

## Теоретические и методологические основы исследования институциональных инвесторов

© 2009 А.В. Трофимовская  
Московский государственный университет экономики,  
статистики и информатики (МЭСИ)

Предметом теории финансового посредничества являются функции, цели и механизмы работы финансовых посредников. Результатом исследований данной проблематики стало доказательство того, что эффективное распределение инвестиций в реальный сектор в современной экономике невозможно без финансовых посредников. Можно выделить следующие типы финансовых посредников: коммерческие банки, инвестиционные фонды, пенсионные фонды, страховые компании, общие фонды банковского управления, кредитные союзы.

*Ключевые слова:* теория финансового посредничества, инвестиции, эффективное распределение.

Исходным моментом нашего анализа стало исследование “теории финансового посредничества”. Предметом теории являются функции, цели и механизмы работы финансовых посредников. Идея эффективного распределения ресурсов в экономике на основе преодоления неопределенности результата инвестирования, снижения риска вложений и увеличения числа альтернативных видов финансовых активов была заложена А. Пигу и развита в работах Р. Голдсмита, Дж. Герли, Е. Шоу, Й. Шумпетера и других известных экономистов.

Решающий вклад в понимание механизмов взаимодействия финансовых институтов и фондового рынка внесли исследования Г. Марковица, Ф. Модильяни и М. Миллера, У. Шарпа, Коупленда и др. Портфельный анализ, теория стоимости компаний, принципы эффективности операций и применения различных инструментов образовали комплекс трудов по вопросам теории фондового рынка<sup>1</sup>.

Результатом отмеченных исследований стало доказательство того, что эффективное распределение инвестиций в реальный сектор в современной экономике невозможно без финансовых посредников. Важным достижением теории является обоснование необходимости и полезности рынка ценных бумаг как системы функционирования финансовых посредников, обеспечивающих трансформацию денежных сбере-

жений в инвестиции. Высокий уровень развития финансовых институтов и фондового рынка рассматривается в настоящее время как необходимое условие обеспечения устойчивого и динамичного экономического роста экономики.

Для современной науки характерно наличие разных подходов к исследованию институциональных инвесторов. Обобщение подходов современных авторов позволило систематизировать существующие представления о сути и предназначении институциональных инвесторов, а также об их функциях (табл. 1).

Представленная классификация показывает, что в отсутствие общепринятого определения институционального инвестора исследователи акцентируют внимание на определенных сторонах их деятельности в экономике и на фондовом рынке. Под институциональным управляющим будем понимать организации или профессионалов, которые создают или управляют портфелями активов по поручению своих клиентов - организаций или индивидуальных инвесторов. Исходя из этого определения, можно выделить следующие типы финансовых посредников: коммерческие банки, инвестиционные фонды, пенсионные фонды, страховые компании, общие фонды банковского управления, кредитные союзы.

Наиболее представительным институциональным инвестором является институт - паевой инвестиционный фонд, преимущество которого состоит в том, что, объединяя средства многочисленных инвесторов в едином фонде под управлением профессионального управляющего, он обеспечивает возможность участия в деятельности рынка ценных бумаг широкому кругу мелких инвесторов, выступая в качестве их предста-

<sup>1</sup> Среди характерных работ на эту тему выделим труды современных авторов: Бриггем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. СПб., 1997. См. также: Уильям Ф.Ш., Гордон Дж.А., Джефффри В.Б. Инвестиции. М., 1998; Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами. М., 1996; Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М., 1997.

**Таблица 1. Классификация системы институциональных инвесторов**

Тип инвестора	Собственник	Управление активами	Мониторинг и оценка эффективности	Конечный носитель рисков
Инвестиционные фонды (розничный бизнес)	Домашние хозяйства Юридические лица	Управление собственными активами	Инвесторы, рейтинговые агентства	Домашние хозяйства Юридические лица
Управляющие активами (оптовый бизнес)	Институциональные инвесторы	Управление внешними активами	Инвесторы, консультанты	Институциональные инвесторы
ОФБУ	Бенефициары	Управление собственными и внешними активами	Доверенные лица, консультанты	Бенефициары
Пенсионные фонды (система пенсионных вкладов)	Бенефициары	Управление собственными и внешними активами	Доверенные лица, консультанты	Бенефициары
Страховые компании	Страховые компании	Управление собственными и внешними активами	Страховые компании, консультанты	Страховые компании, владельцы страховых полисов
Доверительное управление	Домашние хозяйства	Управление внешними активами	Доверенные лица, консультанты	Домашние хозяйства
Кредитные союзы	Домашние хозяйства	Управление собственными активами	Домашние хозяйства, рейтинговые агентства	Домашние хозяйства

вителя и снижая при этом риски для каждого инвестора.

Как известно, быстрый прогресс фондового рынка России в условиях растущего тренда развития экономики открывал возможности участия в его операциях все более широкого круга портфельных инвесторов и получения ими доходов за счет роста капитализации изначально недооцененных российских предприятий. Это обстоятельство стало одним из главных факторов роста объема российского рынка ценных бумаг и доходности фондовых операций, что послужило мощным стимулом для образования многих видов институциональных инвесторов и стало их вовлечением в операции фондового рынка.

Основной проблемой российского рынка ценных бумаг, как доказал кризис, является недостаточность в ориентированности на решение приоритетных экономических и социальных проблем общества.

Установлено, что особенностью формирующихся рынков (к которым относится и Россия) является зависимость от иностранных портфельных инвесторов, которые на открытом рынке носят преимущественно краткосрочный спекулятивный характер и являются, как правило, концентрированными вокруг группы крупных институциональных инвесторов, осуществляющих операции с высоким кредитным рычагом.

Основными игроками на докризисном внутреннем рынке акций и облигаций оставались

нерезиденты, включая фонды хеджирования. Обнаружено, что при появлении признаков среднесрочной деформации какой-либо из фундаментальных макросоставляющих (снижение темпов роста экономики, падение ВВП, дефицитность бюджета, чрезмерный рост государственного долга, опережающий рост импорта над экспортом, формирование отрицательного торгового счета, счета текущих операций платежного баланса, рост инфляции и уровня процента, мыльные пузыри на отдельных сегментах финансового рынка и т.п.), при возникновении убежденности рынка в переоцененности национальной валюты, эксцессивности долгов и перегретости рынка акций приток капитала постепенно прекращается, нерезиденты фиксируют прибыль, начиная постепенно выводить капитал из страны (с ростом давления на валютный курс).

Как показал анализ, для интенсивного развития институциональных инвесторов недостаточно высоких экономических показателей страны (табл. 2).

Оценка макро- и микроэкономических аспектов развития рассматриваемых инвесторов позволила сгруппировать их следующим образом:

1) финансово-экономические факторы: устойчивый экономический рост; зрелость финансового рынка и развитость его инфраструктуры; рост реальных денежных доходов населения; расширение границ среднего класса; снижение темпов инфляции;

Таблица 2. Динамика стоимости активов\*

Показатели	2000 г.	2006 г.	2007 г.
ВВП в текущих долларовых ценах, % (2000=100)	100	379,2	471,2
Денежная масса в долларовом эквиваленте по методологии денежного оборота МВФ, % (2000=100)	100	632,7	847,1
Инфляция (индекс потребительских цен), %	100	206,4	231,0
Фондовый индекс РТС, % (2000=100)	100	1341,1	1598,4
Иностраннные портфельные инвестиции, % (2000=100)	100	846,1	Н.д.
Иностраннные портфельные инвестиции / ВВП в текущих долларовых ценах, %	12,4	27,6	Н.д.
Доля нерезидентов на рынке ММВБ**, %	< 4	24	> 30
Доля акций в портфельных инвестициях, %	34,6	75,4	Н.д.

\* Бюллетень банковской статистики, 2001-2007, РТС, Word Economic Outlook October 2007, база данных валютных курсов ЦБР, база данных сб. "Россия в цифрах" Федеральной службы государственной статистики.

\*\* Презентация Г. Марголита - зам. генерального директора фондовой биржи ММВБ: Фондовая биржа ММВБ: сектор инновационных и растущих компаний, 2007 // Бирж. новости. 2007. № 12.

2) регулятивные факторы: наличие развитой системы регулирования институтов коллективного инвестирования, в том числе законодательного обеспечения (его последовательного и справедливого применения), наличие регулирующего органа и региональной сети регулирующего органа; развитие саморегулирования отрасли; благоприятный налоговый режим;

3) социальные факторы: повышение финансовой, в том числе инвестиционной, культуры населения; взаимное доверие населения, власти и бизнеса; содействие со стороны органов государственной власти и местного самоуправления развитию институциональных инвесторов, в особенности институтов коллективного инвестирования.

Согласно макроэкономическим закономерностям, обоснованным Дж.М. Кейнсом, рост доходов населения повышает общую его склонность к сбережениям. В отличие от других финансовых активов на российском рынке ПИФы приносят позитивную реальную доходность инвесторам. Доказано, что инвестиционные фонды, за исключением некоторых, являются наиболее простой, наименее рискованной и экономически эффективной формой вложения домохозяйств в ценные бумаги и извлечения выгод в виде роста капитализации фондового рынка и распределения дивидендов, купонных доходов и других выплат.

Однако, как показывает текущая фаза финансового кризиса, для сохранения позиций институциональных инвесторов необходимо целенаправленное государственное воздействие, в части:

- расширения интервенции на рынке институциональных инвесторов;
- использования финансовых резервов;
- использования административных методов.

Накопленный к настоящему времени опыт деятельности российских инвестиционных фондов можно обобщить и разделить на два периода:

I. Зарождение. 1990-е гг. - появление чековых инвестиционных фондов, используемых для вложения приватизационных чеков. Кроме того, функционирование как фондов, так и инвесторов осуществлялось в правовом вакууме. Так, с 1995 г. по 2001 г. инвестиционные фонды действовали в отсутствие полноценного закона, на основе указов Президента и других нормативных документов.

II. Становление и развитие. Условия формирования и задачи инвестиционных фондов претерпели в 2000-е гг. существенные изменения, а их деятельность наполнилась новым содержанием. Решающее значение имел динамичный рост экономики России, а в правовом отношении - принятие в 2001 г. Федерального закона об инвестиционной деятельности, который разъяснил термин "инвестиционный фонд" и предусмотрел возможность создания двух типов фонда - акционерного и паевого.

К причинам слабого развития акционерных инвестиционных фондов (АИФ) (на момент исследования насчитывалось их около 600) можно отнести следующие:

- 1) модель инвестора в качестве акционера для российских граждан неясна;
- 2) инвестор обязан регулярно участвовать в общем собрании;
- 3) деятельность осложнена процедурными издержками (в том числе необходимостью эмиссии акций только через открытую подписку со всеми ее сложностями);
- 4) налогоплательщик является налоговым агентом.

Переломным годом для российского рынка коллективных инвестиций стал 2003 г., когда в

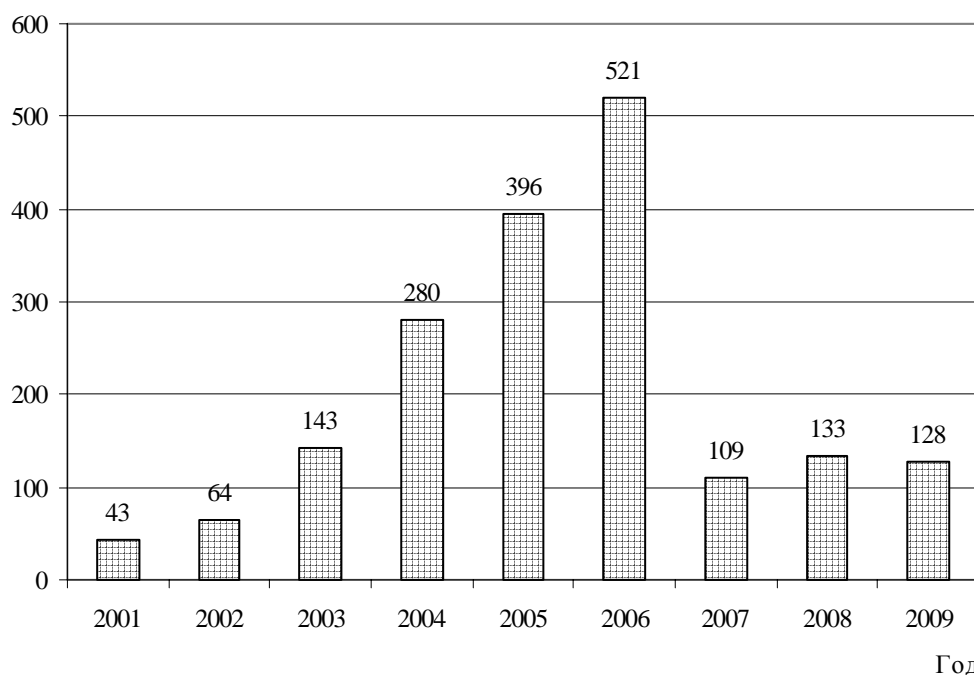


Рис. Динамика управляющих компаний

Источник. [www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru).

силу совместного действия ряда позитивных факторов в российской и мировой экономике эффективность деятельности ПИФов в РФ превзошла все прошлые показатели. За 2003 г. ПИФы показали средний размер доходности на уровне 60%, а совокупная стоимость их чистых активов выросла в 6 раз<sup>2</sup>.

Данный сегмент фондового рынка стал восприниматься как наиболее выгодный и перспективный для привлечения денежных ресурсов. Финансовые институты и крупные корпорации стали активно создавать паевые инвестиционные фонды и организовывать управляющие компании (УК) в расчете на высокие доходы и большие возможности аккумулирования денежного капитала (см. рисунок).

По данным на 1 июня 2009 г., общее количество ПИФов составило 1164, в том числе открытых - 470, интервальных - 98, закрытых - 596. По сравнению с 1 мая 2009 г. общее количество их увеличилось на 12,9% за счет роста количества закрытых с 479 до 596. Стоимость чистых активов (СЧА) ПИФов на 1 июня 2009 г. составила 668,77 млрд. руб., что на 1,95% выше значения 1 мая 2009 г., когда СЧА была 655,74 млрд. руб. и на 3,97% выше значения 1 января 2009 г., когда СЧА составляла 642,2 млрд. руб.

В начале 2008 г. СЧА составляла 765,5 млрд. руб., а на 1 июня 2008 г. - 835,5 млрд. руб. С момента начала проявления кризиса СЧА снизилась из-за большого объема вывода средств из ПИФов и падения стоимости активов паевых фондов, вложенных в ценные бумаги. Чистый отток из фондов в мае составил около 400 млн. руб., тогда как в апреле пайщики вывели из ПИФов порядка 100 млн. руб. Средства выводились из всех фондов кроме фондов облигаций и денежных фондов. Больше всего средств было выведено из фондов акций (более 180 млн. руб.) и фондов смешанных инвестиций (более 170 млн. руб.).

Выявлено, что падение рынка обусловлено истощением резерва экономического подъема, а курсы акций приблизились к максимуму своего роста. В 2008 г. произошло снижение биржевых индексов в России в среднем на 70%. Кроме того, в 2008 г. участились случаи технических дефолтов. Общее количество - 77, из них по оферте - 30, по купону - 40, по погашению - 7. Произошло 23 дефолта на сумму 2,27 млрд. руб., 24 технических дефолта на сумму 5,72 млрд. руб., 26 - по неисполнению оферты и 4 - по просрочке исполнения оферты.

Резюмируя основные позиции, отраженные в статье, следует отметить, что Россия является частью мирового сообщества и не остается в стороне от мировых экономических процессов.

Поступила в редакцию 05.08.2009 г.

<sup>2</sup> [www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru).