

На правах рукописи

Левченко Анна Викторовна

**Суверенные инвестиционные фонды:
организация и роль на финансовом рынке**

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат
диссертации на соискание ученой
степени кандидата экономических наук

Москва
2012

Работа выполнена на кафедре «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации».

Научный руководитель доктор экономических наук, профессор
Рубцов Борис Борисович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор,
академик РАЕН, Заслуженный экономист России
Сенчагов Вячеслав Константинович
Федеральное государственное бюджетное
учреждение науки Институт экономики
Российской академии наук, руководитель
Центра финансовых исследований

кандидат экономических наук
Абрамов Александр Евгеньевич
ФГАОУ ВПО «Национальный исследовательский
университет «Высшая школа экономики»,
профессор кафедры фондового рынка и
рынка инвестиций

Ведущая организация **ФГБОУ ВПО «Санкт-Петербургский
государственный университет экономики и
финансов»**

Защита состоится «17» мая 2012г. в 12-00 часов на заседании диссертационного совета Д 505.001.02 на базе ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д.49, ауд. 406, г. Москва, 125993.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д.49, комн. 203, г. Москва, 125993.

Автореферат разослан «12» апреля 2012г. Объявление о защите диссертации и автореферат диссертации «12» апреля 2012г. размещены на официальном сайте Высшей аттестационной комиссии при Министерстве образования и науки Российской Федерации по адресу <http://vak.ed.gov.ru> и на официальном сайте ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»: <http://www.fa.ru>.

Ученый секретарь совета Д 505.001.02,
к. э. н., доцент

Е.Е. Смирнова

Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. К началу глобального кризиса конца 2000-х гг. на мировом финансовом рынке сформировался ряд финансовых дисбалансов. Рост объемов финансовой задолженности развитых стран сопровождался накоплением излишков государственных финансовых ресурсов в развивающихся странах¹ (в форме международных резервов, нерезервных активов на счетах центральных банков, суверенных фондов).

Последовавшие с началом кризиса проблемы ликвидности развитых стран разрешались в т.ч. с помощью привлечения средств государственных инвесторов, в частности, суверенных инвестиционных фондов (далее – СИФ). Серия инвестиций данных инвесторов в крупнейшие коммерческие организации развитых рынков способствовала росту интереса к их инвестиционной стратегии, роли на глобальном и национальном финансовом рынке.

Инвестиционные стратегии суверенных фондов вызывают дискуссии в научном сообществе. Низкая информационная прозрачность деятельности многих СИФ осложняет оценку их инвестиционного поведения, ведет к росту настроений протекционизма. Неоднозначная оценка влияния суверенных фондов на объекты инвестиций, проявляющегося в изменении курсов, волатильности и ликвидности ценных бумаг, рыночной оценки кредитного риска объекта инвестиций, стратегического управления компаниями, не получила достаточного освещения в русскоязычной литературе.

Монетаристская концепция денежно-кредитного регулирования и ориентация на опыт преимущественно развитых стран лежат в настоящее время в основе управления российскими суверенными фондами. При регулировании их деятельности не была учтена специфика развивающейся страны, проявляющаяся в большей потребности в дополнительных инвестициях, недостатке собственного капитала у коммерческих организаций, недиверсифицированной структуре производства и экспорта.

¹ Деление стран на развитые (advanced economies) и развивающиеся (emerging and developing economies) осуществлено в соответствии с классификацией МВФ

Недостаточно научно проработанными и нерешенными на государственном уровне являются вопросы долгосрочной инвестиционной стратегии Фонда национального благосостояния (далее – ФНБ) и Резервного фонда, монетарного воздействия фондов на уровень инфляции как при формировании, так и при расходовании средств фондов. Дискуссионными являются вопросы оптимального размера, информационной открытости фондов, оценка эффективности и политика использования средств фондов в кризисных и посткризисных условиях.

Таким образом, **актуальность темы** исследования обусловлена необходимостью оценки роли суверенных инвестиционных фондов на финансовом рынке, а также необходимостью разработки научно обоснованного комплекса мер по совершенствованию деятельности российских суверенных фондов, учитывающих специфику развивающейся страны и требования к информационной прозрачности, предъявляемые международными организациями.

Степень разработанности темы. Вопросам создания и функционирования суверенных инвестиционных фондов (суверенных фондов благосостояния, стабилизационных фондов) посвящены труды А.Б. Золотаревой, С.М. Дробышевского, С.Г. Синельникова-Мурылева, П.А. Кадочникова, Я.М. Миркина, Г.С. Пановой, Б.Б. Рубцова, А.Б. Фельдмана, В.К. Сенчагова, П.А. Казакевича, А.Д. Смирнова, А.Л. Ведева, А.А. Кудрина, В.В. Кудряшова, О.Г. Солнцева; ряд диссертационных исследований – М.Г. Бароновской, В.М. Дворецкого, М.В. Данилиной, М.В. Лепесина, К.Н. Пупынина, О.В. Павлюковой, А.Н. Сухарева.

Разработке теоретических понятий, классификаций и вопросам организации деятельности суверенных фондов посвящены работы А.Розанова, Э. Монка (A. Monk), Дж. Хагета (G. Houget), Дж. Ньюжи (J. Nugée), исследователей МВФ (У. Фазано (U. Fasano), Э. Ле Борне (E. Le Borgne), П. Медас (P. Medas), П. Кунцель (P. Kunzel), Ю. Лу (Y. Lu), И. Петрова (I. Petrova), Ю. Пилман (J. Pihlman)) и ОЭСР (Х. Сантисо (J. Santiso), А. Бланделл-Вигналл (A. Blundell-Wignall), Ю.Ху (Y. Hu), Х. Йермо (J. Yermo), У. Дас (U. Das)), С. Керна (S. Kern),

С. Джена (S. Jen); оценке прозрачности деятельности суверенных фондов – Э. Трумана (E. Truman), К. Линабурга (C. Linaburg), М. Мадзуэла (M. Maduell).

Вопросы оценки влияния инвестиций суверенных инвестиционных фондов на финансовом рынке рассматривают в своих работах следующие авторы: Х. Балдинг (Ch. Balding), Р. Бек (R. Beck), Ш. Бернштайн (S. Bernstein), Ф. Бертони (F. Bertoni), В. Барбари (V. Barbary), Б. Бортолотти (B. Bortolotti), В. Миракки (W. Miracky), В. Чаокхария (V. Chhaochharia), К. Девентер (K. Dewenter), Н. Фернандес (N. Fernandes), С.Р. Джори (S. R. Jory), Дж. Карольи (G. Karolyi), А. Книлл (A. Knill), Дж. Коттер (J. Kotter).

Несмотря на большое количество проведенных исследований, недостаточно подробно исследована роль суверенных фондов на финансовом рынке, вопросы оптимальных размеров суверенных пенсионных резервных фондов, не принимались в рассмотрение долгосрочные прогнозы при определении оптимальных размеров стабилизационных суверенных фондов. Кроме того, лишь фрагментарно освещались негативные последствия изъятий суверенных фондов из внутренней экономики, роль фондов как макроэкономических стабилизаторов в условиях кризиса.

Ряд вопросов функционирования российских суверенных фондов (ФНБ и Резервного фонда) в части оценки эффективности расходования их средств в кризисный период, обоснования источников формирования фондов, их оптимального объема, проработки инвестиционной стратегии фондов с учетом долгосрочных потребностей российской экономики в финансовых ресурсах, проблемы информационной прозрачности деятельности фондов – не получили глубокого рассмотрения в современных исследованиях. Настоящая работа направлена на устранение пробелов в научной литературе в части изучения указанных проблем.

Цель и задачи исследования. Цель работы состоит в развитии представлений о роли суверенных инвестиционных фондов на финансовом рынке и разработке мер по повышению эффективности организации деятельности суверенных инвестиционных фондов России.

Для достижения цели исследования сформулированы следующие задачи:

— развить понятийный аппарат в области суверенных инвестиционных фондов (уточнить содержание понятия, расширить классификацию суверенных инвестиционных фондов);

— оценить последствия деятельности суверенных инвестиционных фондов для мирового финансового рынка в целях разработки механизмов взаимодействия с зарубежными СИФ;

— детализировать роль суверенных инвестиционных фондов в национальной экономике по следующим направлениям: снижение инфляции, уровень вовлеченности в инвестиции в национальные активы, использование средств фондов в целях антикризисной стабилизации, последствия изъятий средств в суверенные фонды из национальной экономики;

— разработать комплекс мер, направленных на развитие организации деятельности суверенных инвестиционных фондов России в части совершенствования инвестиционной стратегии и информационной прозрачности российских фондов.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования выступают суверенные инвестиционные фонды. Предметом исследования – экономические механизмы организации деятельности суверенных инвестиционных фондов.

Методологическая, теоретическая и эмпирическая база исследования. Диссертационная работа основывается на методологии системного анализа, позволяющей обеспечить целостность исследования. Основными использованными методами являлись методы анализа, синтеза, моделирования, метод научной абстракции, аналогии, сравнения, классификации, дедукции, индукции, группировки, статистического и графического анализа, факторного анализа.

В качестве теоретической основы использованы результаты фундаментальных и прикладных исследований, опубликованных в периодических изданиях и монографиях, материалах международных организаций (Международного валютного фонда, Организации экономического

сотрудничества и развития, ЕЦБ и др.), научных конференций. Эмпирическую базу исследования составляют статистические данные Банка России, Федерального казначейства, Министерства финансов, ряда международных организаций (Международного валютного фонда, Организации экономического сотрудничества и развития, Международного энергетического агентства), зарубежных органов власти, центральных банков, органов статистики, официальных сайтов суверенных инвестиционных фондов, а также аналитические ресурсы сети Интернет. Ряд статистических данных был получен с помощью информационных систем Bloomberg и Zephyr (M&A Database, Bureau van Dijk).

Соответствие диссертации Паспорту научной специальности. Работа по своему основному содержанию соответствует Паспорту специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Научная новизна результатов исследования. Научная новизна работы заключается в разработке комплекса мер по совершенствованию организации деятельности Фонда национального благосостояния и Резервного фонда на основе оценки роли суверенных инвестиционных фондов на финансовом рынке.

Основными результатами, отражающими научную новизну, являются:

— развит понятийный аппарат в области суверенных инвестиционных фондов (уточнено понятие суверенного инвестиционного фонда на основе функционального подхода и выделения основных черт СИФ, расширена классификация суверенных инвестиционных фондов с позиций выполняемых ими функций);

— выявлен двойственный характер факторов влияния суверенных фондов на международный финансовый рынок: факторы негативного влияния (высокий уровень концентрации активов, использование заемных средств при осуществлении инвестиций) и факторы позитивного воздействия (инвестирование части средств на национальном рынке (для фондов развития), консерватизм инвестиционной стратегии (для стабилизационных фондов), внедрение принципов социально ответственного инвестирования (для резервных фондов)); установлены положительные последствия инвестиций суверенных фондов на

доходность, ликвидность и волатильность акций, снижение кредитного риска публичных компаний;

— на основе выявления сниженной роли российских суверенных фондов в замедлении инфляции (оценка стерилизационного эффекта создания СИФ), а также анализа международной практики инвестирования средств фондов в национальные ценные бумаги сделан вывод о необходимости неполного изъятия средств из внутреннего оборота в форме осуществления российскими суверенными фондами инвестиций на внутреннем рынке;

— выявлены лидирующие позиции России в сравнении с международной практикой в части использования средств суверенных фондов при выполнении функции макроэкономической стабилизации национальной экономики (на примере финансового кризиса конца 2000-х гг.);

— установлены отрицательные последствия изъятий средств в суверенные фонды из внутренней экономики (рост стоимости денежных средств на внутреннем рынке и усиление зависимости экономики от инвестиций нерезидентов) на основе оценки эффективности управления средствами российских суверенных фондов (сравнение фактического и потенциального дохода от инвестиций на внутреннем рынке, сравнение со ставками привлечения средств на финансовом рынке, международные сопоставления доходности управления фондами);

— на основе установления достаточности текущих объемов российских суверенных фондов для выполнения их функций и выявления широкого распространения за рубежом практики инвестиций суверенных фондов на внутреннем рынке разработан комплекс мер по совершенствованию организации деятельности российских суверенных фондов:

— предложен механизм частичной переориентации инвестиций ФНБ на внутренний рынок: передача части средств в управление Внешэкономбанка (паевый инвестиционный фонд, прямые вложения, в т.ч. на основе соинвестирования с зарубежными инвесторами); передача части средств во внешнее управление для осуществления инвестиций на внутреннем рынке;

самостоятельные инвестиции Российского финансового агентства (при условии его создания);

— разработан механизм перехода к более доходной стратегии инвестирования: включение в состав инвестиционных объектов Резервного фонда негосударственных долговых ценных бумаг, размещение 20-30% активов ФНБ в корпоративных ценных бумагах эмитентов реального сектора;

— предложены меры по совершенствованию информационной прозрачности ФНБ и Резервного фонда (формирование публично раскрываемой отчетности, оценка и раскрытие информации о соответствии принципам Сантьяго).

Теоретическая и практическая значимость исследования.

Теоретическая значимость исследования состоит в систематизации научных представлений о сущности суверенных инвестиционных фондов, их роли на международном и национальном финансовых рынках, подходов к установлению оптимального объема суверенного фонда.

Диссертационное исследование в части анализа влияния инвестиций СИФ на международный финансовый рынок может быть использовано для прогнозирования последствий деятельности СИФ на международном финансовом рынке, в частности, в качестве обоснования выработки государственной политики по привлечению зарубежных инвестиций.

Результаты исследования в части разработки комплекса мер по совершенствованию деятельности суверенных инвестиционных фондов России, а также оценки их роли на российском финансовом рынке могут быть использованы органами исполнительной власти в качестве методологической базы при управлении Фондом национального благосостояния и Резервным фондом.

Результаты исследования также могут быть использованы в системе высшего и дополнительного профессионального образования при преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Государство на рынке ценных бумаг», «Зарубежные финансовые рынки».

Апробация результатов исследования. Научное исследование выполнено в рамках научно-исследовательских работ ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», проводимых в соответствии с комплексной темой «Пути развития финансово-экономического сектора России» по кафедральной подтеме «Формирование эффективной структуры финансовых рынков».

Отдельные положения исследования докладывались на 5-й межвузовской научной конференции «Финансовый рынок России: теория и практика развития» (Москва, апрель 2008 г., МГИМО(У) МИД РФ), 7-ой межвузовской научной конференции «Цели долгосрочной макроэкономической и финансовой политики России до 2010 г.» (Москва, май 2008 г., ФГОУ ВПО «Академия бюджета и казначейства Минфина России»).

Результаты были использованы при проведении научно-исследовательских работ по теме «Стратегия финансового обеспечения и инновационного роста экономики (состояние, прогноз развития)», выполняемой по Государственному контракту № 02.740.11.0584 от «24» марта 2010 г. по заказу Федерального агентства по науке и инновациям. В частности, проанализирована эффективность размещения средств суверенных фондов на счетах ЦБ РФ, рассмотрены вопросы оптимальных объемов средств суверенных фондов, разработаны предложения по государственному содействию инновационному развитию в части использования средств фондов для финансирования инноваций. Внедрение предложенных мер способствует модернизации и диверсификации российской экономики.

Материалы научного исследования используются в практической деятельности Аналитического департамента ОАО «ИК «Еврофинансы» при проведении анализа динамики финансового рынка, в частности, результаты оценки влияния инвестиций суверенных фондов на финансовые активы и результаты анализа деятельности российских суверенных фондов в условиях кризиса. По материалам исследования разработан комплекс мер по осуществлению инвестиционной деятельности Департамента активных операций,

что способствует повышению качества макроэкономической аналитики и утверждаемых решений Инвестиционного комитета компании.

Результаты исследования в части комплекса мер по совершенствованию деятельности российских суверенных фондов были использованы в практической деятельности СРО «Национальная фондовая ассоциация» при разработке раздела 10 «Финансовая политика государства» Стратегии развития рынка капиталов - 2020. Реализация разработанных мер позволит развить внутренний финансовый рынок в соответствии с лучшими зарубежными аналогами и укрепить его конкурентоспособность за счет формирования такой важной категории внутренних инвесторов, как суверенные ИФ, что способствует повышению инвестиционного потенциала рынка для нужд модернизации российской экономики.

Материалы диссертации используются в учебном процессе ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебных дисциплин: «Рынок ценных бумаг», «Государство на рынке ценных бумаг» и «Зарубежные финансовые рынки».

Публикации по теме исследования. Основные положения диссертационного исследования опубликованы в 4 научных работах общим объемом 2,7 п.л. (весь объем авторский), в т.ч. 3 статьи авторским объемом 2,0 п.л. – в журналах, включенных в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, определенный ВАК.

Структура и объем исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка из 289 наименований и 20 приложений. Материалы диссертационной работы изложены на 171 странице основного текста, включая 28 рисунков, 31 таблицу. Структура работы представлена в таблице 1.

Таблица 1. Структура диссертационной работы

Наименование глав	Наименование параграфов	Таблиц	Рисунков	Приложения
Введение				
Глава 1. Понятие и классификация суверенных инвестиционных фондов	1.1. Понятие суверенного инвестиционного фонда	1	1	2
	1.2. Место суверенного инвестиционного фонда среди государственных инвестиционных организаций и фондов	2	2	3
	1.3. Классификация суверенных инвестиционных фондов	3	4	
	1.4. Системы суверенных инвестиционных фондов отдельных стран	1		
Глава 2. Роль суверенных инвестиционных фондов на финансовом рынке	2.1. Суверенные инвестиционные фонды на международном финансовом рынке	6	5	8
	2.2. Роль суверенных инвестиционных фондов в национальной экономике	9	8	5
Глава 3. Разработка комплекса мер по совершенствованию деятельности российских суверенных инвестиционных фондов	3.1. Оптимальный размер суверенных инвестиционных фондов	6	6	1
	3.2. Инвестиционная стратегия суверенных фондов России: потенциал совершенствования	2	2	1
	3.3. Совершенствование информационной прозрачности деятельности российских суверенных фондов			
Заключение				
Библиографический список				
Приложения				

Содержание и основные проблемы исследования

Во введении обоснована актуальность темы диссертации, сформулированы цель, задачи, объект и предмет исследования, определена методологическая и информационная база работы, раскрыта научная новизна, теоретическая и практическая значимость результатов диссертации, представлена апробация результатов исследования.

В исследовании рассмотрены следующие группы проблем:

Первая группа проблем связана с развитием понятийного аппарата в целях корректного определения объекта исследования.

В ходе анализа эволюции понятия «суверенный инвестиционный фонд» (sovereign wealth fund) установлено, что в настоящее время в исследовательской практике не сложился единый подход к его сущности. В зависимости от целей исследования критерии СИФ предусматривают включение / исключение ряда государственных инвестиционных структур.

Анализ существующих определений суверенных инвестиционных фондов выявил недостаточно четкое раскрытие функциональных характеристик фондов, учет не всех характерных черт СИФ. Определения имеют размытые границы, подразумевают неоднозначную трактовку в отношении включения/ исключения ряда фондов, требуют дополнительных пояснений. Большинство из них (в частности, определение МВФ) исключают фонды, инвестирующие преимущественно (исключительно) в национальные активы (Фонд стратегических инвестиций Франции, Суверенный фонд Бразилии и др.), несмотря на отнесение большинством исследователей данной категории фондов к суверенным при составлении списков (в частности, исследовательской организацией SWF Institute).

В рамках настоящего исследования основное внимание уделяется инвестиционной функции СИФ. Соответственно, согласно предложенному функциональному подходу, разработано понятие суверенного инвестиционного фонда как обособленного фонда (пула активов), учрежденного государством и

находящегося в прямой государственной собственности, конечным бенефициаром которого является население страны (региона) в целом. Для СИФ характерно отсутствие прямой целевой взаимосвязи между источниками формирования и обязательствами фонда. СИФ инвестирует свои финансовые активы на преимущественно долгосрочный период и выполняет как минимум одну из следующих функций: сберегательную, среднесрочной макроэкономической стабилизации, развития национальной экономики, высокодоходного управления государственными финансовыми активами.

Таблица 2. Сущностные черты СИФ, позволяющие четко ограничить их от прочих субъектов

№	Сущностная черта СИФ	Субъекты, отсекаемые по данному признаку
1.	Обособленный фонд (пул активов)	Портфель международных рискованных активов Центрального банка Саудовской Аравии (представляет собой совокупность счетов, не обособленных отдельно в пассиве Центрального банка)
2.	Учредитель и собственник – государство (субъект федерации)	Органы социального страхования (резервные фонды социального страхования); организации, находящиеся в непрямой государственной собственности (например, Российский фонд прямых инвестиций)
3.	Конечный бенефициар – население в целом	Государственные пенсионные фонды, не являющиеся суверенными (получатели средств определены) (например, Пенсионный фонд РФ)
4.	Инвестиционный характер деятельности	Фонды, пополняемые и расходуемые в течение определенного периода (бюджетного года) (Инвестиционный фонд РФ); институты развития в форме кредитных организаций (государственные банки развития)
5.	Непрямая взаимосвязь обязательств и источников формирования фонда	Фонд обязательного медицинского страхования, Фонд социального страхования, Пенсионный фонд РФ
6.	Выполняемые функции: сберегательная, стабилизационная, развития национальной экономики, высокодоходного управления государственными финансовыми активами	Международные резервы в части, не включающей средства суверенных фондов

Дополнительными функциями, выполняемыми СИФ, являются: стерилизационная функция, управление государственными долями в компаниях, пенсионное обеспечение.

Разграничены понятия суверенных фондов и прочих государственных инвестиционных организаций и фондов:

— ряд суверенных инвестиционных фондов (часть активов СИФ) входят в состав *международных резервов* при условии соответствия критериям международных резервов МВФ (внешние активы, размещение в ликвидной форме (конвертируемая валюта, возможность реализации в течение короткого периода времени), контроль над активами со стороны органов денежно-кредитного регулирования);

— среди *пенсионных фондов* выделяют особую группу суверенных пенсионных резервных фондов, основные отличия которых от прочих пенсионных фондов: отсутствие юридически определенных конкретных бенефициаров средств фонда, юридическая и финансовая обособленность от системы социального страхования, отложенное во времени выполнение функции пенсионного обеспечения, долгосрочный характер инвестирования средств;

— *государственные (финансовые) институты развития*, созданные в форме инвестиционных фондов и государственных инвестиционных корпораций развития, представляют собой СИФ. Суверенный фонд может выполнять функции государственного института развития, осуществляя самостоятельно инвестиции развития, финансируя создание либо предоставляя дополнительные средства иным институтам развития, или совмещая функции в рамках одной организации;

— некоторые *внебюджетные фонды* представляют собой разновидности СИФ: все они – внебюджетные инвестиционные фонды, а отдельные суверенные фонды могут быть также представлены разновидностями внебюджетных фондов (стабилизационными, сберегательными, финансирующими). В ряде случаев стабилизационные суверенные фонды были использованы как фонды погашения в целях досрочных выплат по внешним заимствованиям (Стабилизационный фонд РФ, Фонд регулирования государственных расходов Алжира), хотя данная функция не является определяющей.

В соответствии с разработанной классификацией, основанной на различиях выполняемых суверенными фондами функциях, выделены следующие виды фондов:

— СИФ развития: функция – проведение инвестиционной политики, способствующей развитию национальной экономики;

— стабилизационный СИФ: функция – макроэкономическая стабилизация;

— резервный СИФ (сберегательный фонд, фонд благосостояния): является финансовым резервом, расходование которого осуществляется в долгосрочной перспективе; нормативное регулирование резервных фондов не предусматривает использования средств в случае наступления кризисных явлений. Но при этом для ряда фондов предусматривается использование доходов (части доходов фонда) на цели текущего бюджетного финансирования;

— стратегические СИФ: функция – более доходное управление государственными финансовыми активами. Стратегические фонды осуществляют активные прямые и портфельные инвестиции, не имеют в качестве основной одну из трех указанных выше функций, включают, в частности, суверенные инвестиционные фонды, созданные для управления международными резервами.

В ходе анализа организации деятельности СИФ выявлено значительное разнообразие организационно-правовых форм создания фондов (отдельное юридическое лицо, счет с определенным законодательно специальным режимом функционирования, схема доверительного управления) и источников образования фондов (ресурсные источники, международные резервы, государственные доли в компаниях, общие доходы бюджета и др.).

Установлено, что в ряде стран сформировались системы СИФ, включающие несколько суверенных фондов с различными функциональными характеристиками.

Вторая группа проблем связана с оценкой роли суверенных фондов на финансовом рынке.

В рамках настоящего исследования роль СИФ рассматривается двояко:

1) при анализе деятельности СИФ на международном рынке – с точки зрения результата их функционирования, оценки участниками финансового рынка влияния инвестиций суверенных фондов на стабильность финансового рынка;

2) при анализе деятельности СИФ в национальной экономике под ролью

суверенного фонда понимается его назначение, способность выполнять функции, для выполнения которых он создается, являющиеся сущностной характеристикой фонда.

Суверенные фонды с активами 3,7 трлн. долл. на конец 2010 г, сопоставимы с активами ряда институциональных инвесторов (торгуемые индексные фонды, хедж-фонды, фонды прямых инвестиций), являются значимыми участниками международного финансового рынка.

Выявлены факторы влияния суверенных фондов на международный финансовый рынок, включающие:

— факторы негативного влияния: высокий уровень концентрации активов среди крупнейших СИФ (Таблица 3), использование финансового рычага (выявлен низкий уровень левириджа: установлено, что только 12 из 65 суверенных фондов привлекают заемные средства при низком уровне общей задолженности);

Таблица 3. Уровень концентрации активов суверенных фондов, на конец года

	2008	2009	2010
Доля 10 крупнейших СИФ	66%	72%	73%
Доля 3 крупнейших СИФ (Государственный пенсионный фонд Глобальный – Норвегия, Китайская инвестиционная корпорация, Инвестиционная компания государственного валютного управления (SAFE, Гонконг))	30%	32%	34%
Темп прироста активов 10 крупнейших фондов	-8%	18%	14%
Активы всех СИФ, млрд долл.	2 991	3 246	3 652

Рассчитано на основе данных официальных сайтов фондов, отчетов фондов, сообщений информационных агентств

— факторы позитивного воздействия: высокая доля инвестиций на национальном рынке для ряда фондов (в особенности, для фондов развития); консерватизм инвестиционной стратегии для стабилизационных фондов; внедрение принципов социально ответственного инвестирования для пенсионных резервных фондов.

Установлено, что наибольший потенциал влияния на международные финансовые рынки способны оказать стратегические фонды, составляющие максимальную долю совокупных активов суверенных фондов. Стратегические

фонды характеризуются отсутствием четко выраженных обязательств и не раскрывают публично инвестиционную политику. Анализ сделок одного из самых активных на международном рынке стратегического суверенного фонда Холдинговой компании Темасек (Сингапур) подтверждает положительную краткосрочную реакцию рынка на осуществляемые им вложения в акционерный капитал (в форме краткосрочного роста доходности и ликвидности ценных бумаг). Также выявлено, что инвестиции фонда сопровождаются снижением кредитного риска и волатильности в долгосрочном периоде времени, что аналогично влиянию крупных вложений институциональных инвесторов.

Проанализирован ряд действий как стратегических суверенных фондов азиатских стран, так и резервных фондов развитых стран (инвестиции, продажи ценных бумаг, угроза выхода из определенных активов), совершенных исходя из политических соображений. На примере инвестиций фондов Азии в ценные бумаги крупнейших финансовых институтов развитых стран установлено, что в настоящее время большинство крупных сделок азиатских стратегических фондов не используются в целях оказания стратегического влияния на деятельность приобретаемых компаний.

В развивающихся странах, в т.ч. в России, необходимо балансировать приток международных средств, включая поступающие от суверенных фондов средства, национальными инвестициями. Одним из направлений подобной «балансировки» может стать участие российских фондов в осуществлении совместных инвестиций с зарубежными фондами, что получает все большее распространение в международной практике.

В национальной экономике значимость суверенных фондов определяется способностью смягчить последствия «голландской болезни» за счет воздействия на объем денежного предложения (актуально при наличии преимущественно монетарной инфляции в стране), т.е. выполнять *стерилизационную функцию*.

При анализе эффективности формирования российских суверенных фондов в противодействии укреплению национальной валюты установлено:

1) формирование суверенных фондов фактически выступало дополнительным инструментом долгосрочной стерилизации в дополнение к краткосрочным и среднесрочным инструментам ЦБ РФ (Рисунок 1);

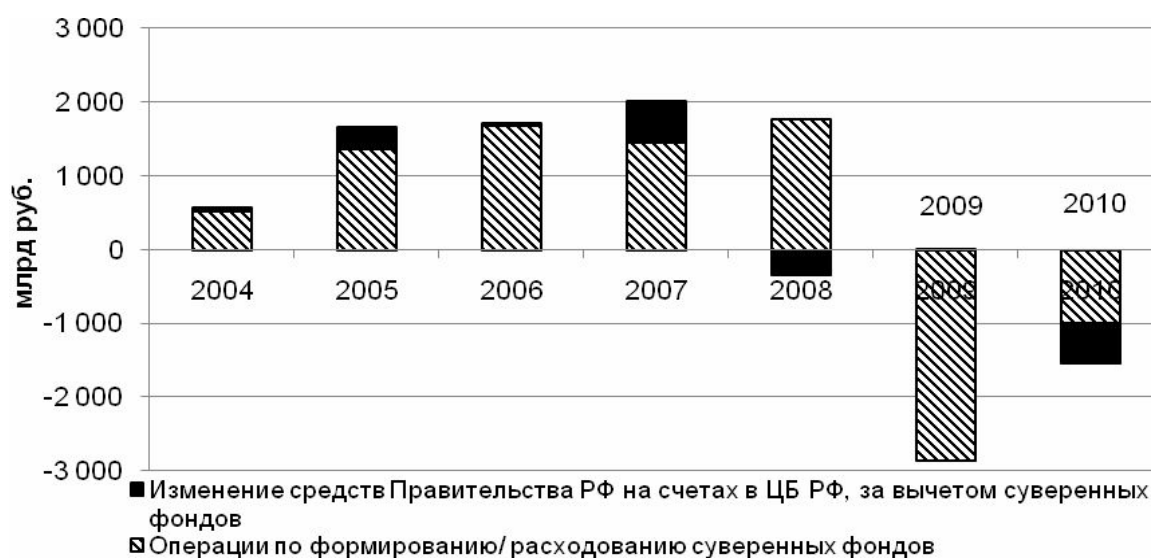


Рисунок 1. Основные денежно-кредитные показатели и приток денежных средств в национальную экономику в связи с операциями суверенных фондов

Рассчитано на основе данных Министерства финансов, ЦБ РФ, Федерального Казначейства

2) в условиях низкого вклада монетарного фактора в снижение инфляции (не более 6%) аккумуляция средств в СИФ позволила снизить инфляцию в среднем на 7% (т.е. не более чем на 1 процентный пункт) (Таблица 4).

Таблица 4. Расчет потенциально возможной инфляции при расходовании средств суверенных фондов

Год	Денежная масса расчетная, млрд руб. (на конец периода)			Инфляция		
	Фактическая	Сальдо средств, изымаемых в суверенные фонды	Итого	Фактическая	Доп. прирост инфляции за счет роста М2	Расчетная
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
формула			(2)+(3)		=6%*(4)/(2)	=(5)*(1+(6)/100)
2003	3 205		3 205	13,7%		
2004	4 354	522	4 876	10,9%	6,7%	11,6%
2005	6 032	1 358	7 390	12,7%	7,4%	13,6%
2006	8 971	1 686	10 656	9,7%	7,1%	10,4%
2007	12 869	1 444	14 313	9,0%	6,7%	9,6%
2008	12 976	1 769	14 745	14,1%	6,8%	15,1%
2009	15 268	-2 852	12 416	11,7%		
2010	20 012	-999	19 012	6,9%		

Рассчитано на основе данных ЦБ РФ (денежная масса, инфляция), Министерства финансов РФ (сальдо средств, изымаемых в фонды)

Оценка вклада монетарного фактора была установлена на основе построения линейной корреляционной модели вида $I = a_1 + a_2 M_2 + \varepsilon$, где I – (ИПЦ+1) в формате «изменение за месяц»; M_2 – темп роста денежной массы (за месяц); ε - остатки (распределены по нормальному закону). Модель была рассчитана на основе данных стабильного периода функционирования российской экономики (август 2002 г. – август 2008 г.). При лаге влияния изменения M_2 на значение индекса потребительских цен в 1 месяц коэффициент a_2 принимает значение 0,06. Тестирование модели при расширении ее до многофакторной и введением в состав факторов рост тарифов подтверждает выводы о низкой зависимости инфляции от динамики денежной массы.

В ходе оценки выполнения суверенными фондами *функции развития* установлено, что в зарубежной практике широко распространено размещение средств суверенных фондов в национальных ценных бумагах. Хотя большинство фондов, инвестирующих на внутреннем рынке, являются стратегическими и фондами развития, ряд резервных фондов и даже стабилизационных активно размещают средства в национальных активах.

Размещение средств суверенных фондов в национальных ценных бумагах может осуществляться на регулярной основе, так и являться антикризисной мерой (в форме рекапитализации участников национальной банковской системы, покупки акций на открытом рынке с целью поддержки фондового рынка) наряду с направлением средств на финансирование дефицита бюджета, размещением средств фондов на банковских депозитах.

Таким образом, сниженный вклад российских суверенных фондов в замедление инфляции и широкое распространение в зарубежной практике инвестиций суверенных фондов в национальные ценные бумаги позволяют сделать вывод о необходимости неполного вывода средств СИФ из внутреннего оборота.

Оценка выполнения суверенными фондами *функции макроэкономической стабилизации* осуществлена на примере финансового кризиса конца 2000-х гг. В ходе анализа использования средств российских суверенных фондов установлено, что в среднем за 2007-2009 гг. на стабилизационные меры было направлено более трети среднегодовой стоимости фондов, причем Россия занимает лидирующие позиции по расходованию средств среди суверенных фондов, осуществлявших антикризисные меры.

В ходе оценки выполнения российскими СИФ *функции управления государственными финансовыми активами с более высокой доходностью* установлено, что преимущественную часть (более 50%) инвестиционного дохода составляла курсовая разница, обусловленная укреплением инвестиционных валют в период функционирования фонда.

Сравнительный анализ фактического инвестиционного дохода российских фондов и потенциального дохода при размещении средств фондов на внутреннем рынке через систему российских кредитных организаций (вариант размещения, характеризуемый минимальным риском и минимальной доходностью) выявил наличие более высокого дохода в последнем случае при условии предоставления кредитов (Таблица 5).

Таблица 5. Фактический и потенциальный доход от размещения средств суверенных фондов на внутреннем рынке в соответствии с консервативной стратегией за 2004 – 2010 гг., млрд руб.

Фактический доход, в т.ч.:	1 384
- курсовая разница	856
- процентный доход	528
- дополнительный неучтенный процентный доход (при условии зачисления всего процентного дохода на счета фондов, а не федерального бюджета)	146
Фактический доход с учетом дополнительного процентного дохода	1 530
Потенциальный доход:	
а) предоставление кредитов	1620
б) размещение по среднерыночной годовой ставке	1523
Справочно:	
- рост номинальной стоимости средств фонда	2 087
- рост стоимости средств фонда (с учетом фактического дохода)	3 470

Рассчитано на основе данных Счетной палаты РФ, Министерства финансов, ЦБ РФ

Также установлено, что в условиях недостатка и высокой стоимости денежных средств на внутреннем рынке в 2004-2010 гг. российский коммерческий сектор привлекал зарубежные заемные средства по более высоким ставкам, чем осуществлялось размещение средств суверенных фондов (Таблица 6).

Таблица 6. Расчет превышения стоимости привлечения зарубежных средств российских кредитных организаций над доходностью размещения российских суверенных фондов

Год		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Доходности суверенных фондов, %	ФНБ	-	-	-	-	5,4	2,7	2,6
	Резервный фонд	-	-	-	-	5,4	1,8	1,5
	Стабилизационный фонд	-	-	4,2	5,3	-	-	-
Ставка, взвешенная на среднегодовой объем средств суверенных фондов		0	0	4,2	5,3	5,4	2,2	2,2
Фактическая средняя валютная структура обязательств банковского сектора РФ, %	доллар США	80,7	83,0	79,0	70,2	65,9	66,1	63,2
	евро	6,3	7,0	8,1	9,7	11,3	14,0	12,8
	руб. и прочие валюты	13,1	10,1	13,0	20,1	22,7	20,0	24,0
Средневзвешенные процентные ставки по привлеченным кредитными организациями долгосрочным депозитам (сроком более 1 года), %	доллар США	5,3	5,5	6,4	6,4	5,3	4,3	3,9
	евро	3,8	3,7	4,3	5,3	5,7	3,8	3,5
	руб.	8,8	7,5	8,1	7,3	8,3	11,1	8,2
Расчетная ставка привлеченных долгосрочных депозитов в иностранной валюте, взвешенная по фактической валютной структуре привлеченных средств, %		5,7	5,6	6,4	6,5	6,1	5,6	4,9
Превышение ставки привлечения средств кредитными организациями над ставкой доходности суверенных фондов		5,7	5,6	2,2	1,2	0,6	3,4	2,7

Расчитано на основе данных Министерства финансов, ЦБ РФ

Сопоставление доходности российских и зарубежных суверенных фондов выявляет потенциальную возможность получения более высокого дохода в долгосрочном периоде времени при использовании более рискованной стратегии инвестирования (Таблица 7).

Таблица 7. Исторические доходности некоторых суверенных фондов (в %)

Фонд	Доходность				
	средняя за последние 4 года	средняя за последние 5 лет	средняя за последние 10 лет	средняя за последние 14 лет	с момента создания фонда
Стабилизационные фонды (средняя доходность с момента создания 4,6%)					
Фонд экономической и социальной стабилизации (Чили)	5,2	-	-	-	5,5
Национальный фонд (Казахстан)	4,5	5,3	4,9	-	5,0
Резервный фонд (Россия) (до 2008 г. - Стабилизационный фонд, за 2008 г. - совокупная доходность фондов)	3,4	-	-	-	2,9
Резервные фонды (средняя доходность с момента создания 5,4%)					
Постоянный резервный фонд Аляски	1,8	3,6	4,2	6,4	8,7
Пенсионный резервный фонд Новой Зеландии	0,8	4,5	6,3	-	7,8
Пенсионный резервный фонд (Чили)	5,1	-	-	-	5,4
Сберегательный фонд наследия Альберты	2,4	4,4	6,0	6,1	5,3
Фонд будущих поколений Австралии	3,5	4,0	-	-	5,2
Государственный пенсионный фонд - Глобальный (Норвегия)	4,1	4,8	5,0	5,9	5,0
ФНБ (Россия)	3,9	-	-	-	3,6
Национальный пенсионный резервный фонд Ирландии (Discretionary Fund)	1,3	3,6	4,7	-	3,5
Стратегические фонды (средняя доходность с момента создания 10%)					
Холдинговая компания Темасек	5,9	10,1	17,1	n/a	17,0
Казанакх (Малайзия) (листинговый портфель)	n/a	n/a	n/a	n/a	13,9
Государственная инвестиционная корпорация Правительства Сингапура	-	-	-	-	7,2
Китайская инвестиционная корпорация (Глобальный портфель)	-	-	-	-	6,4
Корейская инвестиционная корпорация	4,8	5,0	-	-	5,5

Источники: отчеты и информация официальных сайтов зарубежных суверенных фондов, Министерство финансов РФ. Средняя доходность рассчитана как среднее арифметическое ежегодных доходностей суверенных фондов. Доходность с момента создания – среднегодовая кумулятивная доходность, рассчитываемая самостоятельно суверенными фондами.

Установлено, что условиях недостатка и высокой стоимости внутренних финансовых ресурсов в 2004-2010 гг. российский коммерческий сектор привлекал зарубежные заемные средства по более высоким ставкам, чем осуществлялось размещение средств суверенных фондов. Кроме того, замещение национального финансового капитала зарубежным является дополнительным фактором роста волатильности национального финансового рынка, зависимости национальной экономики от средств нерезидентов, риска изъятия средств нерезидентов.

Полученные результаты исследования позволили перейти к **третьей группе проблем**, связанных с определением направлений совершенствования деятельности российских суверенных фондов и разработкой конкретных рекомендаций.

В качестве методологической основы разработки рекомендаций проведена оценка выполнения суверенными фондами *сберегательной функции*. На основе анализа используемых в международной практике подходов к установлению оптимальных объемов суверенных резервных и стабилизационных фондов (модель постоянного дохода (модель постоянных реальных расходов), модель постоянных сбережений (модель “bird-in-hand”), модель продуктивного государственного потребления, учитывающая эффекты «голландской болезни», модель резервных сбережений) установлена достаточность текущих объемов суверенных фондов для выполнения сберегательной функции, а также невозможность формирования ФНБ в объеме, аналогичном зарубежной практике развитых стран, и необходимость снижения нормативно установленного объема Резервного фонда (10% ВВП в настоящее время).

Предлагается поддерживать минимальный объем Резервного фонда (5% ВВП) и осуществить переориентацию ФНБ на цели национального развития в связи со следующими факторами:

— осуществление функций суверенных фондов другими государственными институтами (стерилизационная – ЦБ РФ, сберегательная – международные резервы, пенсионная – Пенсионный фонд РФ с учетом реформирования пенсионной системы),

— потребность в росте внутренних финансовых источников (низкая монетизация, высокая значимость фактора «капитал» в росте ВВП, разрыв в процентных ставках на внутреннем и внешнем рынках),

— объем российских суверенных фондов, необходимый в целях выполнения функции долгосрочной стабилизации и сберегательной функции, изменяется во времени и составляет в среднем чуть более 4% ВВП (в соответствии с расчетами на основе модели постоянных реальных расходов) (Таблица 8).

Таблица 8. Долгосрочный прогноз объема суверенных фондов РФ, млрд долл., в постоянных ценах

	2012	2015	2020	2025	2030	2035	2040
Средства в суверенных фондах на н.г.	150*	101	47	137	276	197	39
Нефтегазовые доходы за год	178	178	208	217	223	165	155
Доходы от инвестирования средств суверенных фондов	3	2	1	3	6	4	1
Государственные расходы (за счет нефтегазовых доходов) за год	195,1	195,1	195,1	195,1	195,1	195,1	195,1
Средства в суверенных фондах на к. г.	136	85	61	161	310	170	0
Справочно:							
Средства в суверенных фондах на н. г., в % к ВВП	7,6%	4,6%	1,8%	4,4%	7,4%	4,4%	0,7%

Расчет на основе данных Пояснительной записки к проекту федерального закона «О федеральном бюджете на 2012 год и на плановый период 2013 и 2014 годов», World Energy Outlook 2011 (International Energy Agency) (динамика добычи и прогноз цен на энергоресурсы), IMF World Economic Outlook September 2011.

**По состоянию на 1 февраля 2012 г.*

В целях совершенствования организации деятельности российских суверенных фондов предлагается:

1) обособить учет (в активе баланса ЦБ РФ) и управление средствами суверенных фондов от международных резервов ЦБ РФ;

2) осуществить частичную переориентацию инвестиций ФНБ на внутренний рынок (с фактически размещенных 24% и нормативно предусмотренных 40% до 60-70%), что может быть реализовано с помощью следующих механизмов:

- размещение депозитов во Внешэкономбанке для использования их на цели акционерного финансирования компаний приоритетных направлений развития (создание паевого инвестиционного фонда под управлением Внешэкономбанка, осуществление прямых инвестиций, в т.ч. на основе соинвестирования с зарубежными партнерами);

- передача части средств во внешнее управление для осуществления инвестиций на внутреннем рынке;

- самостоятельные инвестиции Российского финансового агентства в национальные ценные бумаги (при условии его создания).

3) увеличить уровень доходности и рискованности размещения суверенных фондов на международных рынках: ввести в спектр инвестиционных

объектов Резервного фонда международные активы повышенного уровня риска (корпоративные ценные бумаги); осуществлять размещение 20-30% активов ФНБ в корпоративных ценных бумагах эмитентов реального сектора;

4) осуществлять через Российское финансовое агентство (при условии его создания) собственные инвестиции на основе разделения рисков, в т.ч. с зарубежными инвесторами);

5) повысить информационную прозрачность деятельности российских суверенных фондов в соответствии с международными стандартами, в частности, осуществлять регулярную публикацию годовых отчетов о деятельности Резервного фонда и ФНБ на русском и английском языке, осуществлять регулярную оценку и раскрывать информацию об уровне соответствия принципам Сантьяго, при переходе к обособленному учету средств фондов публиковать информацию о фактических объектах инвестирования.

Публикации по теме диссертации

Статьи в журналах, определенных ВАК:

1. Левченко А.В. Суверенные инвестиционные фонды как стабилизаторы национальных экономик [Текст] / Левченко А.В. // Вестник Финансового университета. – 2011. – №1. - С. 67-75. (0,95 п.л.).

2. Левченко А.В. Суверенные фонды как инструмент государственной денежно-кредитной политики [Текст] / Левченко А.В. // Финансы. – 2011. - №12. – С. 71-72. (0,25 п.л.).

3. Левченко А.В. Инвестиционная стратегия российских суверенных фондов и национальное развитие [Текст] / Левченко А.В. // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2012. – №3. – С. 38 – 45. (0,8 п.л.).

Статьи в других научных журналах и изданиях:

4. Левченко А.В. Суверенные инвестиционные фонды в условиях мирового финансового кризиса 2007-2010 гг.: основные тенденции [Текст] / Левченко А.В. // Мировой финансовый кризис и его влияние на развитие финансовых систем: Сборник научных статей. Под ред. проф. Б.Б. Рубцова. – М.: Финансовый университет. – 2010. – С. 59-69. (0,7 п.л.).