

*Российская Академия Наук*

КОЛЬСКИЙ НАУЧНЫЙ ЦЕНТР

Институт экономических проблем

На правах рукописи

КОБЫЛИНСКАЯ Галина Владимировна

**ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ В ПРОЦЕССЕ  
ТРАНСФОРМАЦИИ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ**

*Специальность 08.00.05 - экономика и управление  
народным хозяйством*

**А В Т О Р Е Ф Е Р А Т**

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



Апатиты  
1997

Работа выполнена в институте экономических проблем  
Кольского научного центра Российской академии наук

Научные руководители: член-корреспондент,  
профессор Лузин Г.П.,  
кандидат экономических наук,  
доцент Вербиненко Е.А.

Официальные оппоненты: доктор экономических наук  
профессор Ланцов В. А.  
  
кандидат экономических наук,  
доцент Жуков А.Г.

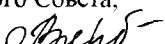
Ведущая организация: Институт экономики РАН

Защита диссертации состоится: « 9 » декабря 1997 г. в 10 часов  
на заседании Специализированного совета Д 200.12.01 в Институ-  
те экономических проблем Кольского научного центра Российской  
академии наук по адресу:

184200, г. Апатиты, Мурманской области, ул. Ферсмана, д. 14

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке института.

Автореферат разослан « 6 » ноября 1997 г.

Ученый секретарь диссертационного Совета,  
кандидат экономических наук  Е.А. Вербиненко

## 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы.** Появление инвестиционных фондов в России предопределено ходом экономических реформ, протекающих в процессе перевода российской экономики к рыночным отношениям. Необходимость формирования различных форм собственности, наличие которых свойственно для рыночных условий хозяйствования, явилась предпосылкой появления механизмов, содействующих реализации данного процесса. Одним из таких механизмов стал инвестиционный фонд. Особенности этого института, выражающиеся в целенаправленной деятельности по обслуживанию мелкого инвестора при осуществлении вложений в ценные бумаги, способствовали использованию его в качестве механизма преобразования государственной собственности. Специфика постановки задач, на выполнение которых была направлена деятельность фондов, выделила их в особую категорию и они получили название чековых инвестиционных фондов (фонды приватизации).

Проблема привлечения средств населения в инвестиционную сферу, особо остро проявившаяся в постваучерный период, обусловила необходимость пересмотра подхода к развитию инвестиционных фондов: переориентация их деятельности с процессов приватизации на аккумуляцию денежных сбережений граждан с целью пополнения инвестиционных ресурсов. В этом русле была начата работа по созданию паевых инвестиционных фондов (фонды доверительного управления). Однако концепция развития чековых фондов осталась не завершенной. Формирование их как фондов приватизации изначально ограничивало срок их функционирования. Тем не менее, механизм ликвидации или реорганизации данных структур не был предусмотрен нормативными актами, разработанными с целью их создания. Концептуальная проработка происходящих в сфере деятельности чековых фондов процессов также отсутствует. Вместе с тем размеры активов, накопленные ими за период своей деятельности, а также численность их акционеров, представленных широкими слоями населения, требуют решения проблемы преобразования ЧИФов с учетом изменившихся условий развития российской экономики.

Многообразие существующих видов чековых инвестиционных фондов предполагает выделение регионального аспекта при разработке подходов к их трансформации. Однако отсутствие комплексной оценки процесса развития инвестиционных фондов в период происходящих экономических преобразований выдвигает необходимость целостного подхода к решению проблем развития института инвестиционных фондов в России.

Следовательно, концепция развития отрасли управления капиталами мелких вкладчиков, с одной стороны, должна учитывать региональные особенности, а с другой - отражать общие тенденции развития инвестиционных фондов в России.

Выдвинутое положение обуславливает выбор темы диссертационного исследования.

**Цель работы.** Исследование процессов становления российских инвестиционных фондов в трансформируемой экономике на этапе преобразования государственной собственности и разработка практических рекомендаций по их реорганизации и развитию с учетом современных требований к сфере коллективного инвестирования.

Поставленная цель выдвигает следующий круг задач:

1. Определение места инвестиционных фондов в рыночных условиях хозяйствования.

2. Выделение особенностей исследуемого института в трансформируемой экономике.

3. Анализ российских чековых инвестиционных фондов как механизма преобразования собственности и выявление их влияния на отечественную экономику в период реформ.

4. Выделение регионального аспекта при формировании приоритетов деятельности ЧИФов и определение их воздействия на инвестиционную политику субъектов хозяйствования.

5. Разработка конкретных рекомендаций по преобразованию инвестиционных фондов в изменившихся условиях развития экономической системы.

**Методологическая основа** исследования базируется на экономической теории, выработанной отечественной и зарубежной наукой. В качестве методов исследования использованы:

системный подход к изучению проблем становления инвестиционных фондов;

обобщение и научный анализ теоретических, методологических и прикладных разработок в сфере деятельности инвестиционных фондов;

методы статистики, экономического анализа и моделирования.

**Объектом исследования** является инвестиционный фонд как институт рыночного хозяйства.

**Предметом исследования** - инвестиционный фонд в трансформируемой экономической системе России.

### **Защищаемые положения:**

1. *Появление модели чековых инвестиционных фондов обусловлено особенностями российской экономики, определившими политику экономических реформ, и, в частности, политику крупномасштабной ускоренной приватизации.*

2. *Приоритеты деятельности чековых фондов формируются под влиянием регионального аспекта и определяют степень их участия в приватизации собственности и инвестиционной политике субъектов хозяйствования.*

3. *Альтернативность вариантов при подходе к преобразованию чековых фондов обусловлена наличием различных групп ЧИФов и должна учитывать специфику их инвестиционной политики, размер уставных капиталов фондов и инвестиционный потенциал населения региона.*

### **Научная новизна работы** заключается в следующем:

- обоснованы предпосылки использования инвестиционных фондов при трансформации государственной собственности в качестве механизма ее преобразования;

- определены приоритеты деятельности чековых фондов как основа их классификации;

- впервые произведен теоретический анализ формирования ЧИФов в территориальном разрезе с выходом на конкретный регион и выделено их влияние на приватизацию и инвестиционную политику в условиях трансформации экономики;

- разработан методологический подход к трансформации действующих инвестиционных фондов в изменившихся условиях развития российской экономики;

- предложен механизм преобразования чековых фондов, ориентированный на развитие различных форм организации инвестиционных фондов, с учетом современных требований к сфере коллективного инвестирования.

### **Апробация работы и практическая значимость исследования.**

Основные положения и результаты работы докладывались на Всероссийской научной конференции "Региональные проблемы развития северных экономических районов" (Петрозаводск, 1992), Международной научной конференции "Устойчивое развитие Севера" (Апатиты, 1996), заседаниях Ученого Совета и научных семинарах Института экономических проблем КНЦ РАН.

Практическая значимость работы состоит в том, что предложен механизм трансформации чековых фондов в соответствии с приоритетами

их деятельности и существующим уровнем развития фондового рынка. Его суть заключается в избирательном подходе к преобразованию ЧИФов, на который оказывают влияние особенности инвестиционной политики фондов, размер их уставного капитала, инвестиционный потенциал населения региона. Реализация результатов выполненного исследования будет способствовать решению проблемы преобразования действующих в настоящий момент инвестиционных фондов, что, в свою очередь, ускорит процесс развития сферы управления капиталами мелких вкладчиков и, тем самым, будет содействовать расширению источников инвестиционных ресурсов для хозяйствующих субъектов.

Научные положения, содержащиеся в диссертационной работе были использованы при разработке концепции формирования финансово-промышленной группы в Мурманской области, а так же разработке Договора о разграничении полномочий.

**Публикации.** По теме диссертации опубликовано 4 печатных работы.

**Объем работы.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, таблиц и рисунков. Объем работы - \_\_\_\_ страниц, \_\_\_\_ список использованной литературы - \_\_\_\_ наименований, \_\_\_\_ таблиц, \_\_\_\_ рисунков.

## 2. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

**Введение.** Обосновывается актуальность темы исследования, формулируются цель и задачи работы, основные научные положения, защищаемые автором, а так же приведено краткое изложение научных и практических результатов диссертационной работы.

Первая глава диссертации "Теоретические основы функционирования инвестиционных фондов" посвящена: исследованию становления инвестиционных фондов в развитых зарубежных странах, определению особенностей формирования данных структур в трансформируемой экономике и выявлению специфики российских инвестиционных фондов.

История развития инвестиционных фондов предопределила необходимость принятия за теоретическую основу при подходе к исследованию данного института опыта развитых зарубежных стран.

Исходя из классической теории, инвестиционным фондом признается структура, создаваемая с целью аккумуляции мелких капиталов и вовлечения их в инвестиционную сферу через фондовый рынок.

Специализация на обслуживание массового вкладчика, а также функционирование на рынке ценных бумаг составляют основные особенности данного института, выделяющего его из общей структуры инвестиционных посредников. Названные характеристики также обуславливают специфику регулирования деятельности инвестиционных фондов, суть которой сводится к:

- разработке специальной системы ограничений, предопределяющей диверсификацию вложений;

- требованию определенной организационной структуры: фонд - управляющий - депозитарий, обеспечивающей внутренний механизм контроля;

- наличием льгот при налогообложении.

Нацеленность на привлечение средств широких слоев населения стала причиной развития инвестиционных фондов в различных направлениях. Существует множество критериев классификации инвестиционных фондов. Основные из них учитывают особенности выпускаемых фондами ценных бумаг и цели инвесторов. Согласно первому критерию выделяются фонды закрытого и открытого типов. Закрытые фонды рассчитаны на долгосрочного инвестора и не обязаны выкупать свои акции. Срок их функционирования ограничен. Открытые фонды бессрочны, и имеют законодательно закрепленное обязательство погашать ценные бумаги, выпускаемые ими, по первому требованию, что определяет краткосрочность их вложений. По целям инвестирования фонды подразделяются на фонды роста (специализирующиеся на вложениях в ценные бумаги, имеющие потенциал роста курсовой стоимости), и фонды на доходность (выплачивают дивиденды/проценты). Отдавая предпочтение тому или иному виду фонда, потенциальный вкладчик нацелен либо на максимальный прирост своих вложений, жертвуя при этом надежностью (фонды роста), либо на получение среднего по размеру, но достаточно стабильного дохода (фонды на доходность). Интересы первых и вторых сочетают смешанные фонды.

Многообразие существующих форм инвестиционных фондов позволяет потенциальному инвестору удовлетворить практически любую цель при осуществлении вложений. Последнее обстоятельство в сочетании с жесткостью контроля и налоговыми льготами обеспечивают популярность данных структур среди населения. К примеру, за полувековой период развития (с 40-х по 90-е гг.) активы инвестиционных фондов США увеличились с 448 млн. долл. до 3,1 трлн. долл., а их количество возросло почти в 85 раз. В тоже время именно инвестиционной активности населе-

ния обязаны Соединенные штаты за бурный рост своей экономики в послевоенные годы: по оценкам некоторых специалистов более 80% инвестиций в США осуществляется средним классом посредством специализированных институтов, первенство среди которых принадлежит инвестиционным фондам.

Становление инвестиционных фондов в бывших странах социализма начинается в период трансформации экономики, связанной с переходом к рыночным условиям хозяйствования. Особенность формирования рыночных отношений на базе социалистического хозяйства способствовала развитию исследуемых институтов по особому пути.

Специфика стран с плановой экономикой состоит, прежде всего, в преобладании государственной собственности, что, соответственно, в период перехода к рынку требует проведения процессов разгосударствления и приватизации. В отличие от приватизации в рыночной экономике, которая, как правило, означает, что отдельные государственные предприятия вливаются в общую систему частных предприятий, приватизация в постсоциалистических странах затронула целые отрасли экономики, что, соответственно, потребовало особого подхода. В экономической теории одним из вариантов решения проблемы преобразования собственности в период перехода к рынку рассматривался способ приватизации с участием широких масс населения. В этой связи заслуживает внимания концепция купонной приватизации, разработанная чешскими реформаторами из окружения В. Клауса. Суть данной концепции состоит в распределении преобразуемой собственности среди населения через систему приватизационных ценных бумаг, обеспечивающих каждому гражданину право на участие в приватизируемом имуществе. Реализация данной модели приватизации на практике при отсутствии инфраструктуры фондового рынка и, соответственно, неотлаженности системы распространения информации о приватизирующихся объектах, обусловили потребность в создании структур, нацеленных на осуществление посреднических операций между владельцами купонов и объектами их приложения. В качестве механизма, выполняющего такие функции, выступил инвестиционный фонд. Т.е., с одной стороны, специфические особенности исследуемого института способствовали использованию его в качестве активного элемента трансформации системы; с другой - модель массовой приватизации искусственно создала условия для функционирования инвестиционных фондов: в роли потенциальных вкладчиков выступило население, на руках у которого находились приватизационные бумаги, предложение ценных бумаг при отсутствии фондового рын-



ка обеспечивалось предприятиями, преобразуемыми в акционерные общества.

Таким образом, инвестиционные фонды, нацеленные в экономически развитых странах на стимулирование развития новых растущих отраслей, в странах с переходной экономикой, в первую очередь, связаны не с инвестиционной сферой, а с трансформацией собственности, т.е. стимулируют развитие рыночной среды: содействуют становлению первичного рынка ценных бумаг, обеспечивая спрос на акции приватизирующихся предприятий; создают предпосылки для формирования частных собственников, выполняя роль посреднического звена между владельцем купона и объектом его приложения.

Исследование развития инвестиционных фондов в странах Восточного блока позволило автору выделить два направления их использования в процессе приватизации:

- формирование фонда с целью его посредничества в приобретении акций приватизированных предприятий владельцами купонов (либо подобного рода документов). В этом случае срок его функционирования ограничен этапом приватизации (Польша);

- использование фондов, создаваемых как институт управления капиталом, для содействия процессу приватизации. Здесь предусматривается возможность аккумуляции купонов на этапе преобразования государственной собственности с последующей ориентацией на денежный капитал (Чехословакия, Румыния).

Развития инвестиционных фондов в России имеет свои специфические особенности, обусловленные ходом экономических реформ.

Первый вариант программы российской приватизации предусматривал привлечение населения к участию в преобразовании государственной собственности через систему приватизационных счетов. Роль инвестиционных фондов в этом случае сводилась к содействию создания первичного рынка ценных бумаг в пассивной форме. Вместе с тем широкомасштабность и ускоренность приватизации определили невозможность реализации первого варианта программы. В результате приватизационные счета были заменены на чеки, выпущенные как предъявительские ценные бумаги. А из разряда обычных акционерных фондов были выделены специализированные инвестиционные фонды, имеющие целевое назначение: аккумуляция приватизационных чеков и вложение их в акции преобразующихся государственных предприятий. Чековые фонды, названные так в силу своей специфики, формировались, таким образом, как фонды приватизации, что соответственно ограничивало срок их функционирования.

Логическим завершением их деятельности должна была стать ликвидация ЧИФов и распределение их активов среди своих акционеров. Однако выпуск ваучера как ценной бумаги на предъявителя обусловил неосуществимость такого подхода. Отсутствие ограничений на обращение предъявительских ценных бумаг, с одной стороны, снижало до минимума возможности контроля за использованием чековыми фондами ваучеров, а с другой - обеспечивало потенциал накопления капитала ЧИФаами через спекуляции с приватизационными чеками. Т.е. специализированные фонды, имея целевой характер, получили возможность обслуживать не только процесс распределения государственной собственности, выполняя при этом роль посредника при вложении ваучера, но перераспределительный процесс преобразуемой собственности.

Таким образом, чековые фонды - не типичные для мировой практики. Занимая промежуточное положение между классическими инвестиционными фондами и фондами приватизации, они вместе с тем обособлены от обычных акционерных фондов и требуют преобразования в постприватизационный период с учетом специфики их деятельности. Появление данной модели в нашей стране обусловлено особенностями российской приватизации. Ее широкомасштабность и ограниченность сроков проведения предопределили форму выпуска приватизационного чека, что, в свою очередь, потребовало создания механизма, строго нацеленного на обслуживание процессов преобразования государственной собственности и способствующего ускорению выполнения программы приватизации.

Во второй главе "Анализ основных тенденций развития чековых инвестиционных фондов в России" определяются основные приоритеты деятельности чековых фондов, отражается влияние регионального аспекта на их инвестиционную политику, выявляется роль ЧИФов в преобразовании собственности и инвестиционной политике субъектов хозяйствования с учетом выделенных приоритетов, обосновываются предпосылки трансформации чековых фондов в постприватизационный период.

Анализ деятельности чековых инвестиционных фондов позволил автору выделить основные направления инвестиционной политики, реализуемой ими в период приватизации. К ним относятся:

- инвестирование в акции приватизированных предприятий в долгосрочных целях;
- спекуляция приватизационными чеками;
- спекуляция пакетами акций предприятий;
- операции с ценными бумагами банков и государства.

Первое направление согласуется с назначением чековых фондов быть посредниками при размещении ваучеров. Второе и третье обусловлены формой выпуска приватизационного чека. Проведение спекулятивных операций с ваучерами свойственно практически для всех фондов на начальном этапе их деятельности и является основной причиной успеха их развития: около 60% фондов, действующих на территории России, сформированы в первое полугодие 1993 года, когда операции с чеками составляли основную часть деятельности ЧИФов. Спекулятивные сделки с акциями, как четко обозначенная тенденция, проявилась в направлениях деятельности чековых фондов во второй половине 1993 г., после введенного Указом Президента ("О государственных гарантиях граждан России на участие в приватизации") ограничения на операции с чеками. Суть данных сделок состояла в приобретении крупных пакетов акций с целью перепродажи их конечному покупателю. Критерием отбора являлись такие показатели, как размер предприятия, месторасположение земельного участка, занимаемого эмитентом, площадь и качественное состояние имеющихся в его распоряжении зданий и сооружений, а также информация о потенциальном покупателе на акции конкретного предприятия. Данный вид деятельности был самым доходным. Однако непредсказуемость получения спекулятивного дохода в условиях развивающегося фондового рынка могла привести к неоправданным потерям. Поэтому компенсацию рисков при проведении спекулятивных операций обеспечивали вложения в ценные бумаги государства и банков.

Приведенные приоритеты были использованы автором в качестве критерия классификации российских инвестиционных фондов, созданных согласно концепции их развития, разработанной в 1992-1993 гг. Из действующих в России фондов были выделены 3 группы:

- фонды акций приватизированных предприятий (осуществляющие вложения в акции с целью получения от них дивидендов);
- спекулятивные фонды (специализирующиеся на проведении операций на фондовом рынке с приватизационными чеками, акциями предприятий и другие ценными бумагами с целью получения спекулятивного дохода;
- смешанные фонды (сочетающие в своей деятельности цели первых и вторых).

Исследование формирования ЧИФов в территориальном разрезе позволило автору определить влияние регионального аспекта на формирование инвестиционных приоритетов у различных фондов. Количественное распределение чековых фондов по территории России оказалось далеко

неравномерным, и практически совпало с размещением денежных ресурсов в экономике нашей страны. Ведущая роль в этом процессе принадлежит Центральному региону - более 200 фондов, Уральскому - более 70, Поволжскому - около 70, Северо-Кавказскому - более 60 и Северо-Западному - около 60. К ним примыкает Западно-Сибирский регион - более 50. Возможности быстрой концентрации ресурсов, а также численность населения на отдельных территориях оказали непосредственное влияние на становление чековых фондов. Так, сосредоточение основных финансовых ресурсов и максимальная концентрация населения в Москве предопределили формирование наибольшего количества ЧИФов в столице: 20% от общего показателя. Вместе с тем, здесь же сосредоточились фонды наиболее крупные по размеру уставного капитала (совокупный капитал 10 самых крупных из них: «МН-фонд», Первый ваучерный, «МММ-Инвест», «Держава», «Партнерство», Первый чековый, «Альфа-Капитал», «Национальный», «ЛЛД-фонд», «Эксимер-Инвест» на начальном этапе их развития приближался к 300 млрд. руб.) и по численности акционеров (более 50% вкладчиков ЧИФов стали акционерами московских фондов). Разбросанность вкладчиков крупных столичных фондов по всей стране (к примеру, такие фонды как «Альфа-Капитал», МН-фонд», «МММ-Инвест» имели свои представительства по всем регионам) обеспечили им фактически независимость от своих акционеров при реализации инвестиционной политики. Размер капитала, в свою очередь, предопределил масштабность их операций и монопольное положение на рынке ценных бумаг и на чековых аукционах. Так, длительное время лидерами среди российских эмитентов по всем показателям являлись такие фонды, как "МН-фонд", "Альфа-Капитал" и "МММ-Инвест". Они же вошли в число самых активных участников чековых аукционов, проводимых по всей территории России.

Таким образом крупные фонды (в большинстве московские) имели возможность обеспечить гибкость своей политики. Осуществляя крупные спекулятивные сделки, они вместе с тем соблюдали диверсификацию, вкладывая средства также в более надежные ценные бумаги, т.е. по сути вели смешанную деятельность. К таким фондам относятся «МН-фонд», Первый ваучерный, «МММ-Инвест» и др. Они же, в свою очередь, оказались и наиболее эффективными как с точки зрения результатов преобразования собственности, так и с позиций прироста активов. Осуществляя спекулятивную деятельность, фонды подобного вида зарабатывали средства на развитие предприятий, акции которых находились в их долгосрочном

портфеле, т.е. осуществляли конкретные инвестиционные проекты, что стимулировало развитие промышленности.

Среди чековых фондов, учрежденных в других регионах, также встречаются достаточно крупные: "Саха-Инвест" (Якутия), Центральный чековый инвестиционный фонд (Удмуртия), «Гермес» (Тюмень) и др. Их деятельность сходна с деятельностью московских ЧИФов. Однако, в отличие от последних, они более тяготеют к вложениям внутри региона, хотя инвестирование в ценные бумаги неместных эмитентов не исключается. Следовательно, эффективность их деятельности в большей степени зависит от уровня развития региональной экономики, и, в частности, от состояния производства в конкретном регионе.

Явно выраженная спекулятивная деятельность или четко ориентированные вложения в акции приватизированных предприятий с долгосрочной нацеленностью присущи небольшим фондам. Недостаточный размер уставного капитала ограничивал такие фонды в выборе инвестиционной стратегии. Ограничение затрат на управление и рекламу с целью экономии средств обусловили состав их акционеров - преимущественно местные жители, и сосредоточение их деятельности в основном на операциях с ценными бумагами местных эмитентов. Выдвинутое положение показательно подтверждается проведенным в работе анализом деятельности чековых фондов Мурманской области.

В Мурманском регионе за период ваучерной приватизации было создано 3 чековых фонда: «Альфа-Инвест», «Ваше достояние», «Северный». Удаленность от Центра, немногочисленность населения Мурманской области (около 1 млн. чел.) и, соответственно, невозможность быстрой аккумуляции средств в активах фондов обусловили их количество и повлияли на величину их капиталов. Из них только активы «Альфа-Инвеста» к концу 1993 г. превысили 2,5 млрд. руб. (каждый пятый житель области стал его акционером). Ему, в большей степени, чем двум другим фондам (активы «Вашего достояния» и «Северного» за период 1993 г. составили 665 млн. руб. и 37 млн. руб. соответственно), присуща спекулятивная деятельность. Доля краткосрочных вложений на протяжении всего периода его деятельности не опускалась ниже 75%. Спекулятивные фонды, участвуя преимущественно в перераспределении собственности, не имели ничего общего с реальными инвестициями в производство. Выполняя заказы клиентов, они выступали лишь проводниками аккумуляции крупных пакетов акций в руках немногочисленной группы лиц. С точки зрения результатов приватизации такие фонды содействовали становлению класса частных собственников, ответственных за развитие предприятий, контроль

за которыми находился в их ведении. Однако, с другой стороны, неравномерность перераспределения объектов приватизации приводила к увеличению социальной напряженности. Вместе с тем, эффективность деятельности спекулятивных фондов была ограничена во времени. Так, наибольший рост капитала "Альфа-Инвест" пришелся на период активизации региональной приватизации (1993 г.). Временный характер таких сделок, как перепродажа пакетов акций, и, в тоже время, непредсказуемость спекулятивных операций на фондовом рынке стали основной причиной нерентабельности фонда «Альфа-Инвест» в постаучерный период. Его активы к началу 1996 г. уменьшились в 7,5 раз.

Приоритеты инвестиционной политики «Вашего достояния» позволяют отнести его к фондам акций предприятий. Наличие фондов акций свойственно для регионов, расположенных на периферии. Краткосрочные активы этого фонда только в первый год его деятельности составляют около 30%, что связано с присутствием в них нереализованных приватизационных чеков, в остальные периоды эта величина не превышает 5%. Именно такие ЧИФы близки по сути своей деятельности к фондам приватизации, формирование которых предусматривалось в концепции развития ЧИФов. Они, в большей степени, чем другие способствовали созданию первичного рынка ценных бумаг, что стимулировало формирование акционерного капитала. Так, "Ваше достояние", функционируя как фонд акций, принял активное участие в формировании региональной акционерной собственности: около 30% из всех преобразованных в АО предприятий Мурманской области прошли через его портфель (пакеты акций, которыми владел фонд, составляют от 1 до 40% от уставного капитала эмитента). Вместе с тем, из-за ограниченности средств фондов акций, они не имели возможности участвовать непосредственно в развитии предприятий, акции которых находились в их портфеле. В то же время пассивное ожидание дивидендов в период дефицита свободных капиталов в исключительных случаях приводило к положительным результатам.

Формирование инвестиционной политики фонда "Северный" проходило под непосредственным влиянием крупного внешнего инвестора - финансово-инвестиционной группы "Деловые услуги", специализирующейся на получении прибыли от разницы курсовой стоимости ценных бумаг. Став официальным представителем названной группы на начальных этапах функционирования, "Северный" сосредоточил свою деятельность на операциях с ценными бумагами, имеющими потенциал роста, т.е. представляющими спекулятивный интерес. Данная ситуация отразилась и на активах фонда: в 1993 г. краткосрочные вложения ЧИФа составляют около

70% от общей стоимости его портфеля. Однако удаленность от Центра предопределила невозможность реализации такого подхода: реального движения ценных бумаг при отсутствии инфраструктуры фондового рынка не происходило, из-за чего номинальная доходность по ним была условной. По этой причине уже с конца 1994 г. «Северный» перешел к смешанному виду деятельности. За период 1994 - 1995 гг. активы фонда представлены почти равными долями краткосрочных и долгосрочных вложений.

Таким образом, из действующих в Мурманской области чековых фондов, «Альфа-Инвест» и «Ваше достояние» можно отнести к региональному типу фондов. Участвуя в формировании рыночной среды в региональной экономике, они, вместе с тем, из-за ограниченности средств не оказывали практически никакого воздействия на инвестиционную сферу. Смешанная стратегия "Северного" выработывалась под влиянием внешнего инвестора, что и обусловило наличие в долгосрочном портфеле фонда ценных бумаг неместных эмитентов. Тем не менее краткосрочный портфель активов состоит преимущественно из акций местных эмитентов, что свидетельствует о влиянии на результаты его деятельности состояния регионального рынка ценных бумаг.

В конечном итоге чековые фонды оказались самым мощным механизмом привлечения приватизационных чеков: из 146,064 млн. выпущенных ваучеров более 40% была мобилизована ЧИФами, и каждый пятый житель России стал акционером чекового инвестиционного фонда. Существование альтернатив в деятельности инвестиционных фондов определили неоднозначность оценки степени их участия как в процессе приватизации, так и в инвестиционной политике субъектов хозяйствования. На деятельность фондов оказывали прямое влияние региональные аспекты, такие как территориальная близость к финансовым центрам страны, численность населения, влияющая на размер капитала, состояние региональной экономики.

В третьей главе "Методологический подход к трансформации существующих в России форм инвестиционных фондов" выделяется организационно-экономическая среда преобразования инвестиционных фондов, предлагается механизм трансформации чековых фондов, обосновываются принципы регулирования фондов, различных по форме организации.

Спецификой развития института инвестиционных фондов в настоящий период является наличие двух концепций, нацеленных на формирование различных форм инвестиционных фондов: акционерного и паевого. Сравнение названных концепций с учетом существующего спроса со стороны мелких вкладчиков на услуги управления капиталом позволило

автору выделить основные преимущества паевого фонда над акционерным. К ним относятся:

- *отсутствие двойного налогообложения* - вытекает из особенностей конструкции ПИФа: формируясь как имущественный комплекс, он, в отличие от акционерного фонда, не облагается корпоративным налогом на прибыль; (в результате двойного налогообложения акционеры ЧИФов теряли более 40% прибыли).

- *четко определенный механизм гарантий возвратности вложенных средств*. Пай, в отличие от акции, является обязательно погашаемым видом ценных бумаг и подлежит выкупу самим фондом через определенные промежутки времени.

- *жесткий контроль за деятельность ПИФа* - следует из наличия тщательно разработанной с целью создания паевых фондов нормативной базы, включающей более 20 документов. В свою очередь, опыт деятельности чековых фондов, показал наличие пробелов в законодательстве, регулирующем деятельность акционерных фондов.

Перечисленные преимущества обусловили первоочередность исследования проблемы трансформации чековых фондов в паевые.

Разность статусов ЧИФа и ПИФа определяет существование единственно возможного способа "преобразования" одного фонда в другой: ликвидация чекового и формирование на основе его имущества паевого фонда. В работе выделены основные проблемы такого способа трансформации:

- несоответствие системы ограничений паевого и чекового фондов;
- значительная разница размеров установленного минимума при формировании ЧИФов и ПИФов;
- требование соблюдения прав акционеров реорганизуемого чекового фонда.

Вместе с тем, наличие различных групп чековых фондов, выделенных в процессе исследования, обуславливает неоднородность структуры активов фондов с различными инвестиционными приоритетами. Данное обстоятельство, в свою очередь, определяет разную степень сложности при реорганизации ЧИФов.

Таким образом, на основе результатов выполненного анализа деятельности чековых фондов, а также с учетом перечисленных проблем преобразования ЧИФа в ПИФ в работе выделены критерии, используемые автором при разработке механизма трансформации чековых фондов, а именно:

- приоритеты инвестиционной политики фонда;
- инвестиционный потенциал населения региона;



- нижняя граница капитала преобразуемого ЧИФа

С учетом первого критерия в механизме предусматривается два варианта преобразования: для смешанных фондов (I вариант) и для фондов акций (II вариант). Спекулятивные фонды, как наиболее легко трансформируемые, не рассматриваются. Последующие критерии используются с целью снижения риска ликвидации формируемого паевого фонда в случае недоаккумуляции средств. Причем величина нижней границы преобразуемого ЧИФа зависит от инвестиционного потенциала населения региона.

Вариант I предусматривает три способа:

- ликвидация ЧИФа с целью формирования на основе его имущества паевого фонда;
- преобразование чекового фонда в управляющую компанию;
- формирование на основе чекового фонда двух структур: управляющей компании и паевого фонда.

Первые два способа характерны для фондов с размером капитала около 1 млрд. руб. При этом, в случае формирования паевого фонда на основе имущества ликвидированного чекового, результат в большей степени зависит от наличия управляющей компании, а при реорганизации ЧИФа в управляющую компанию - от показателя инвестиционного потенциала населения.

Суть третьего способа состоит в грамотном распределении капитала между формируемыми структурами. Так как ограничения на активы управляющей компании отсутствуют, неликвидная часть портфеля используется для оплаты ее капитала. В случае формирования интервального фонда распределение неликвидной части портфеля происходит избирательным путем: контрольные пакеты акций и близкие к ним отчуждаются в активы формируемого паевого инвестиционного фонда.

Отличительной особенностью варианта II является зависимость принятия решения о трансформации ЧИФа в ПИФ от соотношения ликвидной части портфеля и количества акционеров, желающих получить компенсацию за акции ЧИФа. Если первый показатель ниже второго, то такое преобразование невозможно. В остальном процедура повторяет вариант I.

Более эффективным с точки зрения мобилизации капитала при первичном размещении в варианте I является способ преобразования чекового фонда в открытый паевой фонд, в варианте II - в интервальный.

Данный механизм реализуем далеко не для всех фондов. В частности, в Мурманской области действующие фонды имеют достаточно небольшой размер капитала (не превышающий 1 млрд. руб.) и инвести-

онный потенциал населения (на начало 1996 года - около 1 млрд. руб.) не способен обеспечить успешный исход преобразования ЧИФов в ПИФы.

Наиболее доступным способом трансформации ЧИФов с небольшим капиталом является преобразование их в акционерные фонды. Положительным моментом такого способа реорганизации чекового фонда является отсутствие необходимости его ликвидировать. Тем не менее, для обеспечения открытости фонда требуется преобразование активов ЧИФа. Здесь также применим избирательный подход, учитывающий приоритеты деятельности. Закрытый же акционерный фонд должен обеспечить котировку своих акций. Кроме того, трансформация чекового фонда в акционерный может быть эффективна только в случае совершенствования налогового законодательства (за рубежом, к примеру, к инвестиционным фондам применяют принцип "налоговой прозрачности", т.е. освобождают их от корпоративного налога на прибыль). Тем не менее существование в регионах (особенно на периферии) множества небольших фондов выдвигает необходимость учета в концепции развития института инвестиционных фондов существование обеих форм: и акционерного и паевого. Однако, независимо от специфики деятельности, они должны иметь единую систему регулирования и контроля.

**Заключение.** В диссертации проведено исследование становления инвестиционных фондов в условиях трансформации экономики.

Итогом работы служат следующие результаты:

1. Исследование теоретических основ формирования и функционирования инвестиционных фондов в развитых странах и в странах с переходной экономикой позволило автору выделить принципиальные различия между данными структурами в различных экономических средах. В цивилизованном мире инвестиционные фонды выступают в качестве механизма перераспределения денежных ресурсов из "традиционных" и малоэффективных областей в новые более эффективные сферы, стимулируя тем самым экономический рост. В странах постсоциализма инвестиционные фонды тесно связаны с протекающими процессами трансформации, в частности, с приватизацией, и участвуют, таким образом, в развитии рыночной среды: становлении первичного рынка ценных бумаг, формировании класса частных собственников, создании акционерного капитала.

Особенности российской экономики, определившие широкомасштабность и ускоренность приватизации обусловили появление модели чековых инвестиционных фондов, не типичных для мировой практики, что определяет специфику переходных процессов в России в сфере преобразования собственности и становления инвестиционных фондов.

2. На основе анализа деятельности чековых фондов определена противоречивость их развития. Целевое назначение: аккумуляция приватизационных чеков и вложение их в акции приватизированных предприятий, с одной стороны, определяет их как фонды приватизации. Но с другой стороны, ведение спекулятивной деятельности позволяет им накапливать денежный капитал, что обеспечивает фондам возможность выбора при осуществлении инвестиционной политики. Это явление выступает одной из основных причин обособления различных групп фондов согласно приоритетам их деятельности:

- спекулятивные фонды;
- смешанные фонды.
- фонды акций приватизированных предприятий.

Степень участия перечисленных групп как в процессе приватизации, так и в инвестиционной политике субъектов хозяйствования, не идентична. Спекулятивные фонды и фонды акций практически не имели отношения к инвестированию в реальный сектор экономики. Первые - стимулировали процесс формирования класса крупных частных собственников. Последние - в большей степени содействовали созданию акционерного капитала. Смешанные фонды оказались наиболее результативными как с позиций преобразования собственности, так и с точки зрения реальных вложений в промышленность. Анализ функционирования ЧИФов в территориальном разрезе позволил автору определить влияние регионального аспекта на формирование инвестиционных приоритетов различных фондов, а именно: близости к финансовым центрам страны территории, на которой формируется фонд; численности населения данного региона; уровня развития региональной экономики. Центральный регион стал местом сосредоточения фондов-монополистов, отличающихся широким диапазоном деятельности. Крупные для регионального уровня ЧИФы преимущественно являются фондами смешанного типа. Фонды акций приватизированных предприятий имеют, как правило, небольшой капитал и расположены в основном на периферии. В частности, к таким регионам относится Мурманская область.

3. Предложен механизм преобразования чековых фондов, предусматривающий альтернативные варианты трансформации для ЧИФов с различными инвестиционными приоритетами, учитывающий размер уставного капитала фондов и инвестиционный потенциал населения региона. В целях объединения институтов, относящихся к одной сфере деятельности, и повышения их эффективности все действующие и вновь формируе-

мые инвестиционные фонды должны иметь единую систему регулирования и контроля.

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ ДИССЕРТАЦИИ ОТРАЖЕНЫ В  
СЛЕДУЮЩИХ РАБОТАХ:

1. Инвестиционная политика в Северном экономическом регионе // тез. докл. Всероссийской научной конференции "Региональные проблемы развития Северных территорий". Петрозаводск: Петрозаводский университет, 1992.
2. Инвестиционная политика: проблемы и перспективы // Колл. моногр. "Вопросы прогнозирования социально-экономического развития Северного региона". Апатиты: КНЦ РАН, 1992.
3. Рынок и рыночные отношения // Колл. моногр. "Структурная политика на Севере России в переходный период к рыночным отношениям (Кольский регион)". Апатиты: КНЦ РАН, 1994.
4. Инвестиционные фонды: особенности формирования и функционирования в России // жур. "Наука и бизнес на Мурмане", № 3, т. 3. Мурманск, 1997.