

УДК 330.322.+336.714

## **ОСОБЕННОСТИ ПРИНЯТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ НА РЫНКЕ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ**

**П.Н. Лихутин**

Новосибирский государственный университет  
экономики и управления «НИНХ»  
E-mail: p.likhutin@ngs.ru

В статье рассматриваются подходы к определению понятия «инвестиционное решение». Исследуются особенности инвестиций на рынке коллективных инвестиций. Анализируется специфика инвестирования в паевые инвестиционные фонды.

*Ключевые слова:* коллективные инвестиции, инвестиционное решение, анализ, паевые инвестиционные фонды.

## **SPECIFICS OF DECISION MAKING IN THE COLLECTIVE INVESTMENTS MARKET**

**P.N. Likhutin**

Novosibirsk State University of Economics and Management  
E-mail: p.likhutin@ngs.ru

The article considers approaches to the notion of investment decision. Investments features in the collective investments market are examined. Specifics of investment in unit investment funds are analyzed.

*Key words:* collective investments, investment decision, analysis, unit investment funds.

Система коллективного инвестирования в России имеет высокую экономическую важность и социальную значимость. Она выполняет функции по трансформации сбережений в инвестиции и способствует повышению эффективности распределения финансовых ресурсов. К инструментам коллективного инвестирования относятся акционерные инвестиционные фонды, паевые инвестиционные фонды, кредитные союзы, негосударственные пенсионные фонды [1]. Помимо этого к ним принято относить и общие фонды банковского управления. В данной статье автор делает акцент на паевых инвестиционных фондах.

Учитывая экономическую важность и социальную значимость рынка коллективных инвестиций, возникает необходимость в анализе особенностей принятия инвестиционных решений – это позволит повысить уровень информированности инвесторов о возможностях инвестирования. Данная позиция прямо отражена в «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года» [6], согласно которой необходимо способствовать увеличению числа инвесторов, осознающих все преимущества и риски, связанные с работой на рынке паевых инвестиционных фондов. Это подтверждается сложившейся ситуацией на российском финансовом рынке, испытавшем последствия мирового финансового кризиса 2008 г., которые негативно отразились на таком инструменте коллективного инвестирования, как ПИФы. По данным информационного портала Investfunds.ru, падение ценового индекса открытых паевых инвестиционных фондов IF-EG составило:

с отметки 900 пунктов в мае до почти 300 пунктов в октябре – ноябре 2008 г., что свидетельствует о почти трехразовом уменьшении стоимости активов инвесторов.

В современной экономической литературе понятие «инвестиционное решение» как неотъемлемая часть инвестиционного процесса и их соотношение определяются неоднозначно. Существующие подходы к определению понятия «инвестиционное решение» можно условно разделить на две группы, рассматривающие фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций и фактор инвестиционной привлекательности.

Первая группа авторов, например, Д. Норткотт [4], В.В. Ковалев [2], Э. Хелферт [8] придерживается той точки зрения, что в процессе принятия инвестиционного решения фондовый рынок выступает как механизм привлечения инвестиционных ресурсов и сосредоточивает свое внимание на анализе оценки эффективности инвестиционных проектов, как совокупности распределенных во времени поступлений и выплат денежных средств, генерируемых в ходе осуществления инвестиционного проекта в условиях риска и неопределенности.

Автор придерживается подхода второй группы авторов (рис. 1), таких как: У. Шарп [9], Л. Крушвиц [3], В.С. Петров [5], рассматривающих фондовый рынок как фактор инвестиционной привлекательности.

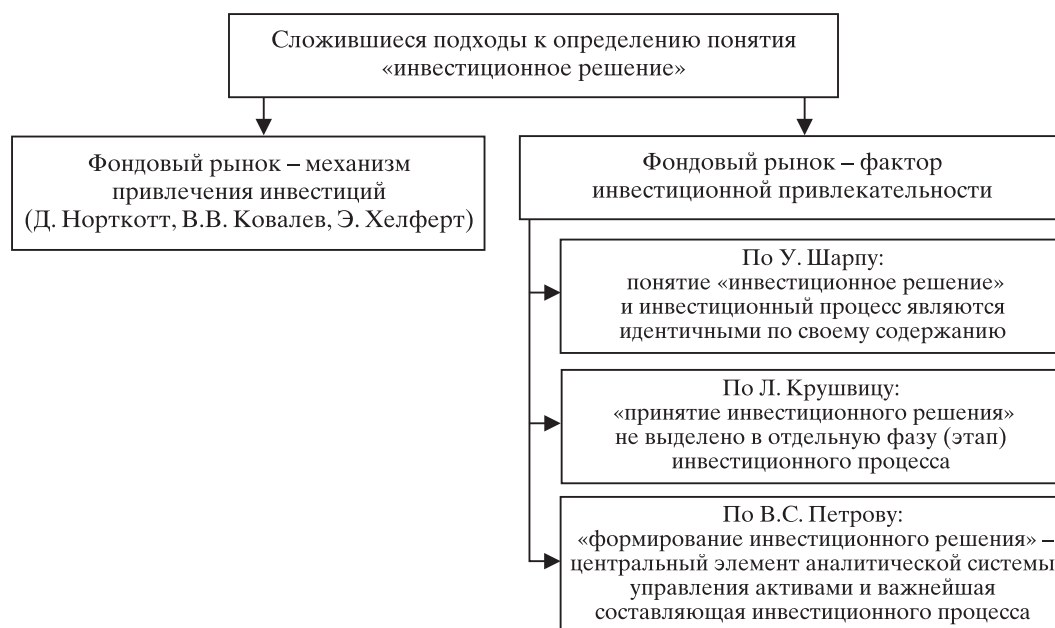


Рис. 1. Сложившиеся подходы к определению понятия «инвестиционное решение»

Например, нобелевский лауреат У.Ф. Шарп считает что «...инвестиционный процесс представляет собой принятие инвестором решения относительно ценных бумаг, в которые осуществляются инвестиции, объемов и сроков инвестирования...» [9, с. 10]. То есть понятия «инвестиционное решение» и инвестиционный процесс являются идентичными по своему содержанию и представляют собой процедуру, включающую в себя пять этапов (рис. 2).

- |  |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Выбор инвестиционной политики</li> <li>2. Анализ рынка ценных бумаг</li> <li>3. Формирование портфеля ценных бумаг</li> <li>4. Пересмотр портфеля ценных бумаг</li> <li>5. Оценка эффективности портфеля ценных бумаг</li> </ol> |
|--|

Рис. 2. Процедура принятия инвестиционного решения по У. Шарпу [9, с. 10]

решения должен находиться между третьим и вторым этапом вышеуказанной процедуры, как результат «Анализа рынка ценных бумаг». Также необходимо учитывать тот факт, что периодически происходит «Пересмотр портфеля ценных бумаг» на четвертом этапе и «Оценка эффективности портфеля ценных бумаг» на пятом, а это очевидно влечет за собой повторение трех предыдущих этапов, что указывает на необходимость наличия механизма обратной связи между 4-м, 5-м и 1-м, 3-м этапами.

Несколько другого мнения придерживается немецкий экономист, доктор Л. Крушвиц. Инвестиционное решение, по его мнению, представляет собой [3, с. 3]:

- 1) выбор альтернатив действий;
- 2) осуществление оценки инвестиционных действий, не связанных с оценкой имущества.

В отличие от У. Шарпа, Л. Крушвиц:

- отделяет понятие «инвестиционное решение» от понятия «инвестиционный процесс» и прямо называет принципы, на основе которых принимаются инвестиционные решения;
- указывает на то, что принятие инвестиционных решений – это один из обязательных этапов инвестиционного процесса;
- рассматривает механизм обратной связи, как обязательный и необходимый элемент инвестиционного процесса (рис. 3).

В данном случае «принятие инвестиционного решения» отделено от этапа

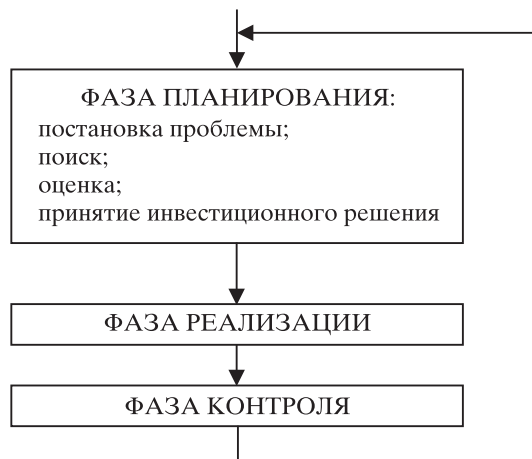


Рис. 3. Процедура принятия инвестиционного решения по Л. Крушвицу [3, с. 7]

По мнению автора, данное определение носит несколько общий характер и требует некоторых уточнений. Если рассматривать третий этап «Формирование портфеля ценных бумаг» как определение конкретных активов для вложения средств, а также пропорций распределения капитала между активами, то этап принятия инвестиционного

решения должен находиться между третьим и вторым этапом вышеуказанной процедуры, как результат «Анализа рынка ценных бумаг». Также необходимо учитывать тот факт, что периодически происходит «Пересмотр портфеля ценных бумаг» на четвертом этапе и «Оценка эффективности портфеля ценных бумаг» на пятом, а это очевидно влечет за собой повторение трех предыдущих этапов, что указывает на необходимость наличия механизма обратной связи между 4-м, 5-м и 1-м, 3-м этапами.

Несколько другого мнения придерживается немецкий экономист, доктор Л. Крушвиц. Инвестиционное решение, по его мнению, представляет собой [3, с. 3]:

- 1) выбор альтернатив действий;
- 2) осуществление оценки инвестиционных действий, не связанных с оценкой имущества.

В отличие от У. Шарпа, Л. Крушвиц:

- отделяет понятие «инвестиционное решение» от понятия «инвестиционный процесс» и прямо называет принципы, на основе которых принимаются инвестиционные решения;
- указывает на то, что принятие инвестиционных решений – это один из обязательных этапов инвестиционного процесса;
- рассматривает механизм обратной связи, как обязательный и необходимый элемент инвестиционного процесса (рис. 3).

В данном случае «принятие инвестиционного решения» отделено от этапа реализации и этапа контроля, что подчеркивает его особую роль в процессе инвестирования.

Но в то же время необходимо отметить тот факт, что «принятие инвестиционного решения» не выделено в отдельную фазу (этап) инвестиционного процесса. Это является существенным недостатком, поскольку этап «оценка» также предполагает наличие механизма обратной связи с этапом «поиска», что является следствием многообразия инструментов инвестирования, присутствующих на фондовом рынке.

На взгляд автора, наиболее приемлемой является точка зрения В.С. Петрова [5] на понятие «инвестиционное решение» как неотъемлемой части инвестиционного процесса и их соотношение. В своей монографии «Теория и практика инвестиционного анализа фондовых активов. Информанализ» он указывает, что «...формирование (обоснование) инвестиционного решения является центральным элементом системы управления фондовыми активами, которая помимо аналитической обработки включает в себя функции сбора и предварительной обработки информации, ее хранения, ...» [5, с. 69]. Система поддержки принятия инвестиционных решений, предложенная В.С. Петровым, показана на рис. 4. По нашему мнению, существенным достоинством данного подхода является то, что блок «Формирование инвестиционных решений» является центральным элементом и важнейшей составляющей инвестиционного процесса.

Таким образом, формирование инвестиционных решений как неотъемлемой части инвестиционного процесса – центральный элемент аналитической системы управления активами и важнейшая составляющая инвестиционного процесса.

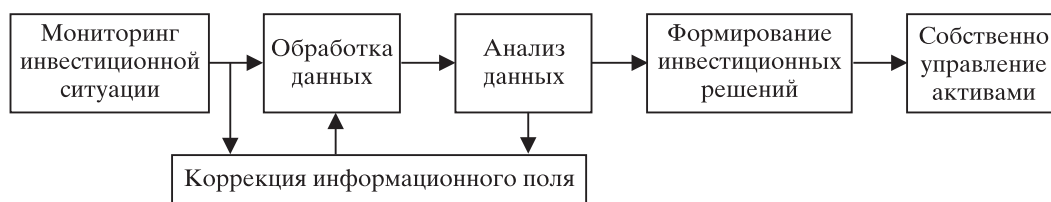


Рис. 4. Процедура принятия инвестиционного решения по В.С. Петрову [5, с. 69]

Принятие инвестиционного решения по активам предполагает выделение факторов, влияющих на выбор инвестора. Например, У. Шарп выделяет следующие факторы: соотношение риска и доходности, объем инвестируемых средств, тип инвестора [9, с. 10], выбор времени операций [9, с. 13], доступность информации и ликвидность [9, с. 62], степень рыночной эффективности [9, с. 108, 799]. В свою очередь В.С. Петров особо выделяет информационный фактор, рассматривая рыночную информацию как среду отображения инвестиционной ситуации, где инвестор руководствуется при принятии инвестиционных решений минимаксным критерием «максимальная доходность – минимальный риск» [5, с. 66]. Т.В. Теплова указывает помимо прочих на такой фактор, как «степень ответственности по обязательствам» [7, с. 8]. Совокупность факторов у разных авторов можно, по нашему мнению, разделить на объективные и субъективные, руководствуясь позицией инвестора.

Объективные и субъективные факторы, влияющие на принятие инвестиционного решения по активам инвесторов, представлены в табл. 1.

Необходимо отметить, что классификация, приведенная в табл. 1, является дискуссионной. Например, такой фактор, как тип инвестора, нельзя в полной мере отнести к субъективным. Это объясняется тем, что ограничения, накладываемые на действия конкретного инвестора, носят законодательный характер и регулируются соответствующими нормативно-правовыми актами.

Таблица 1

**Факторы, влияющие на принятие инвестиционных решений**

Объективные факторы	Субъективные факторы
Состояние рынка с позиции современной теории инвестиций Доступность информационной базы	Фактор риска и доходности Тип инвестора Степень ответственности по обязательствам

Автор считает, что для инвестирования в ценные бумаги с учетом выделенных нами факторов необходимо отметить следующее: особенности принятия инвестиционных решений зависят от специфики инвестирования в конкретные виды ценных бумаг. Юридические виды ценных бумаг, обращающиеся на российском фондовом рынке, представлены в табл. 2.

Таблица 2

**Юридические виды ценных бумаг**

Нормативно-правовой акт	Виды ценных бумаг
ГК РФ (ст. 143, ст. 912)	Государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный сертификат, банковский сертификат, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные именные бумаги, двойное складское свидетельство, складское свидетельство как часть двойного свидетельства, варрант, простое складское свидетельство
ФЗ от 29.11.2001 г. № 156 «Об инвестиционных фондах»	Инвестиционный пай ПИФа
ФЗ от 16.07.98 г. № 102 «Об ипотеке (зalog недвижимости)»	Закладная
ФЗ в редакции от 28.12.02 г. № 185 «О рынке ценных бумаг»	Опцион эмитента
ФЗ от 11.11.03 г. № 152 «Об ипотечных ценных бумагах»	Облигации с ипотечным покрытием, ипотечный сертификат участия

Сегодня многие специалисты в области коллективных инвестиций, например, А. Абрамов в монографии «Инвестиционные фонды. Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России» (с. 56–57); Д. Барановский, М. Капитан в книге «Паевые фонды. Современный подход к управлению деньгами» (с. 31–48); Л. Панкратова в монографии «Паевые инвестиционные фонды РФ» (с. 8–11), определяя специфику инвестирования в паи ПИФов по сравнению с инвестициями в другие виды ценных бумаг, обращающиеся на российском фондовом рынке, выделяют следующие существенные условия инвестирования (табл. 3).

По мнению автора, только «диверсификация инвестиций ПИФов» и «профессиональное управление ПИФом» являются специфическими и обязательными условиями инвестирования в паи ПИФов. Именно они и определяют специфику, характерную этому виду инвестиций. Данные условия носят обязательный характер при инвестициях в паи ПИФов. Другие специфические черты инвестирования в паи ПИФов, выделенные в табл. 3: «развитый государственный контроль», «информационная прозрачность», «низкие издержки

Таблица 3

**Специфика инвестирования в ПИФы в сравнении с другими видами ценных бумаг**

Условия инвестирования	Общепринятая позиция: специфика инвестирования в паи ПИФов в сравнении с другими видами ценных бумаг	Авторская позиция: специфические, обязатель- ные условия инвестирова- ния в паи ПИФов
1. Развитый государственный контроль	+	-
2. Информационная прозрачность	+	-
3. Низкие издержки вложений	+	-
4. Диверсификация инвестиций	+	+
5. Профессиональное управление	+	+
6. Доступность	+	-

вложений», «доступность», относительны, поскольку в большей или меньшей степени присутствуют при инвестировании и в другие виды ценных бумаг, обращающиеся на российском фондовом рынке. Это связано с тем, что:

- во-первых, такие условия, как развитый государственный контроль, информационная прозрачность и доступность не влияют на выбор инвестором определенных ПИФов по той причине, что в равной степени носят объективный характер для всех управляющих компаний ПИФов (см. табл. 3);

- во-вторых, низкие издержки вложений также не оказывают существенного влияния на выбор инвестора, так как информационно прозрачны и легко учитываются в структуре вложений инвестором в паи ПИФов (см. табл. 3).

Таким образом, рассмотренная специфика инвестирования в паи ПИФов позволяет нам выделить особенности принятия инвестиционных решений по данным ценным бумагам, связанные с профессиональным управлением и диверсификацией инвестиций при инвестировании средств паевого инвестиционного фонда, которые являются неотъемлемой функциональной обязанностью управляющих компаний, должны оказывать существенное влияние на выбор инвестора, ибо всецело зависят от субъективных действий менеджмента управляющих компаний (см. табл. 3).

Итак, управляющие компании разных паевых инвестиционных фондов находятся в практически равных условиях. И соответственно инвестор должен ожидать, что показатели доходности и риска инвестиций в паи паевых инвестиционных фондов, находящихся под управлением разных управляющих компаний, не должны отличаться достаточно сильно в разные стороны. Однако в реальности эти показатели у разных ПИФов могут существенно отличаться (рис. 5).

Исходя из вышеизложенного, являющегося логическим следствием выделенной специфики инвестирования в паи ПИФов, можно сделать следующий существенный вывод: особенности формирования инвестиционных решений для паевых инвестиционных фондов связаны с необходимостью учитывать субъективный характер действий менеджмента управляющих компаний конкретного ПИФа, следствием которого является большой разброс показателей доходности и риска сходных по типу ПИФов (см. рис. 5) с учетом выделенных нами факторов, влияющих на принятие инвестиционных решений (см. табл. 1).

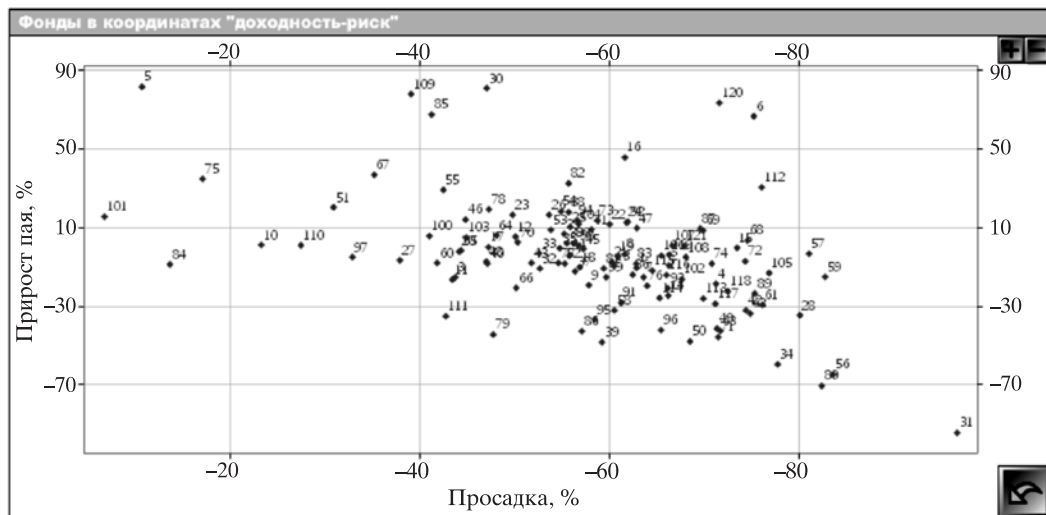


Рис. 5. График разброса доходности и риска («просадки») на примере открытых паевых инвестиционных фондов смешанных инвестиций за период март 2008 – март 2010 гг. [15]

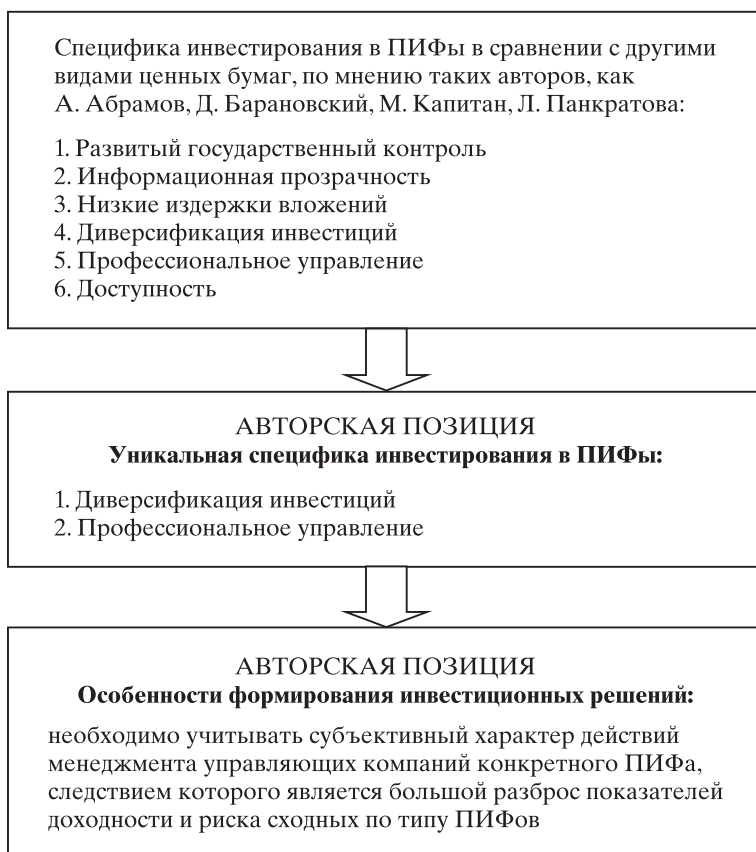


Рис. 6. Выделение особенностей формирования инвестиционных решений для инвестирования в паи ПИФов



Автор выделяет связанную с этим основную проблему принятия инвестиционных решений на рынке коллективных инвестиций – это проблема связана с выбором конкретных фондов, с учетом показателей, характеризующих качество профессионального управления ПИФом со стороны управляющей компании и проблема определения сроков инвестирования. Авторское обоснование выделения отличительных особенностей формирования инвестиционных решений для инвестиций в паи ПИФов представлено на рис. 6.

Автор считает, что решение данной проблемы связано с необходимостью учета показателей, характеризующих качество профессионального управления ПИФом со стороны управляющей компании. Анализ деятельности разных УК ПИФов требует анализа большого массива качественных и количественных показателей. Переработка инвестором данных критериев носит, на наш взгляд, весьма трудоемкий характер, так как анализ критериев, связанных с оценкой управляющих компаний, с целью ранжирования, затруднен:

- вследствие труднодоступности необходимой информационной базы для рядовых инвесторов;
- необходимости переработки больших информационных массивов;
- из-за необходимости разработки определенных методик интерпретации полученных данных.

Поэтому инвестору необходимо обратиться к услугам специальных коммерческих организаций: рейтинговых и информационных агентств, занимающихся оценкой платежеспособности эмитентов, долговых обязательств, качества корпоративного управления, качества управления активами и т.п. В России среди наиболее известных рейтинговых информационных агентств, рассчитывающих рейтинги управляющих компаний ПИФов, можно отметить такие как: рейтинговое агентство «Эксперт РА» [14]; информационное агентство «Финмаркет» [10]; информационный ресурс Investfunds.ru – проект информационного агентства Sbonds.ru [11]; «Национальное Рейтинговое Агентство» (НРА) [13]; некоммерческое партнерство «Национальная лига управляющих» (НЛУ) [12]. Основные совокупности критериев, используемые рейтинговыми агентствами, приведены в табл. 4.

Таблица 4

**Основные критерии, используемые для расчета рейтинга управляющих компаний [10–14]**

Критерии оценки	Эксперт РА	Фин-маркет	РИЧ Консалтинг	Investfunds.ru	НРА	НЛУ
Качество обслуживания		+			+	
Структура клиентской базы		+			+	
Организация инвестиционного процесса		+			+	
Надежность УК		+			+	
Операционные и инфраструктурные риски		+				
Коэффициент Шарпа	+	+	+			
Коэффициент $\alpha$	+	+	+			
Коэффициент $\beta$	+	+	+			
СЧА	+	+	+	+		+
Доходность	+	+	+	+		+



Таким образом, в результате рассмотрения теоретических аспектов принятия инвестиционных решений для паевых инвестиционных фондов можно сделать следующие заключительные выводы:

1. Рассмотрено понятие «инвестиционное решение» – это центральный элемент аналитической системы управления фондовыми активами как один из этапов инвестиционного процесса.

2. Обозначены объективные и субъективные факторы, влияющие на принятие инвестиционного решения с позиции инвестора.

3. Выявлена специфика инвестирования в паи паевых инвестиционных фондов по сравнению с инвестициями в другие ценные бумаги.

4. Выделены особенности формирования инвестиционных решений для паевых инвестиционных фондов с учетом их специфики, а именно: особенности формирования инвестиционных решений для инвестиций в паи паевых инвестиционных фондов связаны с тем, что необходимо учитывать субъективный характер действий менеджмента управляющих компаний конкретного ПИФа, следствием которого является большой разброс показателей доходности и риска сходных по типу ПИФов.

5. Обоснована необходимость учета показателей, характеризующих качество профессионального управления ПИФом со стороны управляющей компании.

### Литература

1. Указ Президента РФ от 21.04.96 г. № 408 «Об утверждении комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров».
2. *Ковалев В.В.* Финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 2001. 768 с.: ил.
3. *Крушвиц Л.* Инвестиционные расчеты / Пер. с нем. СПб.: Питер, 2001. 432 с.
4. *Норткотт Д.* Принятие инвестиционных решений / Пер. с англ. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. 247 с.
5. *Петров В.С.* Теория и практика инвестиционного анализа фондовых активов. Информанализ: монография. М.: Маркет ДС, 2008. 480 с.
6. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года // Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. № 2043-р.
7. *Теплова Т.В.* Финансовые решения: стратегия и тактика. М.: Изд-во «Магистр», 1998. 264 с.
8. *Хелферт Э.* Техника финансового анализа / Пер. с англ., под ред. Л.П. Белых. М.: Аудит, ЮНИТИ, 1996. 663 с.
9. *Шарп У, Александер Г, Бэйли Дж.* Инвестиции / Пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2006.
10. URL: <http://www.finmarket.ru>.
11. URL: <http://www.investfunds.ru>.
12. URL: <http://www.nlu.ru/>
13. URL: <http://www.ra-national.ru/>
14. URL: <http://www.raexpert.ru/>
15. URL: <http://www.stockportal.ru>

### Bibliography

1. Ukaz Prezidenta RF ot 21.04.96 g. № 408 «Ob utverzhdenii kompleksnoj programmy mer po obespecheniju prav vkladchikov i akcionerov».
2. *Kovalev V.V.* Finansovyj menedzhment. M.: Finansy i statistika, 2001. 768 s.: il.
3. *Krushvic L.* Investicionnye raschety / Per. s nem. SPb.: Piter, 2001. 432 p.

4. *Norkott D.* Prinjatje investicionnyh reshenij / Per. s angl. M.: Banki i birzhi, JuNITI, 1997. 247 p.
5. *Petrov V.S.* Teorija i praktika investicionnogo analiza fondovyh aktivov. Informanaliz: monografija. M.: Market DS, 2008. 480 p.
6. Strategija razvitija finansovogo rynka Rossijskoj Federacii na period do 2020 goda // Utverzhdena rasporyazheniem Pravitel'stva Rossijskoj Federacii ot 29 dekabrja 2008 g. № 2043-r.
7. *Teplova T.V.* Finansovye reshenija: strategija i taktika. M.: Izd-vo «Magistr», 1998. 264 p.
8. *Helfert Je.* Tehnika finansovogo analiza / Per. s angl., pod red. L.P. Belyh. M.: Audit, JuNITI, 1996. 663 p.
9. *Sharp U., Aleksander G., Bjepli Dzh.* Investicii / Per. s angl. M.: INFRA-M, 2006.
10. URL: <http://www.finmarket.ru>.
11. URL: <http://www.Investfunds.ru>.
12. URL: <http://www.nlu.ru/>
13. URL: <http://www.ra-national.ru/>
14. URL: <http://www.raexpert.ru/>
15. URL: <http://www.stockportal.ru>