

**На правах рукописи**

**Тимофеев Андрей Юрьевич**

**УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ  
В СИСТЕМЕ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ**

**Автореферат  
диссертации на соискание учёной степени  
кандидата экономических наук**

Специальность 08.00.05 – «Экономика и управление народным хозяйством»  
(управление инновациями и инвестиционной деятельностью)

**Ярославль – 2007**

Работа выполнена на кафедре бизнеса и финансов Международного университета бизнеса и новых технологий

**Научный руководитель -** доктор экономических наук, профессор  
**Коречков Юрий Викторович**

**Официальные оппоненты:** доктор экономических наук, профессор  
**Майоров Иосиф Михайлович**  
кандидат экономических наук, доцент  
**Мудревский Александр Юзэфович**

**Ведущая организация -** ГОУ ВПО «Ярославский государственный  
технический университет»

Защита состоится «\_\_\_» мая 2007 года в \_\_\_ час. на заседании диссертационного совета К 212.002.03 при ГОУ ВПО «Ярославский государственный университет им. П.Г. Демидова» по адресу: 150000, г. Ярославль, ул. Комсомольская, д.3, экономический факультет, ауд. 307.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ГОУ ВПО «Ярославский государственный университет им. П.Г. Демидова» по адресу: 150003, г. Ярославль, Полушкина роща, д. 1.

Автореферат разослан «\_\_\_» апреля 2007 г.

Учёный секретарь  
диссертационного совета



Л.А. Маматова

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** В условиях развития рыночных отношений в России обозначились проблемы, неотложное решение которых обуславливает положительные результаты реформирования экономической системы. Среди них особую актуальность приобретают те, которые связаны с необходимостью привлечения в экономику дополнительных инвестиционных ресурсов. Успех модернизации отечественной экономики во многом зависит от реализации механизмов, позволяющих трансформировать принадлежащие гражданам средства из разряда сбережений в разряд долгосрочных инвестиций.

В развитых странах привлечение на рынок свободных денежных средств массового инвестора осуществляется через формы коллективного инвестирования. Например, без инструментов рынка коллективных инвестиций представлялось бы сомнительным обеспечение инвестиционными ресурсами процессов, преобразовавших в последнее двадцатилетие экономику передовых стран. Несмотря на бурный рост, российскому рынку коллективных инвестиций, как по абсолютным объёмам, так и по относительному весу в экономике, пока ещё далеко до показателей ведущих зарубежных стран. Однако от того, насколько данный рынок сохранит высокие темпы роста, будет во многом определяться способность российской экономики мобилизовать частные накопления и её перспективы достигнуть уровня инвестиционной активности передовых стран.

Сложность принятия инвестиционных решений на фондовом рынке, с одной стороны, и его потенциальная привлекательность для инвесторов, с другой, создают предпосылки для делегирования полномочий по управлению активами профессионалам. Частные инвесторы могут в будущем стать главными участниками фондового рынка России, и именно существующие формы коллективного инвестирования предоставляют им такую возможность, предлагая наиболее удобные и разнообразные инструменты размещения свободных денежных средств.

Необходимость научно-обоснованной оценки управления инвестиционной деятельностью в системе коллективного инвестирования, а также разработки форм и способов формирования привлекательного инвестиционного климата в современной России и определяют актуальность диссертационного исследования.

**Степень научной разработанности проблемы.** Научные изыскания и практические разработки проблемы инвестиций и управления инвестиционной деятельностью представлены в трудах Дж. Бэйли, Л.Дж. Гитмана, Д. Канемана, Д. Клендера, К.Р. Макконнелла, Д. Марковица, Э. Тверски, У.Ф. Шарпа, Дж. Швагера и других учёных. Отдельные аспекты теории коллективного инвестирования и эволюции его институтов исследовали С. Бакстон, К. Гилкрист, Е.Ф. Жуков, В.В. Ковалёв и другие.

Истории развития институтов коллективного инвестирования посвящены труды М.А. Кожевникова, Ю.В. Коречкова, В.Д. Миловадова. В них исследованы исторические аспекты развития акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов.

Особенности развития фондового рынка, как сферы управления активами коллективных инвесторов, раскрыты в трудах Б.И. Алёхина, А.П. Бычкова, А.П. Гончарова, И.В. Разумова, Е.О. Савченко, А.В. Чаленко и других экономистов. Исследованию деятельности отдельных институтов коллективного инвестирования посвящены труды Н.И. Берзона, Е.А. Буяновой, С.А. Михайлова. В них рассмотрены теоретические основы коллективного инвестирования, даны объяснения явлений и процессов, происходящих на рынке ценных бумаг.

Проблемы управления инвестиционной деятельностью в системе коллективного инвестирования в отечественной науке рассмотрены в трудах Я.М. Миркина, А.А. Первозванского, Т.М. Первозванской. Отдельным направлениям управления инвестициями посвящали свои труды М.Е. Капитан,

Г.П. Лузин, К.Л. Савицкий, А.П. Перцев, Г.В. Эрдман и ряд других экономистов.

В трудах отечественных учёных изложены основные положения, раскрывающие сущность управления инвестиционной деятельностью в системе коллективного инвестирования, механизм осуществления управления различными формами коллективного инвестирования. Однако в них не раскрыты особенности издержек управления и манипуляций с активами и доходностью коллективных инвесторов. Несмотря на возросший интерес к проблеме развития экономических отношений в сфере коллективного инвестирования, недостаточно проработаны вопросы инвестиционной деятельности частных инвесторов.

**Гипотеза**, проверяемая в исследовании, заключается в том, что в условиях коллективного инвестирования в управлении инвестиционной деятельностью выделяется два основных направления: управление инвестициями при размещении их в формы коллективного инвестирования, осуществляемое частными инвесторами, и управление активами коллективных инвесторов на фондовом рынке, осуществляемое управляющими компаниями. Обусловленные единым процессом задачи имеют общую цель, заключающуюся в получении дополнительного дохода от инвестиций, в то же время, если в рамках первого направления стремление к её достижению всегда определённо, то в рамках второго возможны исключения, обусловленные рядом факторов, что требует определения направлений совершенствования управления инвестиционной деятельностью в системе коллективного инвестирования.

**Целью исследования** является решение научной задачи, заключающейся в уточнении процесса управления инвестиционной деятельностью в системе коллективного инвестирования и обоснования возможных направлений его совершенствования.

В соответствии с поставленной целью в диссертации решаются следующие **основные задачи**, отражающие логику исследования:

- уточнить экономическую природу коллективного инвестирования и обосновать предпосылки формирования данного экономического явления;
- раскрыть институциональные основы инвестиционной деятельности в системе коллективного инвестирования;
- определить общемировые тенденции развития институтов коллективного инвестирования и обосновать особенности развития данного института в России;
- раскрыть особенности управления активами коллективных инвесторов в современных условиях;
- уточнить издержки управления и манипуляции с активами и доходностью коллективных инвесторов;
- уточнить поведенческие особенности частных инвесторов;
- выявить зависимость потока инвестиций от показателей управления активами коллективных инвесторов;
- определить возможные направления совершенствования управления инвестиционной деятельностью.

**Объектом исследования** в диссертации является инвестиционная деятельность в системе коллективного инвестирования.

**Предметом исследования** являются экономические отношения по поводу управления инвестиционной деятельностью в системе коллективного инвестирования.

**Теоретико-методологической основой исследования** явились труды отечественных и зарубежных авторов по проблемам коллективного инвестирования. В ходе исследования применялись: диалектический метод, методы анализа и синтеза, сравнений и обобщений, табличные и графические приёмы, а также методы статистики и эконометрики. Исследование основывается на принципах единства исторического и логического подхода к анализу экономических явлений в сфере управления инвестиционной деятельностью в системе коллективного инвестирования, противоречивом характере общест-

венно-экономических процессов, обращении к практике как к критерию истины.

Применяемый в диссертации системный подход развит через методы индукции и дедукции, используемые при анализе свойств и закономерностей процессов коллективного инвестирования.

**Эмпирическая база исследования:** нормативные акты, материалы научно-теоретических и научно-практических конференций; периодическая литература.

Информационно-статистической базой исследования явились аналитические данные Федеральной службы России по финансовым рынкам (ФСФР), рейтинговых агентств и независимых оценщиков, отчёты управляющих компаний.

**Научная новизна** результатов исследования заключается в авторской разработке, уточнении и дополнении теоретических положений по совершенствованию управления инвестиционной деятельностью в системе коллективного инвестирования.

Наиболее существенными являются следующие научные результаты работы:

- дополнены существующие классификации коллективных инвесторов по признакам: характер управления активами; тип финансовых инструментов; состав портфеля;

- доказана необходимость внедрения контроля за достоверностью информации, распространяемой аналитическими агентствами путём согласования (утверждения) с ФСФР правил расчёта используемых ими оценочных показателей; а также контроля над происхождением показателей доходности паевых инвестиционных фондов, аналогично механизму, предусмотренному для управляющих компаний в отношении управления активами негосударственных пенсионных фондов;

- с использованием множественной линейной регрессионной модели уточнены поведенческие особенности частных инвесторов путём выявления зависимости потока инвестиций от показателей управления активами;

- предложены направления совершенствования инвестиционной деятельности частных инвесторов в системе коллективного инвестирования через: ориентацию на объективность инвестиционных предпочтений и возможностей; использование агрессивной стратегии; расчёт на срочное инвестирование; комплексную оценку управления активами коллективных инвесторов и проведение их сравнительной характеристики;

- определены возможные направления формирования адекватного информационного климата для принятия решений при размещении средств в сферу коллективного инвестирования.

**Теоретическая значимость** полученных результатов состоит в уточнении теоретических основ системы коллективного инвестирования, определении возможных направлений совершенствования управления инвестиционной деятельностью в данной системе.

**Практическая значимость** выполненного исследования определяется возможностью использования основных положений, выводов и рекомендаций:

- в практической деятельности управляющих компаний и частных инвесторов;

- при разработке нормативных актов, регулирующих вопросы организации деятельности коллективных инвесторов;

- при осуществлении ФСФР контроля за деятельностью коллективных инвесторов;

- в учебном процессе учебных заведений при преподавании дисциплин «Управленческий анализ и учет», «Финансовый менеджмент», «Организация и финансирование инвестиций», «Рынок ценных бумаг и биржевое дело», «Моделирование рынка ценных бумаг» и других.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Выводы, предложения и практические рекомендации диссертационного исследования нашли отражение в научных публикациях. По теме диссертации опубликовано 9 научных работ, общим объёмом 10,2 п.л., в том числе 1 статья в научном журнале, включённом в перечень изданий, рекомендуемых ВАК для публикации основных результатов диссертаций.

Основные положения и выводы диссертации докладывались на трёх международных конференциях «Молодежь и экономика» (Ярославль, ЯВФЭИ, 2004-2006 гг.); всероссийских конференциях «Региональное развитие: резервы и перспективы» (Ярославль, МУБиНТ, 2005 г.), «Развитие инновационного потенциала регионов России» (Ярославль, НП МИТЦ, Администрация Ярославской области, 2007).

Материалы диссертации использованы в учебном процессе Ярославского военного финансово-экономического института имени генерала армии А.В. Хрулёва, Международном университете бизнеса и новых технологий и ИПК «Конверсия» - Высшая школа бизнеса.

Результаты диссертационного исследования нашли применение в деятельности Территориального отдела РО ФСФР в ЦФО по Ярославской области (имеются акты внедрения).

**Объём и структура работы.** Диссертация состоит из введения, трёх глав, заключения, списка литературы и 5 приложений. Основной текст работы изложен на 138 страницах, включает 9 таблиц и 6 рисунков. Список использованной литературы содержит 141 наименование.

### **ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ**

**Во введении** обосновывается актуальность темы диссертационной работы; характеризуется степень научной разработанности проблемы; определяется объект, предмет, цель и задачи исследования, его теоретико-методологическая основа; формулируется научная новизна; раскрывается теоретическая и практическая значимость исследования, его апробация.

В первой главе диссертации «**Теоретические основы коллективного инвестирования**» исследована экономическая природа коллективного инвестирования, выявлены его институциональные основы и рассмотрен генезис институтов коллективного инвестирования.

В соответствии с законодательством РФ инвестиции определяются как денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные и иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта. Под инвестиционной деятельностью в диссертации понимается вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Отмечено, что если речь идёт об операциях на фондовом рынке, то под инвестированием обычно понимается достаточно длительное вложение денежных средств; при этом краткосрочные спекулятивные операции, совершаемые во временном масштабе от нескольких секунд до нескольких недель, основная цель которых – получение прибыли за счёт изменения конъюнктуры рынка, обычно именуют «торговлей» или «трейдингом» («trading»), а также «игрой на бирже».

В диссертации отмечено, что принятие решений на фондовом рынке требует наличия профессиональных знаний, определённой компетенции и временных затрат. Кроме того, деятельность мелких инвесторов, как правило, связана с высокими транзакционными издержками. Именно этими причинами, в первую очередь, и обусловлено возникновение предпосылок для формирования институтов коллективного инвестирования (коллективных инвесторов) - инвестиционных фондов (согласно российской правовой доктрине) или инвестиционных компаний (например, по законодательству США).

Делегирование инвесторами полномочий по управлению средствами осуществляется в рамках института доверительного управления имуществом,

исходя из сущности которого, в диссертации выделены следующие его основные принципы на фондовом рынке:

- осуществление управляющим деятельности в пользу выгодоприобретателя;
- относительная самостоятельность управляющего в принятии решений;
- обеспечение максимально возможной выгоды для инвестора;
- учёт индивидуальных требований выгодоприобретателя при осуществлении доверительных услуг;
- отсутствие перехода права собственности при передаче имущества в доверительное управление;
- обязательное разграничение имущества учредителя управления от имущества управляющего;
- контроль за деятельностью управляющего со стороны уполномоченного органа.

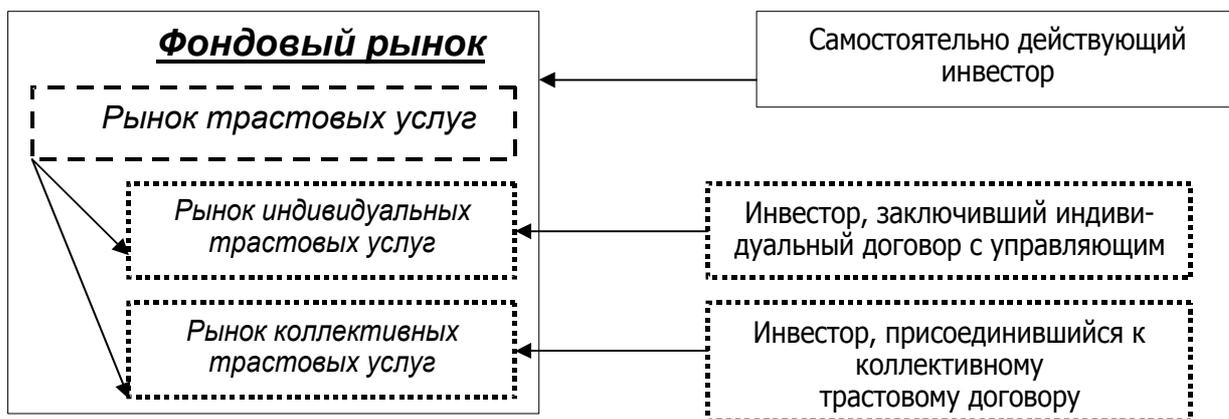
Проведённое исследование сущности доверительного управления позволило нам сформулировать в системе фондового рынка понятие рынка трастовых услуг. Мы предполагаем, что рынок трастовых услуг является подсистемой фондового рынка и представляет собой совокупность экономических отношений инвестора (учредителя управления) и управляющего по оказанию последним услуг, направленных на сбережение и возрастание стоимости доверенного имущества (в форме денег и ценных бумаг).

Считаем, что рынок трастовых услуг целесообразно разделить на два основных направления:

1. Рынок индивидуальных трастовых услуг, где заключаются индивидуальные договоры между управляющим и частным инвестором. В России подобного рода услуги обычно предлагают банки и инвестиционные компании. Этот рынок не имеет массового характера из-за достаточно высокого уровня минимальных сумм, которые управляющие принимают в траст, так как только существенные вложения позволяют получить наибольшую прибыль по счёту каждого клиента.

2. Рынок коллективных трастовых услуг, где осуществляется коллективное инвестирование, т.е. объединение вкладов инвесторов под единым управлением, или создание инвестиционных фондов.

Схематически варианты возможной деятельности инвесторов на фондовом рынке в рамках рассмотренных направлений представлены на рисунке 1.



**Рисунок 1. Варианты деятельности инвесторов на фондовом рынке.**

В работе обосновано, что типы коллективных инвесторов варьируются в зависимости от конкретной страны и присущего ей законодательства, однако экономическая суть явления не меняется: инвесторы (пайщики, акционеры и т.д.) объединяют свои средства и делегируют полномочия по управлению ими третьему лицу, обладающему необходимой компетенцией и правами и получающему за работу вознаграждение.

В диссертации дополнены существующие классификации коллективных инвесторов, в частности инвестиционных фондов. По характеру управления активами они разделены на:

- активно управляемые, ориентированные на активное управление инвестиционным портфелем, постоянное проведение экспертами фонда фундаментального и технического анализа котировок ценных бумаг;

- пассивно управляемые, в которых управление капиталом предполагает, что инвестор не стремится при помощи методов финансового анализа получить более благоприятное соотношение доходности и риска, нежели среднерыночное.

По типу финансовых инструментов выделены:

- фонды акций, основными инструментами размещения активов которых являются акции;

- фонды облигаций, размещающие активы в долговые ценные бумаги;

- смешанные фонды, размещающие активы в долевые и долговые ценные бумаги.

Дополнительным признаком данной классификации, несомненно, может являться соотношение долговых и долевого ценных бумаг в портфеле фонда.

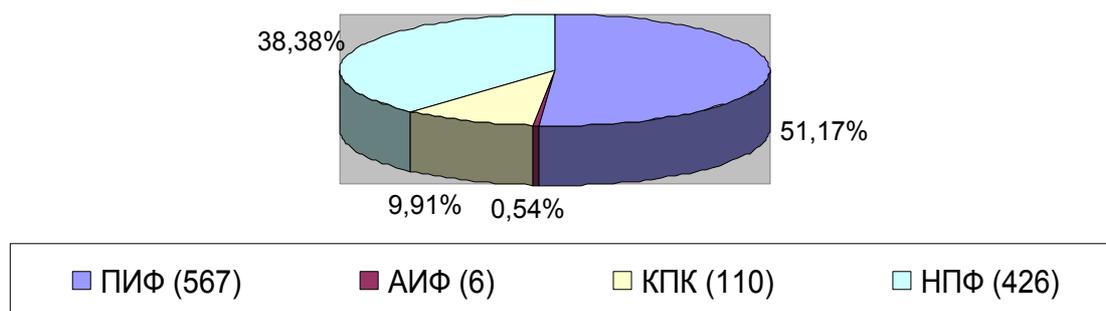
Отсюда можно выделить:

- фонды фондов, размещающие средства в ценные бумаги других инвестиционных фондов, повышая таким способом степень диверсифицированности портфеля;

- фонды денежного рынка, вкладывающие средства в краткосрочные финансовые инструменты;

- фонды недвижимости, инвестирующие не в финансовые активы, а в объекты недвижимости.

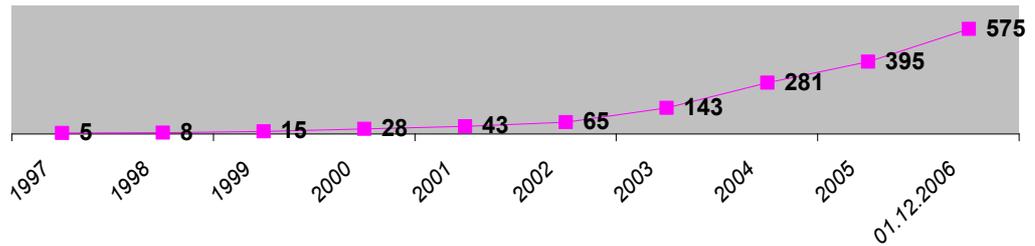
Доля каждого из действующих на российском рынке институтов коллективного инвестирования, по состоянию на 01.10.2006 г., представлена на рисунке 2.



### **Рисунок 2. Структура рынка коллективных инвесторов России.**

Как видно из диаграммы, наибольший удельный вес (более 50%) в данной структуре занимают паевые инвестиционные фонды. Рост количества паевых инвестиционных фондов в России наглядно отражен на рисунке 3<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Расчет произведен автором по данным Информационного агентства «Cbonds.ru» ([www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru)).



**Рисунок 3. Количество паевых инвестиционных фондов в России.**

Данная диаграмма составлена с целью продемонстрировать, что с 31.12.2005 г. по 01.12.2006 г. прирост количества паевых инвестиционных фондов составил 46,5 %. При этом, количество ненулевых счетов пайщиков в них, по состоянию на 30.09.2006 г., составляло 304775<sup>1</sup>.

По нашему мнению, законодательно вмененные акционерным инвестиционным фондам запреты, при одинаковой с паевыми инвестиционными фондами структуре активов, изначально делают их менее привлекательными для инвестора. В частности, акционерные инвестиционные фонды несут дополнительные расходы по обеспечению деятельности акционерного общества (аппарат, проведение собраний) и налогообложению. Акционерные инвестиционные фонды в России не получили практического распространения: по данным ФСФР, по состоянию на 01.10.2006 г. их было зарегистрировано всего лишь 6, при этом, 3 из них (ОАО «Инвестиционный фонд недвижимости Пиоглобал» (Москва), ОАО «Инвестиционный фонд Детство-1» (Пермь) и ОАО Инвестиционный фонд «Защита» (Пермь)) имели бессрочные лицензии.

В завершении рассмотрения генезиса институтов коллективного инвестирования, в диссертации подведены краткие итоги. Отмечено, что механизм функционирования коллективных инвесторов сформировался на базе многовековой истории развития отношений собственности, распределения доходов и инвестирования. На протяжении XX в. концепция инвестиционных фондов прошла проверку на практике, произошло формирование институ-

<sup>1</sup> Основная статистика Национальной лиги управляющих о деятельности паевых фондов за 9 месяцев 2006 г. ([www.nlu.ru](http://www.nlu.ru))

циональной и нормативной базы, предопределивших дальнейшее их развитие.

Основываясь на результатах исследования экономической природы коллективного инвестирования, институциональных основ и генезиса его институтов, в диссертации предложено выделить в управлении инвестиционной деятельностью в системе коллективного инвестирования следующие структурные направления:

1. Управление инвестициями при размещении их на рынке коллективного инвестирования. В рамках этого направления частные инвесторы производят размещение принадлежащих им средств в сферу коллективного инвестирования.

2. Управление привлеченными средствами инвесторов на фондовом рынке. Осуществляется управляющими компаниями в рамках института доверительного управления имуществом (средствами) инвесторов.

Во второй главе диссертации **«Управление средствами инвесторов в системе коллективного инвестирования»** исследованы особенности управления активами коллективных инвесторов и рейтинговых оценок, уточнены издержки управления и манипуляции с активами и доходностью коллективных инвесторов.

Недостаточный уровень развитости отечественного фондового рынка является причиной невозможности для коллективных инвесторов эффективно выполнять задачи консолидации средств. Выбор конкретных инструментов для формирования портфеля становится менее важным фактором деятельности, чем профессионализм в управлении, ключевое значение приобретают различные методы отслеживания рынка и связанные с этим стратегии. На сегодняшний день коллективные инвесторы на российском фондовом рынке в основном работают спонтанно и в своих экономических интересах ориентируются на спекулятивную прибыль, а не на какое-либо участие в управлении корпорациями, ценные бумаги которых они приобретают. Наряду с этим, они ориентированы на привлечение средств на длительный срок,

ввиду чего частные инвесторы фактически не имеют возможности защищаться от «обвалов» рынка. Отсутствие же профессионального управления, уровень которого позволяет нивелировать недостатки развивающегося рынка и эффективно использовать все его преимущества, может привести к тому, что участие в сфере коллективного инвестирования может неблагоприятно сказаться на благосостоянии инвесторов.

Инвестирование в финансовые инструменты имеет много вариантов стратегий, начиная от простейшей системы купли-продажи и заканчивая сложными стратегиями с использованием систем хеджирования рисков путём продажи фьючерсов. В диссертации обосновано, что профессиональное управление в современных условиях должно учитывать свойства рынка, быть ориентированным на защиту от негативного развития событий и носить активный характер.

Основной общедоступной формой представления показателей, с помощью которых можно дать оценку управления коллективных инвесторов являются всевозможные рейтинги и рэнкинги, публикуемые независимыми аналитическими агентствами, экономическими изданиями и управляющими компаниями. В диссертации отмечено, что набор аналитических инструментов, используемых в оценке управления активами в системе коллективного инвестирования, весьма многообразен, а подборка их конкретным оценщиком определяется субъективными факторами. В частности, в практике российских аналитических агентств кроме общераспространённых количественных и качественных параметров используются аналитические показатели такого вида, как стандартное отклонение, коэффициенты «альфа» и «бета», коэффициент Шарпа и др. Наиболее широко признанным стандартом инвестиционной отрасли в плане оценки и сопоставления результатов управления является коэффициент Шарпа, вычисляемый по формуле:

$$RVAR = \frac{r - r_f}{\sigma},$$

где  $r$  – средняя доходность портфеля;

$r_f$  – средняя доходность безрискового актива;

$\sigma$  - стандартное отклонение доходности за период.

При этом, стандартное отклонение доходности показывает неустойчивость месячного дохода за определённый период времени и рассчитывается по формуле:

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^T (r_i - \bar{r})^2}{T - 1}},$$

где:  $\bar{r}$  - среднее значение доходности фонда;

$r_i$  - доходность фонда за период  $i$ ;

$T$  - количество периодов.

Значение коэффициента Шарпа выше 1 считается привлекательным показателем для размещения средств, поскольку коэффициент равный или превышающий 1, показывает, что доход коллективного инвестора пропорционален или больше риска, связанного с его получением. С целью анализа результатов управления, в диссертации представлены значения коэффициента Шарпа для открытых фондов смешанных инвестиций по итогам III квартала 2006 г., оценки коэффициента для всех из которых далеки от 1. Коэффициент Шарпа может оказаться в ряде случаев весьма полезным - например, когда необходимо провести сопоставление управления активами фонда акций и фонда смешанных инвестиций, в случае неприемлемости непосредственного сопоставления доходностей.

В диссертации отмечается, что любое использование рейтинга на основе только одного из коэффициентов некорректно, необходимо обязательно учитывать их взаимосвязь, так как именно такое соотношение позволяет выделить отличительные особенности управления конкретным коллективным инвестором по сравнению с другими. По нашему мнению, оптимально производить расчёт коэффициентов Шарпа, «альфа» и «бета» на отрезке не менее чем за три года, ввиду того, что на коротких интервалах достаточно сложно проследить истинное положение.

Одной из важных составляющих менеджмента являются издержки, представляющие собой плату за управление активами и содержание организаций, входящих в структуру коллективных инвесторов. В диссертации отмечено о диалектической противоречивости экономической природы данных издержек: несмотря на то, что результатом инвестирования могут быть и убытки, вознаграждение управляющего взимается вне зависимости от достигнутых результатов. При этом необходимость издержек оправдана спецификой управления активами коллективных инвесторов, так как порой извлечение дохода оказывается невозможным в силу объективных обстоятельств.

В работе доказано, что паевые инвестиционные фонды, как наиболее распространённая форма коллективного инвестирования, представляют собой достаточно дорогой инвестиционный инструмент. Вознаграждение управляющего в несколько раз может превышать стоимость брокерского обслуживания в недорогой инвестиционной компании даже с учётом услуг депозитария. При этом инвестор фактически получает всего лишь одну дополнительную услугу - принятие за него инвестиционных решений.

Непрофессиональная ориентация большинства частных инвесторов приводит некоторые недобросовестные управляющие компании, курирующие небольшие и не столь доходные фонды, к мысли о поисках способов, с помощью которых можно позволить себе некоторым образом «подкорректировать» свое положение в рейтингах, что порождает проблему манипуляций с активами и доходностью коллективных инвесторов. Конечно же, следует предполагать, что большая часть управляющих компаний никакими махинациями не занимается, однако, есть примеры, связанные с манипуляциями по управлению активами негосударственных пенсионных фондов, кроме того, определённые возможности для манипуляций имеют место.

В работе отмечено, что ФСФР необходимо начать контролировать сделки с аффилированными структурами, а спецдепозитариям, входящим в структуру коллективных инвесторов и имеющим одной из функций своей

деятельности отслеживание подозрительных сделок, необходимо более глубоко разбираться в событиях, происходящих в группе компаний.

В целях устранения информационной недостаточности данных об управлении активами коллективных инвесторов, нами предложены мероприятия, заключающиеся в необходимости обеспечения доступа со стороны ФСФР к отчётной информации коллективных инвесторов не только путём выпуска печатных изданий, а также и с использованием сети Интернет.

В диссертации доказана необходимость внедрения контроля над происхождением показателей доходности паевых инвестиционных фондов, аналогично механизму, предусмотренному для управляющих компаний в отношении управления активами негосударственных пенсионных фондов: включить в состав информации, подлежащей раскрытию, расчёт доходности инвестирования средств и обязать управляющие компании к раскрытию информации о сделках, проведённых в течение дня. На наш взгляд, необходимо установить контроль и за достоверностью информации, распространяемой аналитическими агентствами путём согласования (утверждения) с ФСФР правил расчёта используемых ими оценочных показателей и размещения наряду с публикуемыми оценками подробных расшифровок произведённых расчётов.

В третьей главе диссертации **«Совершенствование инвестиционной деятельности частных инвесторов»** исследованы поведенческие особенности частных инвесторов, в рамках множественной линейной регрессионной модели выявлена зависимость потока инвестиций от показателей управления активами, а также предложены возможные направления совершенствования управления инвестициями.

Обобщая результаты исследований отечественных и зарубежных экономистов, посвященных рынку коллективных инвестиций, следует отметить, что в большинстве из них анализируются в основном лишь качественные показатели управляющих компаний. То есть предметом исследований являются не частные инвесторы, доверяющие свои сбережения в управление, а сами компании. Но есть и другой подход, когда предметом анализа становятся са-

ми инвесторы. И именно их поведение является тогда центром исследования, при этом возникает вопрос: «Какие факторы влияют на приток денег в сферу коллективного инвестирования и их отток обратно к инвесторам?».

В диссертации отмечено, что рынок коллективных инвестиций относится к той области, где следует предположить масштабное проявление поведенческого аспекта. Наряду с рационально действующими инвесторами существует ещё большое количество тех, кто даже не задумывается обо всём многообразии различных факторов, имеющих важное значение при принятии решения о размещении средств в сферу коллективного инвестирования. Поэтому одной из особенностей управления инвестициями является тенденция принятия большинством инвесторов непрофессиональных решений, основанных на упрощении действительности и применении абстрактных аналитических подходов, а также слабом руководстве прогнозными оценками.

В работе выявлена зависимость потока инвестиций от показателей управления активами с использованием множественной линейной регрессионной модели следующего вида:

$$Inflow_{it} = a + b_1 \cdot Inflow_{i,t-1} + b_2 \cdot CPA_{i,t} + b_3 \cdot Return_{i,t-1} + \varepsilon_{it}, \text{ где:}$$

$Inflow_{it}$  - приток инвестиций в фонд(ы)  $i$  за период времени  $t$ ;

$CPA_{i,t}$  - размер собственных чистых активов фонда(ов)  $i$  на начало периода  $t$ ;

$Return_{i,t-1}$  - доходность фонда(ов)  $i$  за период времени  $t-1$ .

В результате расчётов, для разных выборок коллективных инвесторов были получены следующие модели:

Для открытых фондов в целом:

$$Inflow_{it} = -12967,58 - 1,45 \cdot Inflow_{i,t-1} + 0,94 \cdot CPA_{i,t} - 63,58 \cdot Return_{i,t-1}$$

Для открытых фондов акций:

$$Inflow_{it} = -3039,68 + 0,64 \cdot Inflow_{i,t-1} + 0,36 \cdot CPA_{i,t} + 110,89 \cdot Return_{i,t-1}$$

Для открытых фондов облигаций:

$$Inflow_{it} = 2754,58 - 0,47 \cdot Inflow_{i,t-1} - 0,13 \cdot CPA_{i,t} - 103,03 \cdot Return_{i,t-1}$$

Для открытых фондов смешанных инвестиций:

$$Inflow_{it} = -2539,91 - 0,34 \cdot Inflow_{i,t-1} + 0,59 \cdot CPA_{i,t} - 25,54 \cdot Return_{i,t-1}$$

Верификация и интерпретация результатов привела к выводу, что в среднем инвесторы размещают средства в сферу коллективного инвестирования значительно реагируя на доходность предыдущих периодов, а также на изменение величины фондов, хотя данные показатели могут являться в некотором роде спорными величинами. Выявленные эффекты подтверждают необходимость поиска направлений совершенствования инвестиционной деятельности и являются весьма интересными не только с точки зрения науки, но и, как нам кажется, могут быть весьма полезны при разработке стратегий развития, как отдельных управляющих компаний, так и всего рынка коллективного инвестирования в целом.

В диссертации предложены направления совершенствования инвестиционной деятельности частных инвесторов в системе коллективного инвестирования через: ориентацию инвесторов на объективность инвестиционных предпочтений и возможностей; использование агрессивной стратегии инвестирования; расчёт на сроки инвестирования от 1 года до 5 лет; проведение комплексной оценки управления активами коллективных инвесторов. Как бы ни были хороши идеи, реализованные в финансовых коэффициентах, характеризующих управление активами, такие показатели характеризуют результативность менеджмента лишь в прошлом. Поэтому для формирования более качественного и обоснованного инвестиционного выбора, считаем целесообразным дополнить анализ прошлых результатов деятельности коллективных инвесторов оценками зависимости потока инвестиций от показателей управления активами.

На наш взгляд, дополнительным элементом оптимизации инвестиционного выбора может являться проведение сравнительной характеристики коллективных инвесторов по: сроку работы, характеризующего репутацию на рынке; исторической доходности; размеру фонда и количеству инвесторов; размеру собственного капитала управляющей компании; размеру надбавки при покупке и скидки при погашении пая; размеру издержек управления; уч-

редителям управляющей компании, среди которых могут значиться как частные лица, так и банки, отдельные инвестиционные компании, средние и крупные инвестиционные финансовые группы и прочие организации; ассортименту предлагаемых инвестиционных инструментов и наличию внебиржевого рынка их обращения; наличию профессиональных управляющих, качественного сервиса и пакета информационных услуг, а также применению современных информационных технологий при работе с инвесторами.

В работе отмечено, что для достижения максимального эффекта от инвестирования целесообразно разнообразить стратегии, исходя из различных сценариев развития рынка и выбора наиболее приемлемых вариантов для ввода активов. Наиболее сбалансированной является стратегия смешанного инвестирования, особо приемлемая для инвесторов с большим горизонтом капиталовложения

В диссертации определены возможные направления формирования адекватного информационного климата для принятия решений при размещении средств в системе коллективного инвестирования: повышение информационной базы инвесторов; доступное раскрытие управляющими компаниями достоверной информации, характеризующей вопросы управления активами коллективных инвесторов. Организовать реализацию данных мероприятий возможно, например, посредством вменения в обязанность управляющим компаниям предоставления всей аналитической информации, как при первоначальной продаже инвестиционных инструментов, так и на периодической основе, например, посредством отправки инвесторам заказных писем или отчетов по электронной почте. Развитию информационной открытости может способствовать открытие управляющими компаниями круглосуточных центров информационной поддержки и развитие системы постоянной интерактивной связи с инвесторами, развитие сети пунктов по работе с клиентами.

В качестве вывода в диссертации отмечено, что проведение предлагаемых мероприятий позволяет не только оптимизировать управление инвестициями, но и будет являться для управляющих компаний своеобразным сти-

мулом к улучшению менеджмента активами коллективных инвесторов, что, в свою очередь, должно способствовать повышению эффективности работы отрасли, росту доверия к коллективному инвестированию и фондовому рынку в целом.

**В заключении** сформулированы основные теоретические выводы, полученные в ходе диссертационного исследования, а также соответствующие им практические рекомендации.

## **ОСНОВНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ИССЛЕДОВАНИЯ**

**Статьи в научных журналах, включенных в перечень изданий, рекомендуемых ВАК для публикации основных результатов диссертаций:**

1. Тимофеев А.Ю. Методические основы оценки инвестиций в ценные бумаги // Вестник КГУ им. Н.А. Некрасова «Проблемы новой политической экономики». Серия «Экономические науки». Том 5. - Кострома, 2006. - С. 126-130.

### **Научные статьи в других изданиях:**

2. Коречков Ю.В., Тимофеев А.Ю. Паевые инвестиционные фонды как форма коллективного инвестирования – Монография. - Ярославль: МУБиНТ, 2007. - 128 С.

3. Тимофеев А.Ю. Эффективность инвестиций в ценные бумаги // Сборник докладов межрегиональной научной студенческой конференции «Молодежь и финансовый рынок». - Ярославль: ЯВВФУ, 1998. - С. 120-121.

4. Тимофеев А.Ю., Порохня В.А. Развитие коллективного инвестирования в России // Материалы II Международной научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов «Молодежь и экономика». Том 3. - Ярославль: ЯВФЭИ, 2005. – С. 38-39.

5. Тимофеев А.Ю. Экономическое содержание коллективного инвестирования // Материалы II Международной научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов «Молодежь и экономика». Том 3. - Ярославль: ЯВФЭИ, 2005.- С. 39-40.

6. Тимофеев А.Ю., Викторovich Е.С. Теоретико-методологические основы функционирования паевых инвестиционных фондов // Социально-экономические проблемы развития российского общества / Сборник научных трудов. – Ярославль: Аверс-Пресс, 2005. - С.197-207.

7. Тимофеев А.Ю. . Коллективное инвестирование в экономике России // Институциональные основы развития региональной экономики России в начале XXI века / Межвузовский сборник научных статей. - Ярославль: МУБиНТ, 2006. - С. 38- 42.

8. Тимофеев А.Ю. Методика рационального управления инвестициями // Организация инвестиционной деятельности в региональной экономике / Межвузовский сборник научных статей. - Ярославль: Конверсия, 2006. - С. 26-31.

9. Железов А.В., Тимофеев А.Ю. Проблемы коллективного инвестирования в регионе // Организация инвестиционной деятельности в региональной экономике / Межвузовский сборник научных статей. - Ярославль: Конверсия, 2006. - С. 12 - 26.