



На правах рукописи

БОЛДЫРЕВА Наталья Брониславовна

**СТОИМОСТНОЙ ПОДХОД
К ИНТЕГРИРОВАННОМУ УПРАВЛЕНИЮ РИСКАМИ
КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА**

**Специальность 08.00.10
Финансы, денежное обращение и кредит**

**АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
доктора экономических наук**

Екатеринбург – 2011

Работа выполнена на кафедре «Ценные бумаги» ГОУ ВПО «Тюменский государственный университет»

Научный консультант доктор экономических наук, профессор, заслуженный работник высшей школы РФ
ЧЕРНОВА Галина Васильевна,
ФГОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный университет» (г. Санкт-Петербург, Россия)

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
МИЛЛЕР Александр Емельянович,
ГОУ ВПО «Омский государственный университет им. Ф.М. Достоевского» (г. Омск, Россия)

доктор экономических наук, профессор
НОВИКОВ Александр Владимирович,
НОУ ВПО «Сибирская академия финансов и банковского дела» (г. Новосибирск, Россия)

доктор экономических наук, профессор
ПИЩУЛОВ Виктор Михайлович,
ГОУ ВПО «Уральский государственный лесотехнический университет» (г. Екатеринбург, Россия)

Ведущая организация ГОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов» (г. Санкт-Петербург, Россия)

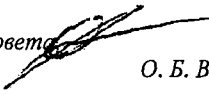
Защита состоится 03 марта 2011 г. в 11-00 на заседании диссертационного совета ДМ 212.287.02 при ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет» по адресу: 620144, г. Екатеринбург, ГСП-985, ул. 8 Марта/Народной воли, 62/45, зал заседания Ученого Совета (ауд. 150).

Отзывы на автореферат в двух экземплярах, заверенные гербовой печатью, просим направлять по адресу: 620144, г. Екатеринбург, ГСП-985, ул. 8 Марта/Народной воли, 62/45, ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет», ученому секретарю диссертационного совета ДМ 212.287.02.

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет». Автореферат диссертации размещен на сайте ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет» // <http://www.usue.ru>.

Автореферат разослан «02» февраля 2011 г.

Ученый секретарь диссертационного Совета
доктор экономических наук, профессор


О. Б. Веретенникова

І. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Важнейшим фактором формирования емкого и устойчивого к кризисным явлениям на мировом рынке капитала национального фондового рынка выступает активное участие населения в инвестировании на фондовом рынке. Одной из основных форм вовлеченности населения в операции с ценными бумагами, наряду с прямым участием, являются коллективные инвестиции.

В развитых странах институты коллективного инвестирования, представленные инвестиционными фондами, выступают одним из эффективных механизмов перераспределения ресурсов финансового рынка и превращения накоплений и сбережений в инвестиции. В целом в развитых странах на долю активов инвестиционных фондов приходится от 40% до 60% ВВП¹.

В Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года одним из главных направлений государственной политики по развитию финансового рынка признается повышение емкости и прозрачности российского финансового рынка, в том числе через «внедрение механизмов, обеспечивающих участие многочисленных розничных инвесторов на финансовом рынке, а также защиту их инвестиций».

По мнению исследователей, в современной российской ситуации актуально развитие всех возможных форм организации инвестиций населения, но через опережающий рост коллективных инвестиций².

Вместе с тем, сложившийся уровень развития российских коллективных инвестиционных фондов (далее, КИФ), представленных паевыми и акционерными инвестиционными фондами, свидетельствует о недостаточном уровне участия сбережений населения страны в инвестициях.

Так, на начало 2007 г. насчитывалось около 330 тысяч счетов «рыночных» пайщиков паевых инвестиционных фондов (далее, ПИФ), что соответствует примерно 0,5% численности экономически активного населения страны³. По итогам второго квартала 2010 г. количество «рыночных» пайщиков составляет около 900 тыс. чел.⁴.

¹ Дорохов Е.В. Статистический анализ состояния рынка коллективных инвестиций//Вопросы статистики. 2006. №11. С. 57-65.

² 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 Murtay. М., 2008 - <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=5563>.

³ www.nlu.ru – официальный сайт саморегулируемой организации «Национальная лига управляющих».

⁴ Российский фондовый рынок. События и факты. Обзор за первое полугодие 2010 года. http://naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2010_1.pdf.

В целом, доля стоимости чистых активов ПИФ в ВВП в последние годы была и остается незначительной (1-2,4%)⁵. Если брать в рассмотрение только открытые и интервальные ПИФ, то отношение стоимости их чистых активов и ВВП будет еще меньше – 0,15-0,55%⁶.

К сожалению, в связи с кризисными проявлениями на российском финансовом рынке в последнее время ситуация с КИФ еще больше обострилась – в 2008 г. наблюдалось масштабное снижение стоимости активов ПИФ, которое в наибольшей степени коснулось открытых и интервальных ПИФ (падение на 65-70%). При этом в 2008 г. в суммарном снижении стоимости чистых активов открытых ПИФ, равном 87,7 млрд. руб., около 20% составил вывод средств инвесторами⁵. В 2009 г., несмотря на рост фондового рынка, вывод средств инвесторами из открытых и интервальных фондов составил 13,3 млрд. руб.⁶ В первом полугодии 2010 г. отток средств, наблюдавшийся предыдущие два года, сменился относительно небольшим притоком – немногим более 800 млн. руб. ежеквартально в открытые ПИФ, что, однако, несоизмеримо с выведенными в предыдущие два года средствами⁴.

Еще более плачевная ситуация складывается на рынке акционерных инвестиционных фондов (далее, АИФ). В настоящее время из восьми организаций, осуществляющих деятельность акционерных инвестиционных фондов, три АИФ – это бывшие чековые фонды, которые привели свои учредительные документы в соответствие с текущим законодательством и зарегистрированы федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг в качестве инвестиционных фондов, четыре АИФ, из которых три фонда созданы в 2008 г. и один в 2010 г., включены в список эмитентов федеральной группы⁷. В целом, информация об акционерных инвестиционных фондах, включенных в список эмитентов федеральной группы, в том числе информация о собственниках, для демо-пользователей недоступна. По другим акционерным инвестиционным фондам в открытом доступе информации нет вообще. Акции АИФ не обращаются на биржевом рынке, и это делает их трудно доступными для частного розничного инвестора.

Как видно из сказанного выше, доля стоимости чистых активов КИФ в ВВП незначительна. В то же время в бизнес по управлению ПИФ вовлече-

⁵ Аналитический обзор «Российский фондовый рынок за 2008 год: события и факты» (обзор рынка за 2008 год - <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=7351>).

⁶ Анализ работы паевых инвестиционных фондов за период с 31 декабря 2008 года по 31 декабря 2009 года - <http://www.nlu.ru/upload/banners/12671860803091Godovoiohbor.pdf>.

⁷ <http://www.ffms.ru> - официальный сайт Федеральной службы по финансовым рынкам России.

но более половины всех управляющих компаний, которые в конструкции ПИФ выступают ведущим элементом⁴. Данное несоответствие подтверждает несовершенство системы регулирования российских институтов коллективного инвестирования как эффективных механизмов перераспределения ресурсов финансового рынка и обосновывает необходимость изучения как теоретических, так и практических проблем формирования и функционирования рынка коллективных инвесторов.

Одним из условий успешного развития КИФ, ориентированных на привлечение средств широких слоев населения, является их инвестиционная привлекательность, и, в первую очередь, их надежность и способность разместить сбережения населения эффективно – с пользой как для национальной экономики, так и для самого инвестора.

Надежность инвестиционного фонда рассматривается как антитеза его рискованности. Неслучайно государственное регулирование внедрения механизмов, обеспечивающих участие на финансовом рынке многочисленных розничных инвесторов и защиту их инвестиций, направлено, в том числе, и на создание условий снижения рисков индивидуальных инвестиций⁸.

Это позволяет говорить о том, что формирование целостной системы управления рисками КИФ является актуальным. При этом высокое качество управления рисками коллективного инвестирования выступает решающим фактором обеспечения безопасности и стабильности как отдельных институтов коллективного инвестирования, так и отрасли в целом.

Как показывает анализ, законодательная база индустрии инвестиционных фондов в России создавалась на основе лучших западно-европейских практик с более чем 180-летней историей. В то же время без теоретического осмысления существующих подходов к управлению КИФ, без выработки моделей и методов, а также рекомендаций, обеспечивающих учет особенностей российской правовой и финансовой систем, невозможно быть уверенным в эффективности системы управления коллективными инвесторами, в том числе – в эффективности механизмов управления рисками КИФ⁹.

Разработанность темы исследования

Серьезные исследования по проблемам управления рисками хозяйственной деятельности организации проводили и проводят такие отечественные и зарубежные ученые как В.И. Авдийский, Т. Бартон, В.И. Барха-

⁸ Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года (утв. распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. № 2043-р).

⁹ Основные требования к концепции и разработке проектов федеральных законов (утв. Постановлением Правительства РФ от 02 августа 2001 г. № 576).

тов, Т. Бачкан, Б. Зимолон, В.П. Буянов, В.Н. Вяткин, В.А. Гамза, П.А. Герасимов, П.Г. Грабовый, В.М. Гранатуров, Ю.Ю. Екатеринославский, Р.М. Качалов, К.А. Кирсанов, Г.Б. Клейнер, А.А. Кудрявцев, М.Г. Лапуста, И.А. Лебедев, М.В. Лисанов, Маккарти Мэри Пэт, Б.А. Матвеев, Д. Месена, Д. Мико, Л.А. Михайлов, С.Н. Петрова, Р. Тримпоп, П. Уокер, Флинн Тимоти П., Н.В. Хохлов, Дж.Дж. Хэмптон, Г.В. Чернова, Л.Г. Шаршукова, У. Шенкир, Н.В. Шумихина и др.

Вопросы управления рисками институтов финансового рынка, в том числе конкретными рисками КИФ, в своих научных трудах исследуют А. Н. Буренин, А.В. Воронцовский, К. Гилкрест, Грюнинг Х. Ван, Брайович Братанович С., В.В. Ильин, А.А. Лобанов, Е.И. Мельникова, Д.А. Никульшин, В.Т. Севрук, Н.А. Сердюкова, В. Окулов, М.А. Рогов, В.И. Рябкин, Ф. Фабоцци, О.В. Хмыз, С. Хьюс, К. Хэдхэд, Г.В. Чернова, А.В. Чугунов, А.С. Шапкин, У. Шарп и др.

Тем не менее, проведенный анализ специальной литературы говорит о фрагментарности исследований в данной сфере, концентрирующихся, как правило, на каком-либо одном, хотя и важном, риске в деятельности финансового института. Фрагментарность, несистемность исследований рисков института коллективного инвестирования ограничивают возможности их использования в качестве основы для принятия управленческих решений, прежде всего стратегических, и свидетельствуют об отсутствии единого признанного взгляда на управление рисками коллективного инвестора. Данное исследование посвящено разработке концепции управления рисками коллективного инвестиционного фонда, что и определяет его актуальность.

В настоящее время вопросами оценки имущества занимается очень много исследователей – А.И. Артеменков, И.Л. Артеменков, Боер Питер, С.В. Валдайцев, Д.Л. Волков, В.Г. Гребенников, Гриссом В. Терри, А.Г. Грязнова, А. Дамодаран, И.А. Егерев, В.Е. Есипов, В. Киннард, О.И. Козлова, Ю.В. Козырь, Т. Колер, Т. Коупленд, Г.А. Маховикова, Г.И. Микерин, Д. Мурин, В.И. Нейман, Е.С. Озеров, Л.Д. Ревуцкий, С.А. Смоляк, Е.И. Тарасевич, В.В. Терехова, М.А. Федотова и др. Поэтому полученные ими научные результаты позволили автору разработать теоретико-методологические аспекты оценки КИФ, имеющие непосредственное отношение к управлению рисками института коллективного инвестирования.

Целью исследования является разработка концепции интегрированного управления рисками коллективного инвестиционного фонда как единой социально-экономической системы в условиях экономики России.

Поставленная цель обусловила необходимость решения следующих **основных задач**, определивших логику исследования:

- на основе анализа сущности коллективного инвестирования и институциональных особенностей российских КИФ исследование системных свойств института коллективного инвестирования, раскрытие его особенностей как носителя рисков, а также формулировка требований к системообразующей цели КИФ;

- анализ, разработка и систематизация методологических аспектов оценки стоимости имущества, обоснование возможности и целесообразности рассмотрения роста стоимости коллективного инвестора в качестве системообразующей цели;

- анализ и систематизация научных представлений о сущности риска и об управлении рисками организации; разработка методологии стоимостного подхода к интегрированному управлению рисками института коллективного инвестирования, в том числе к идентификации и анализу рисков коллективного инвестора как ключевому этапу процесса управления рисками организации и к собственному управлению рисками института коллективного инвестирования;

- идентификация, анализ и классификация рисков КИФ на основе стоимостного подхода; исследование свойств портфеля рисков института коллективного инвестирования и выделение классификаций рисков КИФ, существенных с точки зрения управления рисками;

- выделение условий, которые должны приниматься во внимание при обосновании принципов управления рисками коллективного инвестиционного фонда; формулировка общих принципов управления рисками коллективного инвестора;

- разработка рекомендаций по совершенствованию государственного регулирования рисками КИФ;

- иллюстрация возможности применения на практике полученных теоретических результатов на примере одного из видов КИФ.

Объектом исследования являются российские коллективные инвестиционные фонды.

Предмет исследования – методология интегрированного управления рисками коллективного инвестиционного фонда.

Теоретико-методологической основой и информационной базой исследования являются:

- системный подход, логический метод и элементы моделирования, анализ и синтез, методы сравнительного анализа, метод графических интерпретаций, количественные характеристики рассматриваемых явлений, методы обработки эмпирических данных; практическое исследование специфики и проблем КИФ;

- труды отечественных и зарубежных ученых и практиков по экономической теории, менеджменту, финансовому менеджменту, теории систем, теории рынка капитала, теории оценки стоимости имущества; федеральные законы, указы Президента РФ, постановления Правительства РФ, нормативно-правовые документы Федеральной службы по финансовым рынкам России, решения и директивы Европейского союза по вопросам коллективного инвестирования; аналитические материалы саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг, управляющих компаний, научных организаций, опубликованные в периодических научных изданиях, информационных сборниках и обзорах, размещенные на корпоративных, ведомственных и общегосударственных сайтах в сети Интернет; данные отечественной и зарубежной статистики по проблемам функционирования КИФ, монографическая и статистическая отечественная и зарубежная литература по проблемам коллективного инвестирования.

Область исследования соответствует пп. 1.4, 1.5, 3.28, 5.1, 5.4 специальности 08.00.10 Финансы, денежное обращение и кредит.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в развитии теории интегрированного управления рисками, в разработке теоретико-методологических положений и методических рекомендаций интегрированного управления рисками коллективного инвестиционного фонда, позволяющих расширить представление экономической науки о содержании и специфике управления рисками коллективного инвестора.

Наиболее существенными являются следующие результаты, характеризующие научную новизну диссертации:

1. Выработана и обоснована концепция стоимостного подхода к интегрированному управлению рисками коллективного инвестиционного фонда как методологическая основа системы стратегического управления коллективным инвестором. Доказано, что стоимость коллективного инвестора выступает ключевой составляющей, объединяющей интегрированный риск-менеджмент и ценностно-ориентированный менеджмент.

2. Разработаны методология и методический инструментарий оценки стоимости коллективного инвестиционного фонда. Сделан вывод о фундаментальной роли модели оценки стоимости коллективного инвестора в интегрированном управлении рисками института коллективного инвестирования. Комплексно раскрыты системные свойства института коллективного инвестирования и обоснована высокая чувствительность, подверженность риску коллективного инвестиционного фонда.

3. Предложен и обоснован методологический подход к идентификации и анализу рисков коллективного инвестиционного фонда на основе его

стоимости. Раскрыты свойства портфеля рисков института коллективного инвестирования, проведена классификация рисков, определяющая уровни ответственности за риск и ключевые субъекты управления рисками коллективного инвестора и их функции;

4. Выявлены условия формирования принципов управления рисками коллективного инвестиционного фонда и сформулированы общие принципы интегрированного управления рисками института коллективного инвестирования, определяющие организационно-экономический механизм управления ими.

5. Апробирован и внедрен стоимостной подход к идентификации и анализу рисков традиционного портфельного коллективного инвестиционного фонда, что позволило выработать рекомендации по совершенствованию государственного регулирования рисками института коллективного инвестирования. Обоснована возможность использования предложенного концептуального подхода для разработки системы риск-менеджмента обеспечивающих субъектов отношений коллективного инвестирования.

Практическая значимость исследования состоит в следующем:

1. Разработанная концепция в целом может быть применена не только к новым категориям КИФ, которые могут быть введены регулятором, но и к другим институтам коллективного инвестирования с учетом их специфики.

2. Предложенная в данном исследовании концепция стоимостного подхода к интегрированному управлению рисками КИФ проиллюстрирована на примере традиционного портфельного КИФ, что позволяет формировать для него конкретные управленческие решения.

3. Анализ действующей системы регулирования КИФ на ее соответствие разработанным принципам интегрированного управления рисками коллективного инвестора дает возможность выработать рекомендации по совершенствованию управления рисками и повышению эффективности функционирования КИФ.

4. Полученные теоретические результаты могут быть использованы федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг и саморегулируемыми организациями как основа для развития методологии интегрированного управления рисками института коллективного инвестирования в РФ.

5. Полученные теоретические результаты могут быть использованы управляющими компаниями и другими обеспечивающими субъектами КИФ в процессе разработки и использования внутренних документов, регламентирующих создание и функционирование КИФ.

6. Полученные теоретические результаты обосновывают необходимость пересмотра содержания инвестиционной декларации КИФ и включения в нее информации по идентификации типичного инвестора и квалификации рынка.

7. Ряд результатов и выводов диссертационного исследования может быть использован в учебном процессе при совершенствовании преподавания по финансовым дисциплинам, разработке программ учебных курсов, учебно-методических пособий, чтении специальных учебных курсов для экономических специальностей, а также в рамках бакалавриата и магистратуры направления «Экономика».

Апробация результатов исследования. Основные положения диссертационного исследования докладывались на международных и всероссийских научных и научно-практических конференциях, на специализированных (профессиональных) научно-практических конференциях в период с 1998 г. по 2010 г. в городах Екатеринбург, Москва, Новосибирск, Омск, Санкт-Петербург, Тюмень, на научном докторантском семинаре преподавателей и сотрудников экономического факультета СПбГУ, заседании круглого стола «Антициклическое регулирование экономики: уроки финансовых кризисов XIX-XXI вв.» в УрГЭУ, заседании кафедры «Ценные бумаги» ТюмГУ.

Отдельные положения диссертационного исследования вошли в аналитические записки, направленные в Правительство Тюменской области, использовались при разработке Программы социально-экономического развития Тюменской области до 2010 года, применяются в деятельности региональной управляющей компании ООО «Управляющая компания «Унисон Траст» и приняты к сведению другими финансовыми институтами Тюменской области, планирующими создание управляющей компании.

Рекомендации и отдельные положения диссертационного исследования вошли в аналитические записки, направленные в СРО НАУФОР, Региональное отделение Федеральной службы по финансовым рынкам России в УрФО, Федеральную службу по финансовым рынкам России.

Разработанные в диссертации выводы и рекомендации нашли практическое применение в учебном процессе при чтении дисциплин «Коллективные инвесторы на рынке ценных бумаг», «Управление финансовыми инвестициями», «Теоретические основы финансового менеджмента», «Инвестиционный менеджмент», «Управление собственным капиталом и дивидендная политика», читаемых в Международном институте финансов, управления и бизнеса, Институте дополнительного профессионального

образования Тюменского государственного университета для студентов, слушателей образовательной программы профессиональной переподготовки управленческих кадров, дополнительной образовательной программы профессиональной переподготовки «Мастер делового администрирования – Master of Business Administration (МБА)», программ подготовки и повышения квалификации специалистов финансового рынка.

Публикации. По теме диссертации опубликованы 48 печатных работ объемом 96,8 п.л., в том числе 11 статей в ведущих рецензируемых журналах, рекомендованных ВАК РФ.

Структура диссертационной работы. Структура диссертационного исследования обусловлена целью, задачами и логикой изложения работы. Диссертация состоит из введения, 4 глав, заключения, библиографического списка и 23 приложений. Работа изложена на 317 страницах основного текста. В работе и приложениях содержится 50 таблиц и 24 рисунка. Содержание выполненного исследования логически раскрывается в следующей последовательности.

В первой главе диссертации «Институциональные особенности коллективного инвестора» раскрыты сущность и классификация коллективных инвестиционных фондов; рассмотрены организационно-экономические особенности акционерного и паевого инвестиционных фондов; проанализирован внутренний механизм функционирования КИФ; выявлены системные свойства института коллективного инвестирования, в том числе наличие системообразующей цели, одновременно выступающей его стратегической целью, и особенности коллективного инвестора как носителя рисков.

Во второй главе «Методологические аспекты управления рисками коллективного инвестиционного фонда» на основе анализа основных положений теории управления рисками организации раскрываются особенности риска как экономической категории, его функции, роль системообразующей стратегической цели коллективного инвестора в управлении его рисками; систематизируются методологические аспекты оценки имущества; развивается методология оценки КИФ; формулируются требования к системообразующей цели коллективного инвестора и раскрывается стоимостной подход к интегрированному управлению рисками института коллективного инвестирования.

В третьей главе «Идентификация и анализ рисков портфельного коллективного инвестиционного фонда» на основе стоимостного подхода проводится идентификация, анализ и классификация рисков функционирования коллективного инвестора (на примере паевого инвестиционного фонда); анализируются направления государственного регулирования инвестиционного риска КИФ.

В четвертой главе «Особенности и принципы интегрированного управления рисками коллективного инвестора» на основе выявления общности институциональных характеристик паевого и акционерного инвестиционных фондов раскрываются специфика портфеля рисков института коллективного инвестирования, условия, которые необходимо принимать во внимание при обосновании принципов управления его рисками; формулируются общие принципы интегрированного управления рисками коллективного инвестора и даются рекомендации по совершенствованию государственного регулирования рисками КИФ.

В заключении диссертации излагаются основные выводы и предложения, вытекающие из логики и результатов исследования.

II. ОСНОВНЫЕ НАУЧНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. На основе исследования сущности коллективного инвестирования, системных свойств коллективных инвестиционных фондов, их потенциально высокой чувствительности, подверженности к риску сделан вывод о наличии системообразующей цели КИФ, одновременно являющейся стратегической целью управления коллективным инвестором, необходимости разработки концепции регулирования КИФ в контексте управления рисками коллективного инвестора, а также вывод об общности институциональных характеристик коллективных инвестиционных фондов.

Конкретизированы и раскрыты особенности реализации теории интегрированного управления рисками для коллективного инвестиционного фонда.

В зарубежной экономической литературе и практике термины «коллективный инвестор» и «коллективный инвестиционный фонд» рассматриваются как синонимы. В России к коллективным инвесторам отнесены не только паевые и акционерные инвестиционные, но и негосударственные пенсионные фонды и кредитные союзы. В то же время содержательно термин «коллективный инвестор» в российских нормативных правовых актах не определен.

В методологическом плане в основе понятия «коллективный инвестор» лежит понятие «инвестиционный фонд». Сущность инвестиционного фонда состоит в привлечении сбережений многих инвесторов и их инвестировании в финансовые и другие активы. В нормативных правовых актах РФ общего определения инвестиционного фонда также не дано, и понятие

«инвестиционный фонд» в каждом конкретном случае вводится соответствующим нормативным правовым актом.

По нашему мнению, коллективный инвестиционный фонд является разновидностью инвестиционного фонда и имеет ряд отличительных особенностей: ориентирован на объединение имущества массы мелких розничных инвесторов; инвестирование указанных средств на условиях диверсификации вложений; строгое регулирование операционной и налоговой деятельности коллективного инвестора.

Анализ внутреннего механизма функционирования российских КИФ с системных позиций (для ПИФ рис. 1) позволил обосновать, что коллективные инвесторы являются открытыми, замкнутыми, большими, сложными, динамическими, целеориентированными социально-экономическими системами.

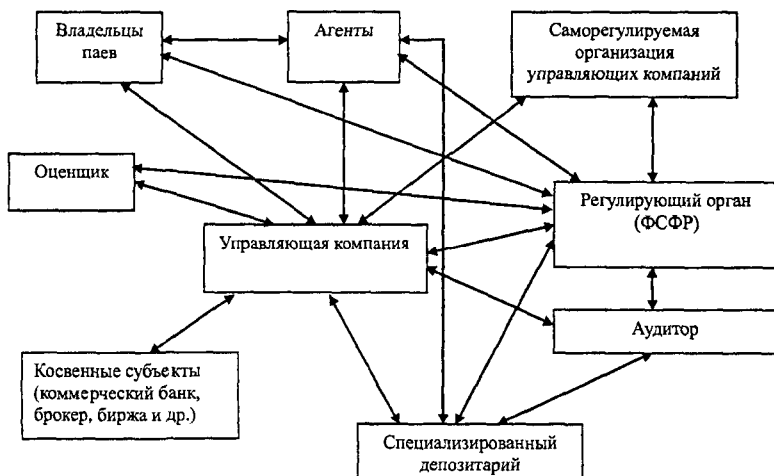


Рис. 1. Общая схема обеспечения функционирования паевого инвестиционного фонда

Системообразующая цель, обеспечивая целостность коллективного инвестора как системы, выступает одновременно его стратегической целью.

Так как неустойчивость является имманентным свойством КИФ в силу его системных свойств, особой подверженности рискам, концепция регулирования деятельности инвестиционных фондов может реализовываться только в контексте управления рисками коллективного инвестора.

Идентификация и анализ связей между участниками схем обеспечения функционирования КИФ, в силу наличия которых они накладывают вза-

имные ограничения на поведение друг друга, позволили в отношениях между субъектами коллективного инвестирования выделить общие связи (рис. 2), присущие схемам обеспечения функционирования акционерного и паевого инвестиционных фондов одновременно, и специальные, свойственные только одной из рассматриваемых схем (рис. 3 и 4), и сделать вывод об общности институциональных характеристик ПИФ и АИФ.



Рис. 2. Общие связи между субъектами отношений коллективного инвестирования (управляющая компания – единоличный исполнительный орган АИФ)

Современный подход к управлению рисками связан с интегрированной моделью риск-менеджмента в организации.

В исследовании под риском организации мы понимаем неопределенную возможность наступления неблагоприятного события при реализации решения по достижению стратегической цели функционирования организации. Особенности интегрированного управления рисками организации позволили обосновать первостепенное значение стратегической цели организации для выявления источников и классификации рисков ее функционирования.

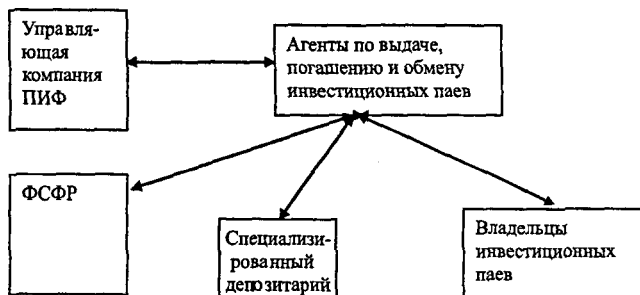


Рис. 3. Специальные связи между субъектами отношений коллективного инвестирования в схеме паевого инвестиционного фонда



Рис. 4. Специальные связи между субъектами отношений коллективного инвестирования в схеме акционерного инвестиционного фонда (управляющая компания – самостоятельный субъект отношений)

Рассмотрение функций риска (аналитической, инновационной, регулятивной и защитной) позволило раскрыть его двойственную природу, наличие чистых и спекулятивных рисков и обосновать необходимость управления рисками на двух уровнях: государственном и уровне организации.

Двойственная природа обуславливает необходимость введения понятия приемлемого риска и выбор решений, связанных с ним. Любая деятельность с уровнем риска из области приемлемого риска является объектом контроля для регулирующего органа.

Как правило, ограничения на уровень приемлемого риска задаются абсолютным размером ущерба или доходностью и/или вероятностью его (ее) возникновения. Однако это противоречит концепции коллективного инвестора и не учитывает специфику операций на финансовом рынке. Данные особенности накладывают ограничения на способы задания приемлемого риска в рамках государственного регулирования КИФ.

Теория финансового менеджмента подсказывает другой подход (косвенный) к заданию уровня приемлемого риска, который может быть использован в рамках государственного регулирования риска. В основе косвенного подхода лежит концепция операционного и финансового рисков, свойственных любой деятельности. Управление операционным и финансовым рисками осуществляется за счет выбора экономически обоснованного вида основной деятельности, диверсификации общей деятельности и оптимизации структуры источников средств.

Уровень организации должен заниматься всеми концептуальными компонентами риска, т.е. и риском как опасностью, неопределенностью будущего, и риском как источником развития.

Как показал проведенный в работе анализ, разработка и применение той или иной системы управления рисками на уровне организации (VaR, риск-метрики банка J.P. Morgan и др.) являются оправданными, при этом ключевым этапом процесса управления рисками организации выступает идентификация и анализ рисков.

2. Разработаны теоретико-методологические основы оценки стоимости коллективного инвестиционного фонда

В основе концепции ценностно-ориентированного менеджмента, получающей все большее распространение в качестве основной управленческой парадигмы в теории и практике стратегического управления, лежит признание в качестве основной стратегической цели коммерческой организации рост ее стоимости (ценности) для собственников.

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 и экономической теории постнеоклассического синтеза, которые отрицают абсолютную рациональность экономических субъектов, объективность совершенного и эффективного рынка как субстрата всех обменных процессов и в качестве базовой ячейки обменных процессов рассматривают позицию сделки.

Эти положения полностью согласуются с методологией международной оценочной практики, основу которой составляют две концепции стоимости – концепция рыночной стоимости и концепция стоимости в использовании. Первая определяется рынком, и ее значение зависит от состояния 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.

С точки зрения оценки стоимости КИФ принципиальное значение имеет положение о том, что инвестиционный фонд – это имущественный комплекс.

Инвестиционный фонд как имущественный комплекс может иметь разное содержание (наполнение), существенное с точки зрения оценки его стоимости. Анализ нормативных правовых актов, регулирующих состав и

структуру активов КИФ, позволяет сделать вывод о том, что в зависимости от категории коллективный инвестиционный фонд представляет собой либо набор активов, либо систему активов.

Ценность (полезность) инвестиционного фонда определяется его предназначением. 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.

Методологический инструментарий оценки КИФ представлен на рис. 5.



Рис. 5. Схема взаимосвязи методологического инструментария оценки КИФ

В соответствии с требованиями методологии оценки в диссертации проведена идентификация субъектов оценки коллективного инвестиционного фонда и сформулированы цели оценки КИФ (табл. 1).

Анализ номенклатуры целей оценки КИФ позволяет разделить их на две основные группы. К первой группе относятся цели оценки для реализации функций управления КИФ. При этом оценке подлежит КИФ как имущественный комплекс. Ко второй группе относятся цели оценки, связанные со сменой собственника АИФ и управляющей компании ПИФ. В этом случае оценке подлежит институт коллективного инвестирования как бизнес.

Таблица 1

**Цели оценки коллективного инвестиционного фонда
в зависимости от субъекта оценки**

Цель оценки КИФ	Субъект оценки КИФ								
	Собственники КИФ	Потенциальные инвесторы	Управляющая компания, в т.ч. как налоговый агент	Специализированный депозитарий (регистратор)	Кредитные учреждения	Страховые компании	Оценщик	Аудитор АИФ и управляющей компании ПИФ	Регулятор
Определение расчетной стоимости инвест. пая (акции)	+	+	+	+	-	-	+	+	+
Определение размера промежуточных выплат владельцам инвест. паев ЗПИФ (дивидендов по акциям АИФ)	+	+	+	+	-	-	-	+	+
Определение размера вознаграждения обеспечивающих субъектов	+	+	+	+	-	-	+	+	+
Прекращение ПИФ (ликвидация АИФ)	+	-	+	+	-	-	+	+	+
Проверка объективности текущих цен выдачи и погашения, биржевых котировок инвестиционных паев ПИФ, акций АИФ	+	+	+	+	-	-	-	+	-
Отслеживание рыночной стоимости закрытых ПИФ (АИФ) с недостаточно ликвидными инвестиционными паями (акциями)	+	+	+	+	-	-	-	-	-
Оценка эффективности управления инвестиционным фондом	+	+	+	+	-	-	-	-	-
Налогообложение владельцев инвест. паев ПИФ (акций АИФ)	+	+	+	-	-	-	+	+	+

Окончание табл. 1

Оценка целесообразности выдачи кредита (займа)	-	-	+	+	+	-	-	-	-
Обоснование торговой стратегии управляющей компании	-	-	+	-	-	-	-	-	-
Страхование профессиональной ответственности субъектов отношений коллективного инвестирования	-	-	+	+	-	+	+	+	-
Сделки купли-продажи КИФ	+	-	+	+	-	-	-	-	+
Реорганизация АИФ и управляющей компании ПИФ	+	-	+	+	-	-	-	-	+
Др. цели оценки	+	+	+	+	+	+	+	+	+

На основе анализа нормативных правовых актов, устанавливающих требования к составу и структуре активов КИФ, проведено распределение КИФ в рамках двух концепций стоимости (рыночной стоимости и стоимости в использовании) для целей управления КИФ. Общий вывод состоит в том, что для оценки КИФ разных категорий, с одной стороны, должны использоваться различные концепции стоимости, а с другой, – одна и та же категория КИФ может оцениваться на основе обеих концепций стоимости (табл. 2).

Таблица 2

Распределение КИФ в рамках двух концепций стоимости

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

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; ФХЦ – фонд художественных ценностей.

Одним из главных является вопрос введения в практику оценки коллективного инвестора различных баз оценки в рамках обеих концепций стоимости, что предполагает квалификацию базы оценки (сделки и рынка). 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.

Критериями идентификации типичного инвестора могут быть инвестиционные цели, размер инвестиций, горизонт инвестирования, тип имущества, которым он, как ожидается, будет интересоваться, налоговый статус, доступные ему альтернативные инвестиционные возможности 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, их ликвидность и др.

Именно идентификация типичного инвестора и квалификация рынка должны составлять содержание инвестиционной декларации акционерного и паевого инвестиционных фондов.

Идентификация типичного инвестора и квалификация рынка, в конечном счете, позволяют проранжировать КИФ разных типов и категорий, в том числе по критериям риска и доходности. Инвестор, исходя из своих предпочтений, выбирает КИФ, отвечающий конкретной квалификации.

Проблема определения стратегической цели КИФ предполагает также необходимость выбора меры стоимости института коллективного инвестирования. При выборе модели оценки стоимости необходимо учитывать условия ее эффективного применения и специальные принципы оценки стоимости КИФ, обусловленные спецификой объекта оценки.

По нашему мнению, к числу специальных принципов оценки стоимости коллективного инвестиционного фонда могут быть отнесены:

- 1) достоверность модели оценки стоимости КИФ;
- 2) применимость модели оценки стоимости инвестиционного фонда;
- 3) наличие объективной информационной базы для проведения оценки стоимости КИФ;
- 4) оптимизация затрат на оценку стоимости коллективного инвестора;
- 5) стимулирование деятельности обеспечивающих субъектов КИФ.

С точки зрения соответствия специальным принципам оценки затратный подход имеет больше преимуществ по сравнению с другими подхода-

ми и методами оценки. В то же время только модель экономической добавленной стоимости отвечает принципу стимулирования деятельности обеспечивающих субъектов КИФ (табл. 3).

Таблица 3

Анализ соответствия подходов и методов оценки имущества специальным принципам оценки КИФ

Специальные принципы оценки КИФ		Подходы и методы оценки имущества				
		Доходный подход	Модель экономической добавленной стоимости	Сравнительный подход	Затратный подход	Опционный метод
Достоверность модели оценки	Непредвзятость оценки	-	-	-	+	-
	Снижение влияния фактора субъективности в оценке	-	-	-	+	-
	Коррелирование меры стоимости с особенностями КИФ конкретного типа и категории	+	+	+	+	-
Применимость модели оценки	Единообразие оценки	-	+	-	+	-
	Понятность модели оценки	Возможна	+	-	+	-
	Реализуемость модели оценки в условиях реального рынка	Возможна	Возможна	-	+	-
	Верифицируемость	-	Возможна	-	+	-
Наличие необходимой информационной базы для проведения оценки		Возможно	Возможно	-	+	-
Оптимизация затрат на оценку		-	-	-	+	-
Стимулирование деятельности обеспечивающих субъектов КИФ	Справедливость поощрений и наказаний	+	+	-	+	-
	Дифференциация вознаграждения УК в зависимости от вида деятельности	-	+	-	-	-

С учетом условий эффективного применения моделей оценки и их соответствия специальным принципам оценки обоснован выбор модели оценки для различных категорий КИФ (табл. 4).

В целом можно заключить, что стоимость чистых активов является подходящим показателем для измерения стоимости портфельного КИФ для целей управления, поскольку учитывает условия эффективного применения данного метода и в основном удовлетворяет специальным принципам оценки стоимости КИФ.

Таблица 4

**Соответствие подхода и метода оценки категории коллективного
инвестиционного фонда**

Подходы и методы оценки	Категория КИФ														
	ФДР	ФО	ФА	ФСИ	ФФ	ИнФ	ФПИ	ФВИ	РФ	ФН	ИФ	КФ	ФТР	ХФ	ФХП
Затратный подход (СЧА)	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	+	-	+	+	+
Доходный подход	-	-	-	-	-	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-
Затратный подход (СЧА) с использованием доходного подхода для отдельных элементов имущества	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	-	+	-	-	-
Модель экономической стоимости	Вознаграждение УК	Вознаграждение УК	Вознаграждение УК	Вознаграждение УК	Вознаграждение УК		Вознаграждение УК	Вознаграждение УК	Вознаграждение УК	Вознаграждение УК	Вознаграждение УК	Вознаграждение УК	Вознаграждение УК	Вознаграждение УК	Вознаграждение УК

В то же время требование дифференциации поощрений и наказаний управляющей компании в зависимости от вида деятельности не учитывается в затратном подходе. По этой причине считаем целесообразным применение комбинированного подхода к оценке КИФ для цели вознаграждения управляющей компании в зависимости от вида деятельности: за администрирование КИФ – вознаграждение на основе стоимости чистых активов, за инвестиционную деятельность – вознаграждение на основе модели экономической добавленной стоимости. Раскрыты особенности применения модели экономической добавленной стоимости для КИФ.

3. Предложена и теоретически обоснована концепция стоимостного подхода к интегрированному управлению рисками КИФ, в том числе методологический подход на основе стоимости коллективного инвестора к выявлению рисков КИФ и построению их иерархии. Сформулированы дополнительные требования к системообразующей стратегической цели коллективного инвестора.

Анализ специальной литературы показывает, что большинство авторов в качестве требований (свойств), которым должна удовлетворять стратегическая цель организации называют следующие: соответствие миссии; измеримость; ориентация во времени; обеспечение целостности социально-экономической системы; обеспечение приоритета интересов (целей) собственников организации. По нашему мнению, системообразующая стратегическая цель КИФ в силу его специфики, кроме перечисленных свойств, должна удовлетворять дополнительным свойствам: носить обобщающий характер; представлять собой интегральную оценку портфеля рисков организации.

Увеличение стоимости коллективного инвестиционного фонда отвечает всем требованиям, которые предъявляются к стратегической системообразующей цели КИФ, и, следовательно, может рассматриваться в качестве цели и критерия эффективности интегрированного управления его рисками.

В практической деятельности соответствие системообразующей стратегической цели КИФ требованию представлять собой одновременно интегральную оценку портфеля рисков организации в значительной степени зависит от выбора модели оценки стоимости КИФ и принятой методики оценки стоимости коллективного инвестиционного фонда. В целом, можно заключить, что модель оценки КИФ играет фундаментальную роль в интегрированном управлении рисками института коллективного инвестирования.

Проведенный анализ позволил получить ряд частных результатов. Так, раскрыт механизм согласования интересов участников схем коллективного инвестирования, обеспечивающий приоритет интересов (целей) собственников организации; для действующей системы регулирования раскрыты факторы дополнительного риска владельцев АИФ и т.д.

В целях выявления рисков КИФ и построения их иерархии предложен методологический подход, основанный на принципе от общего к частному через установление причинно-следственных связей между рисками, связанными с функционированием коллективного инвестора и оказывающими влияние на его стоимость; сформулированы проблемы реализации предложенного подхода. Реализация этого подхода позволяет говорить об иерархической системе рисков функционирования организации (рис. 6) и является всегда результатом конкретного исследования. Степень детализации рисков (количество уровней) определяется возможностью воздействия на них.

В качестве критерия оценки экономической эффективности применения методов управления рисками обоснована возможность использования оценки их влияния на достижение системообразующей стратегической цели организации.

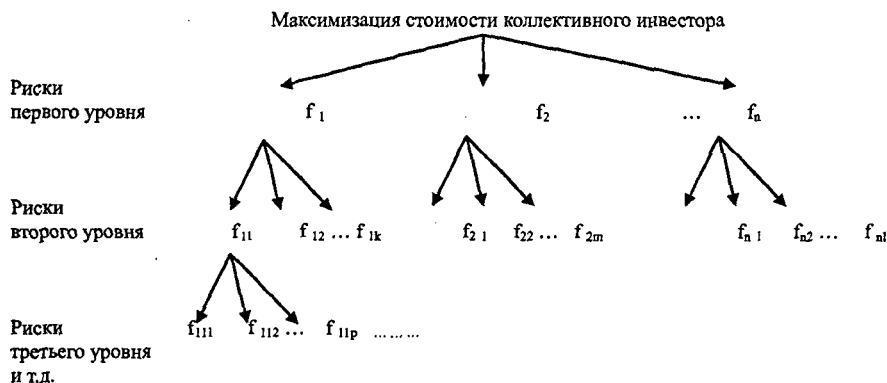


Рис. 6. Принципиальная схема дерева рисков функционирования организации

В целом, можно заключить, что стоимость (ценность) коллективного инвестора выступает ключевой составляющей как интегрированного риск-менеджмента, так и ценностно-ориентированного менеджмента коллективного инвестиционного фонда.

В обобщенном виде логика стоимостного подхода к интегрированному управлению рисками КИФ представлена на рис. 7.

4. В соответствии с предложенным методологическим подходом к выявлению рисков КИФ на основе стоимости коллективного инвестора проведены идентификация и анализ рисков традиционного портфельного ПИФ.

На основе анализа нормативных правовых актов, регулирующих функционирование российских институтов коллективного инвестирования, практики функционирования паевых инвестиционных фондов и предложенного методологического (стоимостного) подхода выявлены риски традиционного портфельного ПИФ и раскрыты причины возникновения неблагоприятных событий и их отрицательных последствий. Укрупненная структура портфеля рисков традиционного портфельного ПИФ представлена в табл. 5.

Идентификация рисков и их анализ проведены по критериям: уровень риска, отражающий их подчиненность (до рисков четвертого уровня включительно); источник риска (чья деятельность генерирует риск); вид риска (чистый риск, спекулятивный риск); уровень управления риском (государственный и организации). В качестве примера в обобщенной форме риски неформирования ПИФ представлены в табл. 6.

Рис. 7. Структурно-логическая схема стоимостного подхода к интегрированному управлению рисками КИФ

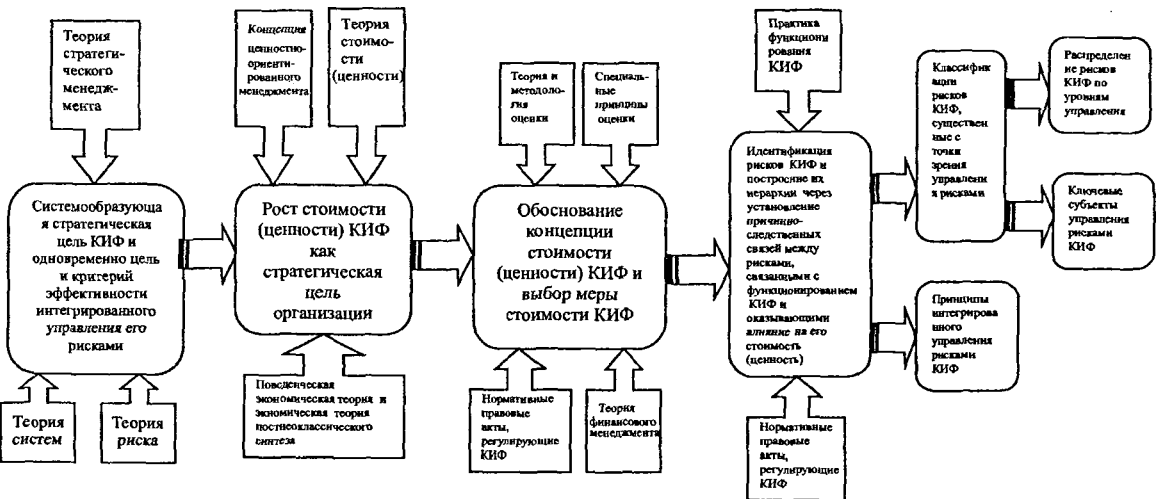


Таблица 5

Укрупненная структура портфеля рисков традиционного портфельного паевого инвестиционного фонда

Риски снижения СЧА паевого инвестиционного фонда										
Риски первого уровня										
Риски неформирования ПИФ	Риски прекращения ПИФ	Риски снижения СЧА в процессе функционирования ПИФ в стандартном режиме								
Риски второго уровня										
Риск того, что ФССР не зарегистрирует при авиации доверительного управления ПИФ	Риск того, что по инициативе органов фонда управления ПИФ стоимость имущества, составляющего ПИФ, окажется меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления ПИФ, по доверительному управлению ПИФ был бы осуществлен	Подана заявка (заявки) на погашение всех инвестиционных паев (для открытых и интервальных ПИФ)	Истек срок действия договора доверительного управления с акциями и облигациями инвестиционным фондом	Др. риски	Риски высокой величины обязательств					
Риски низкой рыночной стоимости активов ПИФ										
Риски третьего уровня										
Риски отсутствия (недостаточного) притока инвестиций	Риски, обусловленные деятельностью обеспечивающих субъектов ПИФ	Риски неадекватной оценки рыночной стоимости активов	Инвестиционные риски							
			Риски четвертого уровня							
			Риски финансового рынка	Риски реализации инвестиционных услуг						

В целом, подавляющая часть рисков функционирования КИФ является чистыми рисками, которые при ненадлежащем управлении могут привести к снижению стоимости коллективного инвестора. Источником данных рисков выступает деятельность обеспечивающих субъектов КИФ. Только часть рисков КИФ, представленная рисками финансового рынка, имеет двойственную природу. Поэтому задачей органов государственного регулирования является определение границ приемлемого инвестиционного риска.

Для определения уровня приемлемого инвестиционного риска ФСФР РФ использует косвенное регулирование. Регулирование уровня приемлемого инвестиционного риска КИФ, акции (инвестиционные паи) которого не ограничены в обороте, осуществляется по следующим направлениям: ограничение перечня типов финансовых инструментов для включения в фонд; ограничение перечня эмитентов; установление максимальной доли условно-безрисковых инструментов в стоимости активов КИФ; установле-

Уровень управления риском	Вид риска	Источник риска (чья деятельность генерирует риск)
Государственные и организации	Чистый риск	Управляющая компания
Государственные и организации	Чистый риск	Оценщик ПИФ
Государственный и организации	Чистый риск	Специализированный депозитарий, лицо, осуществляющее ведение реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ, управляющая компания ПИФ, коммерческий банк, обслуживающий управляющую компанию ПИФ, регулятор
Организация	Чистый риск	Управляющая компания
Государственный и организации	Чистый риск	Управляющая компания, регулятор
Государственный и организации	Чистый риск	Управляющая компания, регулятор
Государственный и организации	Чистый риск	Управляющая компания, регулятор
Государственный и организации	Чистый риск	Управляющая компания, регулятор, рейтинговые агентства, средства массовой информации, аналитики
Государственный	Чистый риск	Общая экономическая ситуация в стране, регулятор
Государственный	Чистый риск	Регулятор
Государственный и организации	Чистый риск	Состояние отрасли ко- ллективного и инвестирования в целом, регулятор
Государственный и организации	Чистый риск	Потребители услуг коллективного довер- ительного управления, средства массовой информации, регулятор

ние максимальной доли денежных средств, находящихся во вкладах в одной кредитной организации, в стоимости активов фонда; установление максимальной доли одного финансового инструмента в инвестиционном портфеле фонда; установление максимальной доли неликвидных ценных бумаг в стоимости активов ПИФ; ограничение сверху на концентрацию собственности; ограничение доли бумаг одного эмитента в инвестиционном портфеле фонда; лимиты инвестирования в иностранные активы.

Финансовая составляющая инвестиционного риска КИФ, акции (инвестиционные паи) которого не ограничены в обороте, сведена к минимуму через запрет на использование заемного капитала в качестве источника финансирования инвестиций.

Проведенный анализ показывает, что уровень приемлемого инвестиционного риска коллективного инвестора формируется под влиянием следующих основных факторов: возможность использования заемного капитала для финансирования инвестиций; операционная структура КИФ; категория фонда, которая определяется ключевым видом актива.

Как показало исследование, требования на минимальную долю соответствующих активов и минимальную продолжительность их нахождения в портфеле фонда, определяющие ключевой вид актива (табл. 7), являются одними из основных в установлении уровня приемлемого риска КИФ. Уровень риска конкретного ключевого актива, а значит и категории инвестиционного фонда, может изменяться в широких пределах по причине очень укрупненной формулировки регулятором понятия ключевого актива и специфических рисков, связанных с деятельностью организации-эмитента ценных бумаг. Это затрудняет детальную группировку коллективных инвестиционных фондов по уровню приемлемого инвестиционного риска.

Таблица 7

Требования к минимальной доле активов и продолжительности их нахождения в портфеле АИФ и ПИФ, акции (инвестиционные паи) которых не ограничены в обороте

Ключевой актив	Продолжительность нахождения в портфеле фонда	Категория инвестиционного фонда								
		ФО	ФА	ФСИ	ФФ	РФ	ФН	ИФ	ФТР	ФХЦ
Оценочная стоимость долговых инструментов	Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного квартала	Не менее 30% стоимости активов		Не менее 70% стоимости активов						
Оценочная стоимость акций российских АО, акций иностранных АО, инвестиционных паев ПИФ, паев (акций) иностранных инвестиционных фондов, российских и иностранных депозитарных расписок на акции	Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного квартала	Не менее 50% стоимости активов								
Оценочная стоимость инвестиционных паев ПИФ, акций АИФ и ипотечных сертификатов участия, паев (акций) иностранных инвестиционных фондов	Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного квартала				Не менее 50% стоимости активов					

Оценочная стоимость недвижимого имущества и права аренды на недвижимое имущество	Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного года					Не менее 50% стоимости чистых активов	Не менее 40% стоимости чистых активов			
Оценочная стоимость имущественных прав из договоров участия в долевом строительстве объектов недвижимого имущества	Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного года									
Сумма требований по кредитным договорам или договорам займа, оценочная стоимость залладных и ипотечных ценных бумаг	Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного года						Не менее 65% стоимости активов			
Стоимость драгоценных металлов и требований к кредитной организации выплатить их денежный эквивалент по текущему курсу, а также финансовых инструментов	Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного года						Не менее 50% стоимости активов			
Оценочная стоимость художественных ценностей	Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного года								Не менее 40 % стоимости активов	

Замечание: таблица составлена на основе Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов (утв. Приказом ФСФР России от 20 мая 2008 № 08-19/пз-н (в ред. от 29 декабря 2009 г.). Данным Положением не предусмотрено выделение ключевого вида актива для коллективных инвестиционных фондов категории фондов денежного рынка и индексных фондов

В то же время регулятором не предусмотрены ограничения на выбор коммерческого банка для размещения денежных средств КИФ во вклад. Учет этого фактора, на наш взгляд, является крайне важным по причине возможной материализации риска финансовой неустойчивости коммерческого банка. Считаем целесообразным распространить применение производных финансовых инструментов для целей хеджирования рыночных рисков на КИФ категорий фондов облигаций, фондов акций, фондов смешанных инвестиций.

В целом, проведенный анализ позволяет сделать вывод о потенциально более высоком уровне приемлемого инвестиционного риска акционерного инвестиционного фонда по сравнению не только с открытым и интервальным, но и закрытым паевым инвестиционным фондом, что связано с особенностями организационно-правовой формы акционерного инвестиционного фонда (табл. 8).

Таблица 8

Совместное влияние источников финансирования инвестиционной деятельности, операционной структуры и категории фонда на риск и доходность института коллективного инвестирования, акции (инвестиционные паи) которых не ограничены в обороте

Вид и тип коллективного инвестиционного фонда	Риск и доходность коллективного инвестиционного фонда в зависимости от источников финансирования инвестиционной деятельности	Риск и доходность коллективного инвестиционного фонда в зависимости от его операционной структуры	Риск и доходность традиционного портфельного КИФ в зависимости от его категории			
			ФДР	ФО	ФСИ	ФА
Открытый ПИФ	Низкий/низкая	Низкий/низкая	+	++	+++	++++
Интервальный ПИФ	Низкий/низкая	Средний/средняя	+	++	+++	++++
Закрытый ПИФ	Низкий/низкая	Высокий/высокая	+	++	+++	++++
АИФ	Низкий/низкая	Высокий/высокая	+	++	+++	++++

Замечание: увеличение количества знаков «+» означает возрастание уровня приемлемого инвестиционного риска и, соответственно, доходности коллективного инвестиционного фонда данного вида, типа и категории

В исследовании обоснована целесообразность передачи риска убытков, связанных с изменением рыночной стоимости имущества, составляющего КИФ, владельцам инвестиционных паев (акций) в пределах установленного законодателем уровня приемлемого инвестиционного риска, а также доказана необходимость использования компенсационных механизмов для

коллективного инвестора в пределах заданного уровня приемлемого инвестиционного риска.

5. Раскрыты свойства портфеля рисков КИФ, проведена классификация рисков, позволяющая выявить уровни ответственности за риск и определить ключевых субъектов управления рисками института коллективного инвестирования.

С учетом общности институциональных характеристик паевого и акционерного инвестиционных фондов (рис. 1, 2, 3, 4) раскрыта укрупненная структура портфеля рисков КИФ и проведен комплексный анализ рисков коллективного инвестора, который позволил выявить особенности портфеля рисков института коллективного инвестирования.

В процессе синтеза рисков КИФ выделены две классификации рисков коллективного инвестора, существенные с точки зрения управления рисками. Первая – по критерию причина (природа) риска: риски финансового рынка; операционные риски, связанные с функционированием внутренних систем участников схемы коллективного инвестирования; деловые риски (риски бизнеса), связанные с внешней средой коллективного инвестора; чрезвычайные риски, включающие те виды экзогенных рисков, которые ставят под угрозу операции участников КИФ или могут подорвать их финансовое состояние.

Данная классификация рисков позволила распределить управление рисками функционирования коллективного инвестиционного фонда по уровням управления (государственный и организации) и сформулировать задачи управления рисками на разных уровнях (табл. 9).

Вторая классификация – по критерию зависимости от источника возникновения риска: риски, связанные с деятельностью обеспечивающих субъектов коллективного инвестора; риски, обусловленные спецификой всей отрасли коллективного инвестирования; общеэкономические риски, т.е. риски всего народного хозяйства; глобальные риски – риски мировой экономики в целом; риски, источником которых выступает общественность/потребители услуги коллективного доверительного управления.

Данная классификация рисков позволила выделить уровни ответственности за управление рисками и определить ключевых субъектов, ответственных за управление различными видами рисков функционирования институтов коллективного инвестирования. Среди субъектов управления рисками можно выделить:

- системные, представленные органами регулирования и надзора и саморегулируемыми организациями;

- институциональные, к которым относятся АИФ, обеспечивающие субъекты отношений коллективного инвестирования в лице управляющей компании, специализированного депозитария, специализированного регистратора, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ, оценщика, внешнего аудитора;

– общественность/потребители услуги коллективного доверительного управления в лице потенциальных инвесторов, владельцев инвестиционных паев (акций) КИФ, рейтинговых агентств и средств массовой информации, аналитиков.

Таблица 9

Распределение рисков функционирования коллективного инвестиционного фонда по уровням управления и задачи управления рисками на разных уровнях

Группа рисков	Вид рисков	Задачи управления рисками на разных уровнях	
		Государственное регулирование	Уровень организации
Риски финансового рынка	Чистые риски и спекулятивные риски	Стимулирование процесса управления риском на уровне организации; установление уровня приемлемого риска; мониторинг рисков	Создание условий для развития организации; организация аналитической работы
Операционные риски	Чистые риски	Обеспечение обязательного лицензирования деятельности организации и сертификации ее сотрудников; формирование и соблюдение этических норм и стандартов профессиональной деятельности; мониторинг рисков; создание и развитие компенсационных механизмов	Организация внутреннего контроля и обеспечение его действенности; формирование корпоративной культуры; мониторинг рисков и эффективности управления рисками
Деловые риски	Чистые риски	Активное участие в регулировании процессов глобализации с учетом национальных интересов; формирование и поддержание общественного доверия к отрасли коллективного инвестирования; создание условий для развития здоровой конкуренции на финансовом рынке	Задачи в пределах компетенции
Чрезвычайные риски	Чистые риски	Оценка воздействия рисков на состояние институтов коллективного инвестирования и финансовых рынков; минимизация масштабов и последствий катастроф; организация устранения последствий реализации рисков	Задачи в пределах компетенции

В исследовании раскрыты функции ключевых субъектов процесса управления рисками института коллективного инвестирования (табл. 10).

Таблица 10

Ключевые субъекты управления рисками коллективного инвестиционного фонда и их функции

Ключевые субъекты управления рисками	Функции по управлению рисками	Значение	
		Стратегический уровень	Оперативный уровень
Системные участники:			
- органы государственного регулирования и надзора;	Оптимизация риска; мониторинг рисков; межгосударственное взаимодействие по регулированию финансового рынка	Решающее	Косвенное
- саморегулируемые организации	Разработка стандартов по управлению рисками и контроль за их соблюдением	Решающее	Косвенное
Институциональные участники:			
- АИФ и обеспечивающие субъекты коллективных инвестиционных фондов (в лице акционеров – учредителей, Совета директоров, исполнительного менеджмента, внутреннего аудита);	Разработка, реализация и контроль за соблюдением политики риск-менеджмента	Решающее	Решающее
- внешние аудиторы	Оценка рисков и рекомендации	Косвенное	Косвенное
Общественность/потребители услуги коллективного доверительного управления:			
- рейтинговые агентства, средства массовой информации, аналитики	Беспристрастное, понятное, полное и доступное информирование потребителей услуги коллективного доверительного управления о рисках КИФ	-	Косвенное
- владельцы инвестиционных паев (акций) коллективного инвестиционного фонда, потенциальные инвесторы;	Разумная диверсификация риска	-	Косвенное

6. Выявлены условия формирования принципов управления рисками КИФ. Сформулированы общие принципы интегрированного управления рисками КИФ, определяющие организационно-экономический механизм управления его рисками. Выработаны рекомендации по совершенствованию государственного регулирования рисками КИФ.

Специфика управления рисками, обусловленная особенностями объекта, целей и методов управления, находит свое отражение в основных

принципах, на которых базируется управление рисками. При разработке принципов управления рисками функционирования КИФ нужно принимать во внимание следующие условия:

- системные свойства коллективных инвестиционных фондов;
- рассмотрение системообразующей цели коллективного инвестора в качестве цели интегрированного управления его рисками;
- высокую уязвимость, чувствительность к рискам института коллективного инвестирования;
- особенности потенциального инвестора КИФ;
- роль человеческого фактора в функционировании КИФ;
- задачи управления рисками на различных уровнях управления (государственный и организации);
- свойства портфеля рисков института коллективного инвестирования;
- перечень ключевых участников управления рисками коллективного инвестора;
- связь последствий рисков для организации в целом с финансовыми результатами;
- роль эффекта «цепной реакции» на рынке коллективных инвестиций и в целом на финансовом рынке;
- природу (предназначение) сбережений населения, являющихся источником инвестиций для институтов коллективного инвестирования;
- добровольный характер принятия инвестиционных решений населением;
- макроэкономическую роль коллективных инвесторов.

К числу общих принципов интегрированного управления рисками коллективного инвестиционного фонда относятся:

- направление коллективных инвестиций в национальную экономику;
- иерархическая многоуровневая система управления рисками;
- оптимизация количества звеньев в схемах обеспечения функционирования коллективных инвестиционных фондов;
- надежность, сохранность, прибыльность инвестиций и ликвидность;
- превентивный характер управления рисками;
- эффективное управление рисками.

Принципы управления рисками КИФ носят общий характер. При этом значимость, приоритетность выделенных принципов управления рисками для разных уровней управления коллективным инвестором может быть различной.

Анализ нормативных правовых актов, регулирующих функционирование КИФ, на соответствие общим принципам управления рисками коллек-

тивного инвестора позволил обосновать необходимость: 1) распространения механизма страхования вкладов физических лиц на имущество (активы) КИФ, размещенные во вкладах в коммерческих банках; 2) открытия счетов КИФ в надежных банках и контроля этого процесса; 3) налогообложения доходов владельцев инвестиционных паев (акций) КИФ по аналогии с налогообложением доходов по договору банковского вклада; совершенствования налогообложения АИФ через реализацию принципа нейтральности (прозрачности) налогообложения и его стимулирующей функции с целью устранения корпоративного конфликта интересов между мажоритарными и миноритарными акционерами; совершенствования механизма раскрытия информации акционерными инвестиционными фондами для массового розничного инвестора; обеспечения доступности акций АИФ для массового розничного инвестора; 4) применения производных финансовых инструментов для целей хеджирования рыночных рисков для КИФ категорий фондов облигаций, фондов акций, фондов смешанных инвестиций; 4) создания системы подготовки и повышения квалификации специалистов финансового рынка; 5) повышения эффективности взаимодействия между различными министерствами и ведомствами, причастными к регулированию институтов коллективного инвестирования; 6) использования различных мер стоимости КИФ и квалификации баз оценки; 7) квалификации баз оценки стоимости коллективного инвестора посредством идентификации типичного инвестора и квалификации рынка; 8) отражения в инвестиционной декларации КИФ идентификации типичного инвестора и квалификации рынка; 9) повышения ответственности управляющих компаний за обеспечение профессионального управления активами АИФ и имуществом, составляющим ПИФ, разработки механизма стимулирования профессионализма управляющего; 10) страхования ответственности управляющего активами АИФ и имуществом, составляющим ПИФ, как ключевого участника КИФ; 11) использования предложенного концептуального подхода для разработки системы риск-менеджмента обеспечивающих субъектов отношений коллективного инвестирования, прежде всего, управляющей компании; 12) повышения надежности банковской системы в целом; 13) увеличения перечня ценных бумаг и других финансовых инструментов, доступных институтам коллективного инвестирования; 14) повышения финансовой грамотности населения на регулярной основе.

III. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ ДИССЕРТАЦИОННОГО ИССЛЕДОВАНИЯ ОПУБЛИКОВАНЫ В СЛЕДУЮЩИХ РАБОТАХ

Монографии

1. Болдырева, Н.Б. Экономика региона: взаимодействие реального и финансового секторов [Текст]: монография/ Н.Б. Болдырева, Н.О. Вилков, А.И. Вострокнутова, Н.С. Воронова, С.С. Жукова и др. – Тюмень: ТюмГУ, 2005. – 20,25 п.л. (авторские 2,4 п.л.).
2. Болдырева, Н.Б. Стоимостной подход к интегрированному управлению рисками коллективных инвестиционных фондов (концептуальный аспект) [Текст]: монография/ Н.Б. Болдырева. – Тюмень: Издательство ТюмГУ, 2006. – 12,25 п.л.
3. Болдырева, Н.Б. Региональная экономика: инвестиции, финансовые вложения и экономический рост [Текст]: монография/ Н.Б. Болдырева, Ю.В. Бородач, Н.О. Вилков, П.М. Килин, И.А. Лиман и др. – Тюмень: Издательство ТюмГУ, 2007. – 21,25 п.л. (авторские 2,6 п.л.).
4. Болдырева, Н.Б. Портфель рисков коллективного инвестиционного фонда. Особенности управления рисками коллективного инвестора [Текст]: монография/ Н.Б. Болдырева. – Тюмень: Издательство ТюмГУ, 2007. – 8,5 п.л.
5. Болдырева, Н.Б. Интегрированное управление рисками коллективного инвестиционного фонда: теория и методология [Текст]: монография/ Н.Б. Болдырева. – Екатеринбург: Издательство УрГЭУ, 2010. – 14,2 п.л.

Статьи в изданиях, рекомендуемых экспертным советом ВАК РФ

6. Болдырева, Н.Б. Стратегические направления развития рынка ценных бумаг в Тюменской области [Текст]/ Н.Б. Болдырева, Т.Г. Усанова// Вестник Тюменского государственного университета. – 2003. – №5. – 0,5 п.л. (авторские 0,3 п.л.)
7. Болдырева, Н.Б. Формирование и использование инновационных и инвестиционных ресурсов региона [Текст]/ Н.Б. Болдырева, И.А. Лиман// Вестник Тюменского государственного университета. – 2005. – №3. – 0,75 п.л. (авторские 0,4 п.л.)
8. Болдырева, Н.Б. Коллективные инвесторы в регионе (о факторах развития и ограничителях роста) [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Вестник финансовой академии. – 2005. – №4. – 0,85 п.л.
9. Болдырева, Н.Б. Влияние инвестиционной деятельности на риск и доходность коллективного инвестиционного фонда [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Вестник Тюменского государственного университета.- 2006.- № 6. – 0,85 п.л.
10. Болдырева Н.Б. К вопросу о стратегической цели управления рисками коллективного инвестиционного фонда// Управление рисками. – 2007. – №2. – 0,9 п.л.
11. Болдырева, Н.Б. Стоимостной подход к определению системообразующей цели коллективного инвестиционного фонда [Текст]/ Н.Б. Болдырева // Нефть, газ и бизнес.- 2007.- №8.- 0,6 п.л.

12. Болдырева, Н.Б. Особенности портфеля рисков коллективного инвестиционного фонда [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Проблемы современной экономики. Евразийский международный научно-аналитический журнал.- 2007.- №4. – 0,4 п.л.
13. Болдырева, Н.Б. Подготовка специалистов финансового рынка в Тюменском регионе: состояние, проблемы, пути решения [Текст]/ Н.Б. Болдырева // Вестник Финансовой академии.- 2008.- №2.- 0,35 п.л.
14. Болдырева, Н.Б. Классификация рисков и ключевые субъекты управления рисками коллективного инвестиционного фонда [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Вестник Тюменского государственного университета. – 2010.- № 4. – 0,45 п.л.
15. Болдырева, Н.Б. Стоимость коллективного инвестиционного фонда как инструмент формирования механизма вознаграждения управляющей компании [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Вестник Челябинского государственного университета. Вып. 28. – 2010.- № 26 (207). – 0,74 п.л.
16. Болдырева, Н.Б. EVA® как эффективный метод решения агентского конфликта на рынке коллективных инвестиций [Текст]/ Н.Б. Болдырева //Вестник Омского университета. – 2011.- №1. – 0,68 п.л.

Учебники и учебные пособия

17. Болдырева, Н.Б. Финансовая математика: Учебное пособие [Текст]/ Н.Б. Болдырева. – Тюмень: Издательство ТюмГУ, 2007. – 6,51 п.л.
18. Болдырева, Н.Б. Коллективные инвесторы на рынке ценных бумаг: Учебное пособие [Текст]/ Н.Б. Болдырева. – Тюмень: Издательство ТюмГУ, 2007. – 22,0 п.л.
19. Болдырева, Н.Б. Управление финансовыми инвестициями: Учебное пособие [Текст]/ Н.Б. Болдырева. – Тюмень: Издательство ТюмГУ, 2010. – 14,25 п.л.

Научные публикации и статьи

20. Болдырева, Н.Б. Оценка эффективности стратегий определения инвестиционного горизонта в условиях их применения на рынке государственных краткосрочных облигаций [Текст]/ Н.Б. Болдырева, П.А. Гнеденко// Региональные проблемы функционирования финансово- кредитного механизма: сборник статей. – Тюмень: Издательство ТюмГУ. – 1997. – 0,5 п.л. (авторские 0,3 п.л.)
21. Болдырева, Н.Б. Информационная прозрачность регионального фондового рынка – важное условие защиты прав инвесторов [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Экономическая наука: теория, методология, направления развития: тезисы докладов и выступлений. – Санкт-Петербург. – 1998. – 0,1 п.л.
22. Болдырева, Н.Б. Оценка надежности ценных бумаг – важное условие успешного развития регионального фондового рынка [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Социально – экономические проблемы региона в переходный период: материалы международной научно-практической конференции. – Тюмень: Издательство ТюмГУ. – 1998. – 0,1 п.л.
23. Болдырева, Н.Б. Управление рисками коллективных инвесторов как участников инвестиционного процесса в нефтяном бизнесе (методологический аспект) [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Современный международный нефтегазовый бизнес

- и проблема подготовки экономистов международного профиля: материалы научно-практической конференции. – Тюмень: Издательство ТюмГУ. – 1999. – 0,3 п.л.
24. Болдырева, Н.Б. Обоснование выбора методов оценки бизнеса [Текст]/ Н.Б. Болдырева, А.Е. Марьясова// Социально-экономические проблемы региона: сборник научных трудов. Вып. 4. –Тюмень: Издательство ТюмГУ. – 1999. – 0,3 п.л. (авторские 0,2 п.л.)
25. Болдырева, Н.Б. Стратегическая цель управления финансами паевого инвестиционного фонда [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Экономические реформы в России: труды 3 международной научно – практической конференции. – Санкт-Петербург. – 2000. – 0,1 п.л.
26. Болдырева, Н.Б. Оценка эффективности применения методов технического анализа на рынке ценных бумаг [Текст]/ Н.Б. Болдырева // Региональные проблемы функционирования финансово-кредитного механизма: сборник статей, вып.5. – Тюмень: Издательство ТюмГУ. – 2000. – 0,5 п.л.
27. Болдырева, Н.Б. Определение стратегической цели управления финансами институтов коллективного инвестирования – обязательное условие выявления потенциальных рисков в их деятельности [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Актуальные вопросы региональной экономики: финансы, кредит, инвестиции. Сборник статей. Ч. 2. – Тюмень: Издательство ТюмГУ. – 2002. – 0,35 п.л.
28. Болдырева, Н.Б. Стратегия развития регионального рынка ценных бумаг [Текст]/ Н.Б. Болдырева, Т.Г. Усанова// Налоги, инвестиции, капитал. 2002.- №№ 3-6. – 0,3 п.л. (авторские 0,2 п.л.)
29. Болдырева, Н.Б. Проблемы оценки рыночного риска акций российских эмитентов [Текст]/ Н.Б. Болдырева, Н.Ф. Коробов// Социально-экономические проблемы развития региона: сборник статей. – Тюмень: Издательство ТюмГУ. – 2003. – 0,24 п.л. (авторские 0,15 п.л.)
30. Болдырева, Н.Б. Развитие региональных сегментов фондового рынка – путь преодоления инвестиционного кризиса в российской экономике [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Экономика, экология и общество России в 21-м столетии: труды 5-й Международной научно-практической конференции. Т.2. – Санкт-Петербург. – 2003. – 0,1 п.л.
31. Болдырева, Н.Б. От новаций на фондовом рынке к инновациям в образовательном процессе [Текст]/ Н.Б. Болдырева, Т.Г. Усанова// Образовательные инновации переподготовки кадров: сборник материалов международной конференции. – Тюмень: Издательство ТюмГУ. – 2004. – 1 п.л. (авторские 0,8 п.л.)
32. Болдырева, Н.Б. Стратегическая цель финансового управления институтом коллективного инвестирования [Текст]/ Н.Б.Болдырева// Актуальные проблемы экономической науки и хозяйственной практики: материалы международной научной конференции 15-17 апреля 2004 г. – Санкт-Петербург. – 2004. – 0,1 п.л.

33. Болдырева, Н.Б. Коллективные инвесторы в регионе [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Налоги. Инвестиции. Капитал. – 2005.- №№1-3. – 0,25 п.л.
34. Болдырева, Н.Б. Кафедра ценных бумаг ТюмГУ и профессиональные участники фондового рынка: грани сотрудничества [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Налоги. Инвестиции. Капитал. – 2005. – №№4-6. – 0,3 п.л.
35. Болдырева, Н.Б. Развитие коллективных инвесторов в регионе [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Рынок ценных бумаг: профессиональный журнал издательского дома «РЦБ». 2005.- №20. – 0,35 п.л.
36. Болдырева, Н.Б. Применение метода согласования потоков платежей в условиях российского рынка облигаций [Текст]/ Н.Б. Болдырева, Р.М. Ахунов// Налоги. Инвестиции. Капитал. – 2005.- №№4-6. – 0,5 п.л. (авторские 0,25 п.л.)
37. Болдырева, Н.Б. Пути развития паевых инвестиционных фондов в регионе: преимущества и недостатки [Текст]/ Н.Б. Болдырева, С.Р. Мухамеева// Актуальные проблемы социально-экономических трансформаций России: теория и практика. Сборник материалов всероссийской научно-практической конференции. – Тюмень: Издательство ТюмГУ. – 2005. – 0,15 п.л. (авторские 0,1 п.л.)
38. Болдырева, Н.Б. Состояние и проблемы развития коллективных инвесторов в регионе [Текст]/ Н.Б. Болдырева //Актуальные проблемы социально-экономических трансформаций России: теория и практика. Сборник материалов всероссийской научно-практической конференции. –Тюмень: Издательство ТюмГУ. – 2005. – 0,2 п.л.
39. Болдырева, Н.Б. Метод согласования потоков платежей [Текст]/ Н.Б. Болдырева, Р.М. Ахунов// Рынок ценных бумаг: профессиональный журнал издательского дома «РЦБ».- 2006.- №1. – 0,35 п.л. (авторские 0,2 п.л.)
40. Болдырева, Н.Б. Стоимостной подход к идентификации и классификации рисков организации [Текст]/ Н.Б. Болдырева // Известия Международного института финансов, управления и бизнеса: ежегодный научный сборник, посвященный 10-летию Международного института финансов, управления и бизнеса Тюменского государственного университета. Выпуск 4. – Тюмень: Издательство ТюмГУ. – 2007. – 0,2 п.л.
41. Болдырева, Н.Б. Роль системообразующей цели коллективного инвестиционного фонда в интегрированном управлении рисками организации [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Вестник Омского университета. Серия «Экономика».- 2007.- №3. – 0,4 п.л.
42. Болдырева, Н.Б. Стоимость организации как цель и критерий эффективности интегрированного управления рисками организации [Текст]/ Н.Б. Болдырева//Финансы, кредит и международные экономические отношения в 21 веке: материалы 2-й международной научной конференции 29-30 марта 2007 г. Сборник докладов. Т.2. – Санкт-Петербург: Изд-во СПбГУЭиФ. – 2007. – 0,3 п.л.

43. Болдырева, НБ. Подготовка специалистов финансового рынка в Тюменском регионе – задача государственной важности [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Налоги. Инвестиции. Капитал. – 2008. – № 4-6. – 0,45 п.л.
44. Болдырева, Н.Б. Методологические аспекты оценки стоимости коллективного инвестиционного фонда [Текст]/ Н.Б. Болдырева, Т.Ф. Табунщикова// Вестник Тюменского государственного университета. – 2009. – №4. – 0,6 п.л. (авторские 0,4 п.л.).
45. Болдырева, Н.Б. Анализ эффективности коллективного доверительного управления в российских условиях [Текст]/ Н.Б. Болдырева // Актуальные вопросы экономических наук: сборник материалов XI Международной научно-практической конференции. В 3-х частях. Часть 3/ Под общ. ред. Ж.А. Мингалевой, С.С. Чернова. – Новосибирск: Издательство «СИБПРИНТ». – 2010. – 0,24 п.л.
46. Болдырева, Н.Б. Ключевые участники управления рисками коллективного инвестиционного фонда [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Проблемы современной экономики: сборник материалов I Международной научно-практической конференции. – Новосибирск: Издательство «СИБПРИНТ». – 2010. – 0,25 п.л.
47. Болдырева, Н.Б. О регулировании уровня приемлемого риска коллективного инвестиционного фонда [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Экономические и экологические проблемы в меняющемся мире: сборник материалов международной научно-практической конференции, посвященной 80-летию ТюмГУ. – Тюмень: Печатник. – 2010. – 0,22 п.л.
48. Болдырева, Н.Б. Методология интегрированного управления рисками коллективного инвестиционного фонда [Текст]/ Н.Б. Болдырева// Интеграция науки, образования и производства – стратегия развития инновационной экономики: материалы I Международной научно-практической конференции 25-26 января 2011. Часть 1. – Екатеринбург: Изд-во Урал. Гос. экон. ун-та. – 2011. – 0,16 п.л.

Подписано в печать 31.01.2011. Тираж 150 экз.
Объем 2,0 уч.-изд. л. Формат 60х84/16. Заказ 95

Издательство Тюменского государственного университета
625003, г. Тюмень, ул. Семакова, 10.
Тел./факс (3452) 45-56-60; 46-27-32
E-mail: izdatelstvo@utmn.ru