иностранной валюте, накопительному страхованию.

Третьим индикатором динамики финансовых потоков, генерируемых паевыми инвестиционными фондами, является стоимость чистых активов. Важность данного индикатора определяется тем, что величина стоимости чистых активов напрямую обуславливает долю фондового рынка, которую занимает управляющая компания. Так же, как и по вышерассмотренным показателям, наиболее заметный рост стоимости чистых активов наблюдался в 2007 г. (таблица 2). Под влиянием мирового финансового кризиса в 2008 г. совокупная стоимость чистых активов паевых фондов снизилась на 45%, или почти на 200 млрд руб., при этом

Таблица 2 - Динамика показателей стоимости чистых активов по типам паевых инвестиционных фондов в РФ\*

| Тип фондов                             | Ед. измерения | Годы          |               |               |               |               |               |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|  |               | 2007          | 2008          | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          |
| Открытые                               | млрд руб.     | 135           | 47            | 75            | 96            | 82            | 90            |
|  | % к ВВП       | 0,41          | 0,11          | 0,19          | 0,21          | 0,15          | 0,14          |
| Закрытые                               | млрд руб.     | 292           | 201           | 208           | 312           | 362           | 409           |
|  | % к ВВП       | 0,88          | 0,49          | 0,54          | 0,69          | 0,66          | 0,66          |
| Интервальные                           | млрд руб.     | 44            | 13            | 22            | 27            | 19            | 15            |
|  | % к ВВП       | 0,13          | 0,03          | 0,06          | 0,06          | 0,04          | 0,02          |
| Общая сумма                            | млрд руб.     | 471           | 261           | 304           | 434           | 463           | 514           |
|  | % к ВВП       | 1,42          | 0,63          | 0,78          | 0,96          | 0,85          | 0,82          |
| <b>ВВП в текущих ценах, млрд руб.</b>  |               | <b>33 248</b> | <b>41 429</b> | <b>38 809</b> | <b>45 166</b> | <b>54 586</b> | <b>62 357</b> |
| <b>Инфляция по отношению к 2007 г.</b> |               | <b>1</b>      | <b>1,15</b>   | <b>1,25</b>   | <b>1,36</b>   | <b>1,44</b>   | <b>1,54</b>   |

\*Сост. по данным Национальной лиги управляющих 2007-2012 гг. (URL: <http://www.nlu.ru/indicators.htm>).

уменьшение стоимости чистых активов наблюдалось в фондах всех типов. В последующие годы отмечалась тенденция постоянного роста рассматриваемого показателя. Большей стабильностью роста стоимости чистых активов отличаются закрытые паевые фонды.

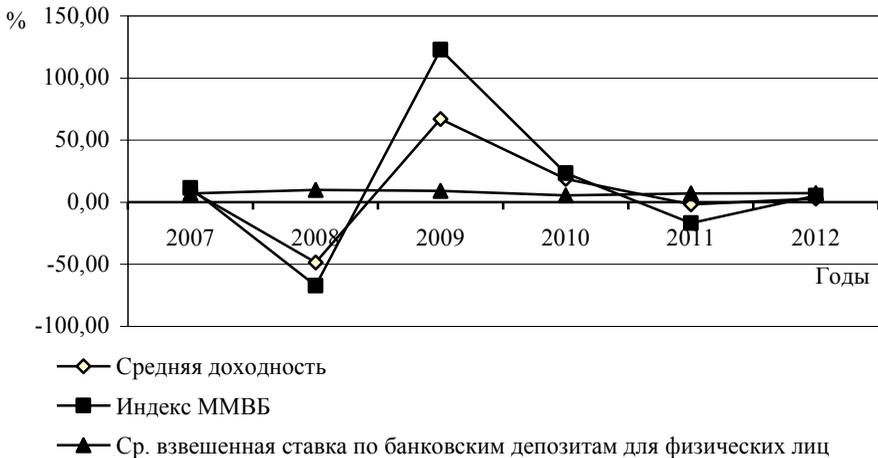
Проведенное в диссертационной работе исследование позволило сделать вывод, что по состоянию на начало 2013 г. доминируют фонды недвижимости и рентные фонды, также осуществляющие операции с недвижимым имуществом. Традиционно емкими по стоимости чистых активов среди открытых фондов являются фонды акций. Конкуренцию им составляют только фонды облигаций. Другие открытые фонды пока остаются малопривлекательными для инвесторов.

Можно сделать вывод, что при количественном снижении числа паевых инвестиционных фондов, главным образом фондов открытого типа, финансовые основы системы коллективного инвестирования укрепляются, демонстрируя рост вложений крупных инвесторов в закрытые фонды.

Таким образом, увеличение совокупной стоимости чистых активов фондов свидетельствует о росте интереса частных инвесторов к паевым инвестиционным фондам, однако низкий уровень развития данной формы коллективного инвестирования определяет ее незначительный вклад в формирование ВВП и экономику Российской Федерации. Негативной является тенденция данного показателя и в посткризисный период. Как показал анализ, наиболее состоятельными по своим финансовым параметрам и количеству привлеченных инвесторов являются закрытые паевые фонды, пайщиками которых выступают организации, обладающие значительным капиталом. Вместе с тем, в рыночной экономике сбережения населения выступают как важнейший источник инвестиционных ресурсов, занимая

особое место в экономических процессах государства. В этой связи возрастает значение трансформации организованных сбережений в инвестиции.

Одним из важнейших индикаторов, обуславливающих развитие коллективных инвестиций посредством паевых инвестиционных фондов, является доходность пая (рисунок 5). Следует отметить, что на формирование данного показателя, как и в целом на фондовый рынок РФ, оказывает влияние значительное количество факторов, среди которых можно выделить мировой финансовый кризис, рост капитализации организаций нефтегазового сектора, повышение цен на нефть на мировых рынках и др.



**Рисунок 5 - Сравнительная характеристика динамики доходности паевых инвестиционных фондов, индекса ММВБ и средневзвешенной ставки по банковским депозитам для физических лиц в РФ\***

\* Сост. по данным: Национальной лиги управляющих (URL: <http://www.nlu.ru/pif-doxod-renking.htm>) и ММВБ - РТС. от 31.01.2013 г. (URL: <http://www.micex.ru/marketdata/indices/data/archive>); Бюллетень банковской статистики. 2007-2013 гг. (URL: <http://www.cbr.ru/publ/?Prtid=bbs>).

В настоящее время в Российской Федерации сложились два основных направления сбережений населения: в виде вкладов на банковских счетах и коллективного инвестирования. В этой связи представляет научный и практический интерес исследование доходности инвестирования денежных средств в различные финансово-кредитные институты.

Как видно из представленного графика, доходность по банковским депозитам для физических лиц находится на невысоком, стабильном уровне на протяжении рассматриваемого периода. В этом случае при высоком уровне инфляции процентная ставка может получить отрицательное значение.

Доходность паевых инвестиционных фондов подвержена резким волатильным колебаниям, однако отрицательная доходность наблюдалась только в период кризиса, как и в целом по всему финансовому рынку. Таким образом, можно констатировать, что паевые инвестиционные фонды являются финансовым инструментом, обеспечивающим более высокую доходность вложений, сопровождающихся соответствующими высокими рисками. Развитие данного инструмента в перспективе повысит значимость коллективного инвестирования в экономике страны.

Проведенное исследование позволило выделить основные проблемы, сдерживающие развитие паевых инвестиционных фондов и определить направления их решения (таблица 3).

*Таблица 3 - Систематизация и направления решения основных проблем в развитии паевых инвестиционных фондов в РФ*

| <b>Проблема</b>                 | <b>Содержание</b>   | <b>Возможное решение</b>  |
|---------------------------------|---|---|
| Структурный дисбаланс           | Принадлежность основной доли рынка паевых инвестиционных фондов крупным закрытым фондам, которые не ориентированы на привлечение средств мелких инвесторов, в связи с чем не решается важная задача трансформации сбережений населения в инвестиции | Изменение спецификации статуса закрытого паевого инвестиционного фонда. Разделение закрытых паевых инвестиционных фондов на два типа:<br>1) ПИФы - трасты для крупных инвесторов, ориентированные на спекулятивную стратегию максимизации дохода при высоких рисках;<br>2) классические паевые инвестиционные фонды для массовых инвесторов, ориентированные на консервативную стратегию сохранения капитала и снижение издержек при невысоком уровне риска |
| Низкий инвестиционный потенциал | Недостаточная инвестиционная привлекательность ПИФ для массовых инвесторов, обусловленная в частности отсутствием компенсационных механизмов и гарантий вложений средств, определяет невысокую капитализацию данных финансовых институтов           | Участие управляющих компаний ПИФ в реализации социально значимых инвестиционных проектов государства, реализуемых в формате государственно-частного партнерства через механизм инфраструктурных облигаций и ипотечных ценных бумаг. Создание системы государственного фонда страхования вложений инвесторов; введение обязательного страхования ответственности управляющего в управляющей компании ПИФ   |

| Проблема  | Содержание   | Возможное решение   |
|---|--|---|
| Ограниченная емкость фондового рынка                                      | Низкая капитализация финансового рынка и дефицит производных финансовых инструментов снижают возможности проведения операций хеджирования в целях снижения рисков падения доходности пая   | Создание условий для проведения сделок секьюритизации; развитие производных финансовых инструментов; совершенствование нормативно-правовой базы для активизации функционирования хедж-фондов; упрощение процедуры государственной регистрации выпуска ценных бумаг; обеспечение благоприятного налогового климата для участников системы коллективного инвестирования |
| Низкая информационная прозрачность управляющих компаний                   | Недостаток информации о структуре инвестиционных портфелей и финансовых показателях деятельности управляющей компании обуславливает недоверие к финансовым институтам и ограничивает приток средств частных инвесторов на рынок  | Раскрытие информации с использованием единого стандарта на базе GIPS о результатах деятельности управляющей компании паевого инвестиционного фонда. Создание единой базы статистических данных на основе информации Банка России  |
| Недостаточный уровень качества управления рисками в управляющих компаниях | Неспособность многих управляющих компаний эффективно действовать в условиях нестабильного рынка приводит к снижению доходности вложений инвесторов и обуславливает отток капитала. Незрелость института рейтинговых оценок обуславливает отсутствие у большинства управляющих компаний мотивации для повышения качества и надежности профессионального управления активами | Введение должности риск-менеджера в организационную структуру управляющей компании, введение квалификационных требований к риск-менеджерам. Усиление роли саморегулируемых организаций и рейтинговых агентств в системе коллективных инвестиций   |

В третьей главе "Перспективы развития паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации" рассмотрены зарубежный опыт развития паевых инвестиционных фондов и его адаптация к российским условиям, а также направления повышения доходности фондов для инвесторов.

Изучение зарубежного опыта позволило определить, что инвестиционные фонды коллективных вложений достаточно активно участвуют в мобилизации

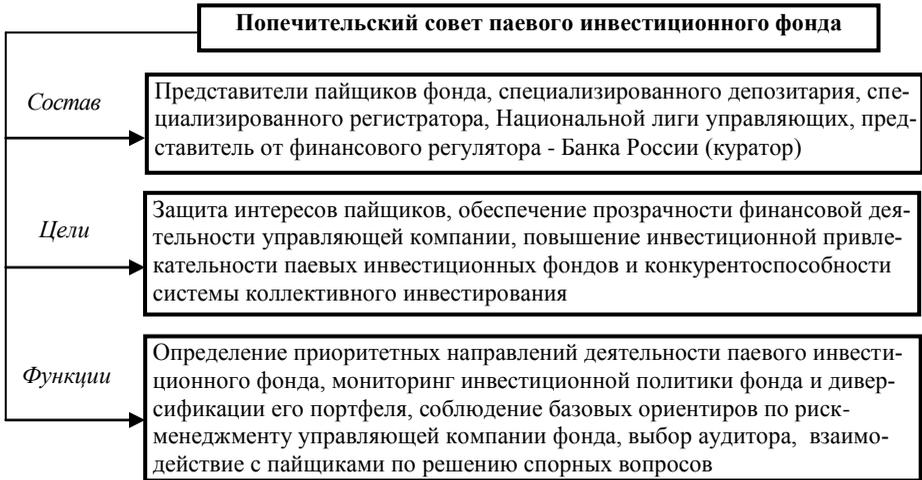
сбережений экономических субъектов, направляемых на финансирование экономики. Так, доля активов фондов в ВВП отдельных стран находится в интервале от 10 до 55%. За последние 10 лет ежегодные темпы роста активов составляют 20-23%. По состоянию на 1 квартал 2013 г. значительные доли мирового рынка паевых фондов по стоимости чистых активов в ВВП занимают США - 49%, Люксембург - 31%, Франция - 22%, Великобритания - 11%, а Россия - менее 1%. Интенсивный рост фондов коллективных сбережений за рубежом объясняется тем, что население стало предпочитать банковским вкладам долгосрочные вложения в инвестиционные фонды.

Можно выделить несколько причин, обуславливающих потребительские предпочтения населения в размещении своих сбережений в инвестиционные фонды. В первую очередь, это гарантии надежности для инвесторов и обеспечение более высокой доходности по сравнению с другими инвестиционными институтами. Основная задача законодательного регулирования коллективного инвестирования - предотвращение несанкционированных действий управляющих компаний, ведущих к повышению уровня риска, к снижению финансовой устойчивости компании, к конфликтным ситуациям. В частности, инвестиционные компании должны раскрывать политику, которой они следуют для достижения своих инвестиционных целей. При этом компании не имеют права менять провозглашенные цели без согласия держателей паев. Существенной особенностью функционирования инвестиционного фонда является предоставление ему ряда налоговых льгот. Так, законодательством ряда европейских стран предусмотрено освобождение инвестиционных фондов от налогов на текущий доход и на прирост капитала при условии распределения среди акционеров не менее 90% полученной прибыли.

В данной связи функционирование паевых инвестиционных фондов в большинстве стран придерживается следующего принципа: управление активами фонда и контроль за данным процессом осуществляются разными субъектами. Адаптируя рассмотренный зарубежный опыт функционирования инвестиционных фондов к российской практике, автор считает, что в качестве дополнительного контролирующего органа может выступать попечительский совет паевого инвестиционного фонда. Попечительский совет является общественным органом и создается в целях надзора за деятельностью паевого инвестиционного фонда и защиты интересов инвесторов. В частности, попечительский совет участвует и согласовывает наиболее важные вопросы, затрагивающие права и интересы инвесторов. На рисунке 6 представлены состав, цели и функции попечительского совета паевого инвестиционного фонда, адаптированные к российским условиям.

Решающим показателем, определяющим инвестиционную привлекательность паевого фонда, является доходность пая. Однако при наличии

большого разнообразия типов и категорий паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования в Российской Федерации перед потенциальными инвесторами встает проблема выбора конкретного фонда.



*Рисунок 6 - Характеристика попечительского совета паевого инвестиционного фонда в РФ*

На практике в настоящее время оценки инвестиционных портфелей паевых инвестиционных фондов ориентированы в основном на активного пайщика, формирующего свой инвестиционный портфель, исходя из конъюнктуры финансового рынка. Пассивные пайщики доверяют управлять своими инвестициями управляющей компании паевого инвестиционного фонда и не могут самостоятельно провести анализ, выбрать наиболее надежный и эффективный фонд, что обуславливает необходимость увеличения их информированности в данных вопросах. Представленная в диссертации информация, которую могут получить потенциальные инвесторы фондов, позволила сделать вывод о том, что она не несет в себе достаточных сведений. Для инвесторов в средствах массовой информации, как правило, не публикуются показатели реальной (с учетом инфляции) доходности пая и чистого дохода инвестора с учетом всех комиссий.

По мнению автора, для повышения информационной прозрачности деятельности паевых инвестиционных фондов и управляющих компаний для них должна быть разработана форма отчетности, обязательная для публикации в средствах массовой информации. В качестве показателей данной отчетности могут выступать коэффициенты, определяющие доходность паев фондов: коэффициент Шарпа, коэффициент Сортино, коэффициент VAR, показатель волатильности, коэффициент  $R^2$ , коэффи-

циент  $\alpha$ , коэффициент  $\beta$ . Совокупность данных показателей и их значения могут служить основой выбора паевого фонда для размещения денежных средств инвесторами.

На основе проведенного в работе эконометрического анализа результатов деятельности десяти паевых инвестиционных фондов были выявлены наиболее существенные показатели доходности пая, определяющие эффективность вложений инвесторов.

По мнению автора, регулярное информирование инвесторов о доходности паев способно изменить негативную тенденцию оттока средств пайщиков из паевых инвестиционных фондов, что в среднесрочной перспективе повлечет за собой рост количества участников, а также объема рынка коллективных инвестиций и будет способствовать эффективному функционированию российского финансового рынка в целом.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Таким образом, поставленные цели и задачи исследования можно считать выполненными. Полученные результаты могут быть использованы как для совершенствования и дальнейшего развития теоретико-методологической базы коллективного инвестирования, так и на прикладном уровне в ежедневной работе паевых инвестиционных фондов. Применение выводов, обоснованных в диссертации, позволит повысить эффективность деятельности паевых инвестиционных фондов и их инвестиционную привлекательность для массовых инвесторов, а также обеспечить широкое вовлечение средств населения в систему коллективного инвестирования в Российской Федерации.

## СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ АВТОРОМ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

### *В изданиях, определенных перечнем ВАК*

1. Жегалова, А.С. Механизм применения закрытых паевых инвестиционных фондов для оптимизации ссудной задолженности банков [Текст] / А.С. Жегалова // Вестн. Самар. гос. экон. ун-та. - Самара, 2010. - № 5 (67). - С. 31-34. - 0,5 печ. л.
2. Жегалова, А.С. Развитие института коллективного инвестирования в России [Текст] / А.С. Жегалова // Экон. науки. - 2013. - № 6 (103). - С. 99-101. - 0,5 печ. л.

3. *Жегалова, А.С.* Мировой опыт коллективного инвестирования: возможность его адаптации для финансового рынка России [Текст] / А.С. Жегалова // *Вопр. экономики и права.* 2013. - № 7. - С. 117-119. - 0,4 печ. л.

#### ***В других изданиях***

4. *Жегалова, А.С.* Паевые инвестиционные фонды: современное состояние и их развитие в России [Текст] / А.С. Жегалова // *Вестн. молодых ученых Самар. гос. экон. ун-та.* - Самара, 2008. - № 1 (17). С. 39-42. - 0,33 печ. л.

5. *Жегалова, А.С.* К вопросу использования закрытых паевых инвестиционных фондов для реструктуризации банковской задолженности [Текст] / А.С. Жегалова // *Вестн. молодых ученых Самар. гос. экон. ун-та.* - Самара, 2010. - № 1 (21). - С. 36-39. - 0,3 печ. л.

6. *Жегалова, А.С.* Государственно-частное партнерство на основе работы закрытого паевого инвестиционного фонда [Текст] / А.С. Жегалова // *Стратегическое управление организациями: теория и практика инновационного развития: сб. науч. тр. Всерос. науч.-практ. конф., 6-7 марта 2012 г.* - СПб., 2012. - С. 398-401. - 0,3 печ. л.

7. *Жегалова, А.С.* Современное состояние государственно-частного партнерства в России и перспективы его развития [Текст] / А.С. Жегалова // *Инновационная модель экономики и государственно-частное партнерство (ИНПРОМ-2012): тр. Междунар. науч.-практ. конф., 17-21 мая 2012 г.* - С. 62-65. - 0,2 печ. л.

8. *Жегалова, А.С.* Рынок коллективных инвестиций в аспекте государственно-частного партнерства в России и перспективы его развития [Текст] / А.С. Жегалова // *Вестн. проф. бухгалтера. Финансовые инструменты кластерной политики и поддержки кластерных инициатив: сб. материалов VI Междунар. науч.-практ. конф., Самара, 5-6 июля 2012 г.* - Самара, 2012. - № 4-6 (139-141). - С. 221-225. - 0,3 печ. л.

Подписано в печать

Формат 60×84/16. Бум. писч. бел. Печать офсетная.

Гарнитура "Times New Roman". Объем 1,0 печ. л.

Тираж 150 экз. Заказ №

Отпечатано в типографии ФГБОУ ВПО "СГЭУ".

443090, Самара, ул. Советской Армии, 141.