

мнению, после семилетнего периода постоянного роста цен рынку жилья было необходимо снизить темпы, чтобы подготовиться к новому продолжительному периоду роста. Дальнейшее развитие событий во многом будет зависеть от общего макроэкономического фона, но постепенная активизация покупателей будет происходить за счет высокой потенциальной потребности в жилье и необходимости в улучшении жилищных условий. А значит, впоследствии рынку будет обеспечен новый период подъема.

Таким образом, экономический кризис не мог не сказаться на рынке жилья страны и Тюменской области в частности. Его влияние выражается в сокращении объемов вводимого жилья, замораживании строительных объектов, снижении спроса и цен на жилье.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Федеральный закон № 214 от 30.12.2004 г. «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости».
2. Территориальный орган федеральной службы государственной статистики по Тюменской области // www.oblstat.tmn.ru.
3. Федеральная служба государственной статистики // www.gks.ru.
4. Мониторинг рынка жилой недвижимости в г. Тюмень (май 2009 г.). Ассоциация АЛКО // www.consalko.ru

Наталья Брониславовна БОЛДЫРЕВА —
зав. кафедрой ценных бумаг
кандидат экономических наук, доцент
naboldyрева@yandex.ru

Татьяна Федоровна ТАБУНЩИКОВА —
доцент кафедры финансов,
денежного обращения и кредита,
кандидат экономических наук
Международный институт финансов,
управления и бизнеса
Тюменский государственный университет

УДК 336. 763 (571.12)

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА

METHODOLOGICAL ASPECTS OF AN ESTIMATE OF COLLECTIVE INVESTMENT FUND VALUE

АННОТАЦИЯ. В статье раскрываются методологические аспекты оценки стоимости коллективного инвестиционного фонда как одного из фундаментальных элементов концепции ценностно-ориентированного менеджмента организации.

SUMMARY. The article covers methodological aspects of an estimate of collective investment fund value which is the fundamental element of value-based management.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА. Ценностно-ориентированный менеджмент, оценка стоимости коллективного инвестиционного фонда.

KEY WORDS. Value-based management, estimate collective investment fund value.

В современной российской ситуации опережающий рост коллективных инвестиций, в частности, коллективных инвестиционных фондов (далее — КИФ)

как одной из форм организации инвестиций населения, рассматривается исследователями в качестве важнейшего фактора формирования емкого и устойчивого к кризисным явлениям на мировом рынке капитала национального фондового рынка [1].

Коллективный инвестиционный фонд, являясь разновидностью инвестиционного фонда, имеет ряд отличительных особенностей: ориентирован на объединение имущества массы мелких розничных инвесторов; материальная ответственность совладельцев ограничена стоимостью принадлежащих им долей; инвестирование указанных средств осуществляется на условиях диверсификации вложений; доходы и имущество распределяются исходя из доли лиц в стоимости инвестиционного фонда; имеет место строгое регулирование операционной и налоговой деятельности коллективного инвестора. В России коллективные инвестиционные фонды представлены акционерными и паевыми инвестиционными фондами (далее — АИФ и ПИФ соответственно).

В функционировании коллективного инвестора участвует достаточно большая кооперация исполнителей. Анализ внутреннего механизма функционирования коллективного инвестиционного фонда позволяет идентифицировать его как большую сложную целеориентированную социально-экономическую систему [2; 77-124].

Одним из важнейших эмерджентных интересов большой сложной системы выступает достижение ею системообразующей цели, которая не сводится к целям составляющих ее элементов. Системообразующая цель обеспечивает целостность коллективного инвестора как системы и является одновременно стратегической целью управления коллективным инвестором, т.е. ее достижение обеспечивает реализацию миссии, предназначения КИФ.

В этих условиях принципиальное значение имеет вопрос об определении стратегической цели КИФ и ее измерении.

В настоящее время в теории и практике стратегического управления все большее признание в качестве основной управленческой парадигмы получает концепция ценностно-ориентированного менеджмента. В основе данной концепции лежит признание того, что основной стратегической целью коммерческой организации является рост ее стоимости (ценности) для собственников. Соответственно, все решения организации должны быть направлены на достижение этой цели. Вместе с тем дискуссионной остается проблема выбора адекватной модели оценивания стоимости (ценности) организации и разработка на основе этой модели системы инструментов, позволяющих принимать на всех уровнях управления организацией решения, обеспечивающие рост ценности для собственников [3].

Анализ специальной литературы также показывает отсутствие теоретико-методологических работ в области оценки стоимости (ценности) российских коллективных инвестиций, что является результатом объективной сложности данного вопроса, обусловленной его междисциплинарным характером.

В статье раскрываются методологические аспекты оценки стоимости (ценности) коллективного инвестиционного фонда.

Краткий обзор истории экономической мысли по вопросу стоимости (ценности) позволяет сделать следующие главные выводы с точки зрения цели исследования: ценность — это важность, полезность вещи для человеческого благополучия, побуждающая людей к деятельности; ценность — это результат своеобразного отношения между объектом (вещью) и субъектом, который зависит от способа употребления вещи и поэтому имеет субъективный характер; ценность может носить объективный характер, т.е. может определяться рынком.

В современных условиях положения субъективной теории стоимости (ценности) находят развитие в поведенческой экономической теории, которая отрицает абсолютную рациональность, объективность совершенного и эффективного рынка как субстрата всех обменных процессов и в качестве базовой ячейки обменных процессов рассматривает позицию сделки. В свою очередь, сделка и ее характеристики зависят от соотношения ценностей, которыми каждая из обменивающихся сторон наделяет для себя обмениваемый актив.

В целом методологическую основу оценочной практики во всех странах с рыночной экономикой составляют две концепции стоимости (ценности) — концепция рыночной стоимости и концепция стоимости в использовании. Первая определяется рынком, и ее значение зависит от состояния рынка. Определение рыночной стоимости (квалификация) в каждом случае должно рассматриваться применительно к конкретному виду рынка. Концепция стоимости в использовании определяется условиями сделки, которые в свою очередь определяются целями, мыслями и другими психологическими особенностями конкретных участников сделки. Следовательно, для оценки стоимости (ценности) имущества необходимы квалификация рынка и квалификация сделки. Указанные методологические положения оценки имущества должны быть учтены при разработке методологических аспектов оценки стоимости (ценности) КИФ.

Ценность (полезность) коллективного инвестиционного фонда определяется его предназначением. КИФ является инвестиционным товаром, т.е. товаром, вложения в который осуществляются с целью получения экономических выгод в будущем. В инвестиционном фонде аккумулируются средства владельцев инвестиционных паев (акций) для их дальнейшего размещения с целью получения дохода от инвестиций. Способы размещения (направления инвестирования) могут быть разнообразными, и в конечном счете они определяют источники роста ценности КИФ.

С точки зрения оценки стоимости (ценности) КИФ принципиальное значение имеет положение о том, что коллективный инвестиционный фонд — это имущественный комплекс.

Для раскрытия понятия «имущественный комплекс» прежде всего определим понятие «имущество». Развитие и современная трансформация понятия «имущество» рассмотрены, например, в [4]. В ГК РФ отсутствует определение понятия «имущество», оно вводится контекстуально. В ГК РФ используются словосочетания: недвижимое имущество, имущественный комплекс, имущественный интерес и др. В ГК РФ также не определено понятие «имущественный комплекс». В целом в ГК РФ имущество рассматривается шире понятия вещи и включает «не только вещи в узком значении этого слова, но также деньги, ценные бумаги и имущественные права ..., принадлежащие тому или иному субъекту и составляющие актив его имущества ... В некоторых случаях в понятие имущества включаются и долги (обязанности), составляющие пассив этого имущества, т.е. под имуществом понимается актив плюс пассив» [4].

Непосредственное отношение к понятию «имущество» имеет другая юридическая категория «совокупность имущества» (имущественный комплекс, объединение вещей, имущественных и иных прав), частным случаем которой является предприятие. Юридически (содержательно) предприятие представляет собой «объединение на том или ином основании вещей, имущественных и иных прав, которые имеют общую юридическую судьбу (т.е. выступают как единые объекты гражданских правоотношений, например, как предмет залога) [4]. Предприятие в целом или его часть могут быть объектом купли-продажи, залога, аренды и других сделок. В ГК РФ (ст. 132) предприятие определяется как «иму-

щественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности».

Таким образом, можно заключить, что под имущественным комплексом может пониматься, с одной стороны, совокупность различных видов имущества, а с другой — совокупность взаимосвязанных между собой различных видов имущества.

Коллективный инвестиционный фонд как имущественный комплекс может иметь разное содержание (наполнение) (с точки зрения состава имущества), существенное с точки зрения оценки его стоимости. В то же время состав имущества КИФ не является произвольным. Он устанавливается регулятором [5] и зависит от его категории (табл. 1).

Таблица 1

Распределение коллективных инвестиционных фондов по категориям (в зависимости от состава и структуры активов) и по категории потенциальных инвесторов (квалифицированный/неквалифицированный инвестор)

Категория КИФ/ Вид (тип) КИФ	ФДР	ФО	ФА	ФСИ	ФФ	ИнФ	ФПИ	ФВИ	РФ	ФН	ИФ	КФ	ФТР	ХФ
Открытый ПИФ	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-
Интервальный ПИФ	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	*
Закрытый ПИФ	+	+	+	+	+	+	*	*	+	+	+	*	+	*
АИФ	+	+	+	+	+	+	*	*	+	+	+	*	+	*

Примечание: Используемые обозначения: ФДР — фонд денежного рынка; ФО — фонд облигаций; ФА — фонд акций; ФСИ — фонд смешанных инвестиций; ФФ — фонд фондов; ИнФ — индексный фонд; ФПИ — фонд прямых инвестиций; ФВИ — фонд особо рискованных (венчурных) инвестиций; РФ — рентный фонд; ФН — фонд недвижимости; ИФ — ипотечный фонд; КФ — кредитный фонд; ФТР — фонд товарного рынка; ХФ — хедж-фонд; символ «-» указывает на то, что ПИФ данного типа не может иметь соответствующую категорию; символ «+» указывает на то, что данный инвестиционный фонд предназначен только для неквалифицированных инвесторов; символ «» указывает на то, что данный фонд предназначен только для квалифицированных инвесторов; символ «+*» указывает на то, что данный инвестиционный фонд предназначен для неквалифицированных инвесторов; при соблюдении определенных условий может быть предназначен для квалифицированных инвесторов.*

В зависимости от категории КИФ представляет собой либо набор активов (т.е. реализовываться могут отдельные активы) либо систему активов (реализовываться может вся система в целом). Традиционные портфельные КИФ, представленные категориями фондов денежного рынка, фондов акций, фондов облигаций, фондов смешанных инвестиций и др., представляют собой совокупность различных видов имущества, т.е. набор активов.

КИФ как имущественный комплекс, состоящий из взаимосвязанных между собою вещей (имущества), имущественных и иных прав на указанные вещи (включая права требования и обязательства), может использоваться для осуществления предпринимательской деятельности (т.е. бизнеса) и в целом может рассматриваться в качестве объекта купли-продажи, залога, аренды и др. сделок. Таковыми являются паевые и акционерные инвестиционные фонды категорий

фондов прямых инвестиций, фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций, фондов недвижимости.

Анализ нормативных правовых актов, регулирующих состав и структуру активов КИФ [5], показывает, что при формировании портфельных КИФ учитываются лишь достаточно ликвидные активы, обращающиеся на открытом организованном рынке: ликвидные ценные бумаги, биржевые товары, производные финансовые инструменты. Относительно КИФ категории, например, фонда недвижимости следует заметить, что далеко не всякий вид недвижимости удовлетворяет характеристикам таких активов даже в условиях развитого рынка недвижимости.

Распределение КИФ на две группы в зависимости от состава имущества как набора активов или как системы активов позволяет определить приемлемую для оценки стоимости КИФ конкретной категории концепцию стоимости для целей управления КИФ и привлечения инвестиций (табл. 2).

Таблица 2

**Распределение КИФ в рамках двух концепций стоимости
(рыночной стоимости и стоимости в использовании)**

Категория КИФ	ФДР	ФО	ФА	ФСИ	ФФ	ИнФ	ФПИ	ФВИ	РФ	ФН	ИФ	КФ	ФТР	ХФ
Концепция рыночной стоимости	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+
Концепция стоимости в использовании	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	-	+	-	-

КИФ категорий фондов денежного рынка, фондов акций, фондов облигаций, фондов смешанных инвестиций, фондов фондов, индексных фондов, ипотечных фондов, фондов товарного рынка, хедж-фондов по своему замыслу (предназначению), а значит и требованиям к составу и структуре, представляют инвестиционные портфели, т.е. совокупность финансовых активов, которые объединяются в портфель на основе принципов портфельного инвестирования. Для них должна оцениваться рыночная стоимость.

Опыт функционирования ПИФ категории фондов прямых и венчурных инвестиций показывает, что эти фонды ориентированы на развитие конкретного бизнеса. Оценивая инвестиционные фонды данных категорий, необходимо определить стоимость имущественного комплекса как системы активов, используемых для осуществления предпринимательской деятельности. В основе их оценки должна лежать концепция стоимости в использовании.

Промежуточное положение между категориями портфельных фондов и категориями фондов прямых и венчурных инвестиций занимают КИФ категории рентных фондов, кредитных фондов и фондов недвижимости. В общем случае в основе оценки стоимости данных категорий фондов могут лежать обе концепции стоимости: рыночная стоимость и стоимость в использовании.

Таким образом, общий вывод состоит в том, что для оценки разных категорий КИФ, с одной стороны, должны использоваться различные концепции стоимости, а с другой — один и тот же объект оценки может оцениваться на основе обеих концепций стоимости.

Одним из главных является вопрос введения в практику оценки коллективного инвестора различных видов стоимости (баз оценки) в рамках двух концепций стоимости. База оценки обычно описывает характер подразумеваемой

сделки, отношения и мотивацию сторон и степень, в какой актив выставляется на рынке. Современный подход к оценке имущества предполагает квалификацию базы оценки.

Квалификация базы оценки коллективного инвестиционного фонда означает в первую очередь квалификацию сделки. По отношению к КИФ квалификация сделки означает идентификацию наиболее вероятного инвестора, который, как ожидается, проявит интерес к соответствующему виду, типу и категории КИФ в конкретное время в условиях заданной системы государственного регулирования, что предполагает необходимость определения мотивов принятия инвестиционных решений инвестором в конкретных условиях рынка и сделки. Критериями идентификации типичного инвестора могут быть налоговый статус, инвестиционные цели, размер инвестиций, горизонт инвестирования, тип имущества, которым он, как ожидается, будет интересоваться, доступные для него альтернативные инвестиционные возможности, условия доступного кредитного финансирования и т.п.

Идентификация типичного инвестора КИФ должна быть дополнена квалификацией рынка. Критериями квалификации рынка могут быть: волатильность рынка, инвестиционная привлекательность финансовых инструментов, доступных для инвестирования, и др.

По нашему мнению, именно идентификация типичного инвестора и квалификация рынка должны составлять содержание инвестиционной декларации АИФ и инвестиционной декларации как раздела правил доверительного управления ПИФ.

Квалификация рынка и сделки, в конечном счете, на наш взгляд, позволяет проранжировать КИФ разного типа и категорий, в том числе по критерию риска и доходности. Действительно, такие критерии как объем капитала для инвестирования, плановый горизонт инвестора, альтернативные инвестиционные возможности с учетом предназначения КИФ позволяют выделить ключевой актив для инвестиций. В свою очередь каждый актив характеризуется своим соотношением риска-доходности. Следовательно, в зависимости от квалификации, а значит, от инвестиционных характеристик актива, происходит ранжирование КИФ по критерию риск-доходность. Инвестор, исходя из своих предпочтений (в том числе размера капитала, срока инвестиций, мотивов и пр.), выбирает КИФ, отвечающий конкретной квалификации.

Раскрытие содержательного смысла стоимости (ценности) КИФ и методологических подходов к квалификации баз оценки стоимости коллективного инвестора не исчерпывает проблемы определения стратегической цели КИФ, решение которой предполагает также выбор меры стоимости (ценности) института коллективного инвестирования. По нашему мнению, стоимость (ценность) КИФ может определяться на основе различных подходов и методов. При выборе модели оценки стоимости имущества необходимо учитывать условия ее эффективного применения (данные условия раскрыты, например, в [6]; [7]; [8] и др.), а также специальные принципы оценки стоимости КИФ, обусловленные спецификой объекта оценки.

По нашему мнению, к специальным принципам оценки коллективного инвестиционного фонда следует отнести: достоверность модели оценки стоимости (ценности) КИФ; применимость модели оценки стоимости (ценности) инвестиционного фонда; наличие объективной информационной базы для проведения оценки стоимости (ценности) КИФ; оптимизация затрат на оценку.

Принцип достоверности подразумевает, что модель должна правдиво отражать экономические процессы создания стоимости (ценности) коллективного

инвестора как в долгосрочном, так и в краткосрочном плане, учитывая состояние окружающей среды. Требование достоверности оценки означает: независимость (в смысле непредвзятость) оценки стоимости (ценности) КИФ; снижение влияния фактора субъективности в оценке, что возможно только в финансово прозрачных условиях; необходимость коррелирования меры стоимости (ценности) с особенностями и целями КИФ конкретного типа и категории (способом (механизмом) получения дохода собственником фонда).

Принцип применимости подразумевает возможность и удобство использования модели в качестве инструмента управления коллективным инвестором и означает фактически соответствие модели следующим требованиям: единообразность оценки (возможность приложения модели оценки к инвестиционному фонду любого типа и категории. Данное требование существенно для традиционных портфельных КИФ, предназначенных для неквалифицированных инвесторов); понятность модели оценки для всех участников схемы коллективного инвестирования, в том числе различных категорий инвесторов (собственников; выходящих из фонда; входящих в фонд); реализуемость модели оценки в условиях реального рынка, ее работоспособность в конкретной экономической среде; верифицируемость.

Требование понятности предполагает, что основные показатели результатов функционирования инвестиционного фонда, основанные на оценке его стоимости (ценности), должны быть понятны в организации всем менеджерам (высшим, функциональным и линейным), собственникам организации и потенциальным инвесторам. Требование верифицируемости означает, что результаты расчетов могут быть проверены независимым пользователем информации (например, аналитическим агентством) с получением того же результата без принятия каких-либо существенных допущений.

Принцип наличия объективной информационной базы для проведения оценки имеет принципиальное значение для реализации как принципа достоверности модели, так и принципа ее применимости и означает, что основные финансовые показатели, на которых строится модель, должны ориентироваться на показатели финансовой отчетности коллективного инвестора. Соблюдение этого принципа лежит в основе верифицируемости модели оценки, независимости (в смысле непредвзятости) оценки стоимости КИФ и снижения влияния фактора субъективности в оценке.

Необходимость соблюдения принципа оптимизации затрат на оценку стоимости КИФ обусловлена влиянием этого фактора на величину денежного потока, генерируемого активами АИФ и имуществом, составляющим ПИФ.

Соблюдение данных принципов при измерении стоимости (ценности) КИФ имеет принципиальное значение для КИФ, предназначенных для неквалифицированных инвесторов. В табл. 3 проведен анализ соответствия подходов и методов оценки имущества специальным принципам оценки коллективного инвестиционного фонда.

Как видно из табл. 3, с точки зрения соответствия специальным принципам оценки затратный подход имеет больше преимуществ по сравнению с другими подходами и методами оценки.

Анализ подходов и методов оценки имущества на соответствие специальным принципам оценки коллективного инвестора с учетом условий их эффективного применения позволяет обосновать выбор модели оценки стоимости КИФ. Раскроем этот вопрос для традиционных портфельных КИФ, предназначенных для неквалифицированных инвесторов.

Таблица 3

**Анализ соответствия подходов и методов оценки имущества
специальным принципам оценки КИФ**

Специальный принцип		Доход- ный подход	Концепция добавленной стоимости	Сравни- тельный подход	Затрат- ный подход	Опци- онный метод
Достоверность модели оценки	Непредвзятость оценки	–	–	–	+	–
	Влияние фактора субъективности в оценке	+	+	+	–	+
	Необходимость коррелирования меры стоимости с особенностями и целями КИФ конкретного типа и категории	+	+	+	+	–
Применимость модели оценки	Единообразность оценки	–	+	–	+	–
	Понятность модели оценки	+	+	–	+	–
	Реализуемость модели оценки в условиях реального рынка	Возможна	Возможна, но маловероятна	–	+	–
	Верифицируемость	–	–	–	+	–
Наличие необходимой информационной базы для проведения оценки		Возможно	Возможно, но маловероятно	–	+	–
Оптимизация затрат на оценку		–	–	–	+	–

Портфельные коллективные инвестиционные фонды, целью которых является прирост стоимости (ценности) активов, включенных в фонд, и которые формируются на широко диверсифицированной основе, являются имущественными комплексами с преобладающей долей финансовых активов. Условия эффективного применения подходов и методов оценки имущества, а также специальные принципы оценки, обусловленные спецификой портфельных КИФ, наилучшим образом учитываются в имущественном (затратном) подходе.

Имущественный (затратный) подход к оценке имущества реализуется, как правило, методом накопления активов [7]. Использование этого метода предполагает оценку суммы рыночной стоимости активов организации за вычетом ее совокупной кредиторской задолженности (заемного капитала) на момент оценки.

Согласно методу накопления активов, стоимость коллективного инвестиционного фонда (V) представляет собой стоимость чистых активов (далее — СЧА) и определяется как:

$$V = \sum_{i=1}^n A_i - D,$$

где n — количество видов активов в инвестиционном фонде;

A_i — рыночная стоимость i -го актива, $i=1, 2, \dots, n$;

D — заемный капитал (сумма задолженности инвестиционного фонда на момент оценки).

В соответствии с методом накопления активов общий подход к оценке кредиторской задолженности (заемного капитала) предприятия и его дебиторской задолженности состоит в том, что в расчет берутся их текущие стоимости.

Необходимо также учесть, что АИФ и управляющей компании ПИФ, акции (инвестиционные паи) которых не ограничены в обороте, в общем случае запрещено привлекать заемный капитал. Исключение предусмотрено для ПИФ, но только с целью погашения инвестиционных паев в случае недостатка денежных средств фонда. При этом регулятором установлены ограничения на размер и сроки привлечения заемного капитала управляющей компанией ПИФ. Поэтому при оценке СЧА ПИФ, учитывая краткосрочность заемного капитала, из рыночной стоимости активов ПИФ надо просто вычесть сумму долга.

КИФ, предназначенные для квалифицированных инвесторов, не имеют ограничений на привлечение заемного капитала. Следовательно, срок заимствования в общем случае может составлять несколько лет. Поскольку оценивается стоимость организации как действующей, то организация не будет погашать свой долг сразу. Это требование формально учитывается путем дисконтирования будущих платежей (процентов и основной суммы долга) по долгу.

Затратный подход имеет непосредственную связь с бухгалтерским балансом КИФ (для ПИФ — это баланс имущества), т.к. оценке подлежат активы, указанные в балансе. Оценивая КИФ методом накопления активов, не следует принимать во внимание гудвил, поскольку он уже косвенным образом учтен в СЧА через результаты инвестиционной деятельности управляющей компании и приток инвестиций в фонд. Кроме того, его трудно оценить объективно.

В целом можно заключить, что стоимость чистых активов является подходящим показателем для измерения стоимости (ценности) портфельного КИФ, поскольку учитывает условия эффективного применения данного метода и удовлетворяет специальным принципам оценки стоимости КИФ. Достоверность оценки КИФ на основе затратного подхода в значительной степени зависит от методики оценки рыночной стоимости активов инвестиционного фонда.

Раскрытые в статье методологические аспекты оценки стоимости (ценности) коллективного инвестиционного фонда являются одним из фундаментальных элементов концепции ценностно-ориентированного менеджмента, поскольку определяют архитектуру системы управления КИФ и снабжают менеджмент всех уровней практическим инструментарием для управления организацией.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года)/ Исследование СРО «НАУФОР» при участии Центра развития фондового рынка, Ernst&Young и Thomas Murray. М., 2008. <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=5563>
2. Болдырева Н.Б. Стоимостной подход к интегрированному управлению рисками коллективных инвестиционных фондов (концептуальный аспект): Монография. Тюмень: Издательство ТюмГУ, 2006. 196 с.
3. Волков Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: система, модели и показатели измерения ценности. Автореф. дис. ... д-ра экон. наук. СПб, 2007. 46 с.
4. Микерин Г. И., Гребенников В. Г., Нейман Е. И. Методологические основы оценки стоимости имущества. М. : ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. 688 с. <http://www.appraiser.ru/default.aspx?SectionId=190&Id=1437&mode=doc>.
5. Приказ ФСФР России от 20 мая 2008 г. № 08-19/пз-н «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»

6. Оценка бизнеса: учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2006. 736 с.
7. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса: учеб. 2-е изд., перераб. и доп. М.: ТК Велби; Проспект, 2004. 360 с.
8. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка бизнеса. 2-е изд. СПб.: Питер, 2007. 464 с.

Марина Владимировна МАЗАЕВА—
зав. кафедрой банковского и страхового дела
кандидат экономических наук
mvmazaeva@utmn.ru

Татьяна Николаевна ЯКОВЛЕВА—
зам. директора Управления внутреннего
контроля Западно-Сибирского банка
Сбербанка России, доцент кафедры
банковского и страхового дела,
кандидат экономических наук
Yakovleva_TN@mail.ru

Международный институт
финансов, управления и бизнеса
Тюменский государственный университет

УДК 658.153.012.7

ПРОБЛЕМЫ И ПУТИ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ

PROBLEMS AND WAYS OF PERFECTION OF BANK SYSTEM LIQUIDITY REGULATION

АННОТАЦИЯ. Статья посвящена проблеме совершенствования регулирования ликвидности банковской системы на современном этапе. На основе анализа банковского сектора с позиции оценки уровня ликвидности исследуется возможность и предлагаются пути совершенствования рынка межбанковских отношений.

SUMMARY. The article is devoted to the problem of perfection of bank system liquidity regulation at the present stage. The author, on the basis of the analysis of bank sector from a position of a liquidity level estimation, investigates the possibility and offers ways to improve the market of interbank relations.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА. Ликвидность, рынок межбанковского кредитования.
KEY WORDS. Liquidity, the market of interbank crediting.

Последствия финансового кризиса в значительной степени повлияли на состояние банковской системы страны. Для Банка России события 2008 г. обозначили кардинальный разворот в проведении денежно-кредитной политики. Если раньше основной задачей было ограничение избыточной ликвидности, вызванной высокими экспортными ценами и притоком капитала, то теперь приоритетом является необходимость поддержания ликвидности ввиду сокращения ее традиционных источников.

Основополагающее значение в процессе поддержания ликвидности банковского сектора имеет сбалансированность активов и пассивов по суммам и сро-