

РЕГУЛИРОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ НАКОПИТЕЛЬНЫХ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ

В 1997 году суммарные активы пенсионных фондов в мире составляли около \$14 трлн. или примерно половину мирового валового продукта. Из них под управлением государственных фондов находилось около 24% активов. Несмотря на то, что около половины государственных фондов являются распределительными фондами (в 2000 их доля в общем количестве государственных фондов составила 49%), их число в последнее время сохраняет тенденцию к снижению, так как все больше стран реализует программу полного или частичного перехода от распределительной к накопительной системе государственного пенсионного обеспечения.

В последнем случае все или часть пенсионных отчислений из налога превращаются в накопления, которые могут работать на рынке капитала и приносить доход по аналогии с активами финансовых организаций. Более того, для стран с накопительной системой пенсионного обеспечения инвестирование средств, поступающих на накопительные счета государственного пенсионного фонда, на рынке капитала является единственным способом работы пенсионной системы. Во многих странах пенсионные фонды обладают значительными финансовыми резервами и поэтому наравне с хеджевыми фондами являются крупнейшими институциональными инвесторами.

Следует отметить, что государственные фонды являются преимущественно обязательными фондами, т.е., отчисления в фонд производятся независимо от желания клиента. В случае обязательной государственной накопительной пенсионной системы государство выступает прямым гарантом не только факта выплаты пенсионной ренты, но и ее минимальной величины. В случае убытков, понесенных государственным фондом, правительство в будущем будет вынуждено изыскать средства, необходимые для покрытия возникшего дефицита, что негативно отразится на состоянии государственного бюджета. Поэтому одной из ключевых мер в настоящее время является разработка эффективной структуры управления средствами государственного пенсионного фонда, а также стратегии инвестирования в доступные финансовые инструменты. С одной стороны, необходимо не допустить создания высокорисковых портфелей. С другой стороны, требуется обеспечить максимально допустимый прирост активов государственного фонда. Отличительной особенностью средств пенсионных фондов является возможность их долгосрочного инвестирования, а также низкие требования к ликвидности инструментов. Эта отличительная черта должна стать одним из основных факторов при выборе политики, регулирующей

процесс инвестирования капитала пенсионного фонда. Косвенные гарантии сохранности пенсионных взносов через эффективное регулирование инвестиций позволит в будущем снизить нагрузку на государственный бюджет.

Данная работа описывает мировой опыт регулирования структуры управления государственными пенсионными фондами, а также выбор инвестиционной политики и регулирование структуры инвестиционного портфеля государственных пенсионных фондов, использующих накопительные принципы.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ

Регулирование деятельности пенсионных фондов осуществляется по трем основным направлениям.

- 1. Регулирование институциональной формы фондов и структуры управления их активами.** Особая роль данных институтов среди финансовых организаций требует создания и развития отдельной отрасли со своими правилами, налоговой дисциплиной и структурой. Это позволяет проводить эффективное регулирование и обеспечивает надлежащий уровень надзора.
- 2. Регулирование финансовой деятельности (производительности) фондов.** Данная категория включает определение целей, стоящих перед управляющими фонда, критериев успешной работы фонда, а также отслеживание результатов деятельности. Рыночным критерием является, в частности, доходность инвестиционного портфеля. Вместе с тем, это далеко не единственный критерий, используемый на практике. Так, в случае прямого государственного управления могут использоваться критерии политического характера, нежели рыночного (например, обеспечение средствами наиболее привлекательных для правительства программ).
- 3. Регулирование структуры инвестиционного портфеля фондов.** Данное направление включает разработку принципов распределения финансовых активов государственных фондов в соответствии с принятыми целями и критериями. В случае рыночных критериев работы регулирование структуры производится через определение ограничений, регулирующих в первую очередь риск, связанный с портфелем. Для того, чтобы ограничить риск потери капитала, регулирующий орган устанавливает количественные ограничения на долю определенных финансовых активов, находящихся в портфеле фондов. Кроме того, может производиться регулирование ликвидности и инвестиционного горизонта.

Классификация государственных пенсионных фондов

Существует две основные структуры работы пенсионных фондов, использующих накопительные принципы:

1. **Система установленных выплат (Defined Benefit – DB).** Участнику пенсионной схемы гарантируется определенный размер пенсии по достижению пенсионного возраста. Указанный размер рассчитывается по актуарным формулам исходя из периода занятости и истории заработной платы. В случае государственной обязательной пенсионной системы, таким образом, государство выступает прямым гарантом не только факта выплаты пенсии, но ее величины, и эффективность управления резервами фонда напрямую связана с давлением на государственный бюджет.
2. **Система установленных взносов (Defined Contribution – DC).** Размер будущей пенсии привязывается к объему взносов в пенсионную систему, а также эффективности управления пенсионными резервами фонда. Размер пенсии уже не является гарантированным государством и определяется исходя из доходности инвестиционного портфеля пенсионного фонда. В развитых пенсионных системах данного типа средства поступают на индивидуальные клиентские счета, и клиент вправе сам выбрать одну из предлагаемых инвестиционных стратегий с желаемой прогнозной доходностью и допустимым уровнем риска. Принимая решение о выборе риска, клиент, таким образом, принимает этот риск на себя. Это позволяет снизить степень государственного контроля над фондом.

Практически все существующие государственные накопительные пенсионные фонды работают по одной из перечисленных схем. Вместе с тем, структура фонда может в различных странах значительно отличаться. Анализ мирового опыта позволяет выделить три основные категории структуры государственных накопительных пенсионных фондов:

1. **Частично накопительные DB фонды (partially funded DB)** на данный момент являются наиболее распространенными. По данной схеме работает примерно две трети всех обязательных государственных фондов, включающих элементы накопительной системы, включая фонды в странах Африки и Ближнего Востока, а также Швеции, Канады и Японии. Термин “partially funded” отражает систему распределения поступающих средств. Поток поступающих пенсионных взносов разделяется на несколько составляющих, которые используются различными способами. Обычно разделение происходит на две пропорциональных части, одна из которых поступает в распределительную систему и формирует базовую государственную пенсию, а другая

направляется на клиентские накопительные счета. Размер аннуитета в последнем случае, как правило, не гарантируется государством и формируется исходя из эффективности инвестиций. Следует заметить, что хотя понятие накопительной системы появилось давно, на текущий момент 100% накопительной (fully funded) государственной DB системы в мире не существует.

2. **Накопительные децентрализованные DC фонды** (fully funded, decentralized) являются 100% накопительными. Как правило, капитал находится под управлением частных управляющих компаний. Фонды данной категории функционируют во многих странах, среди которых страны Латинской Америки, Венгрия, Польша, Гонконг, а также Австралия, Швейцария, Нидерланды и Великобритания, чьи фонды являются крупнейшими по величине активов в этой категории. Хотя данная концепция появилась около 20 лет назад, система является достаточно молодой. Только в Чили имеется достаточная история ее развития.
3. Третья категория включает так называемые **“осторожные фонды”** (provident fund), которые являются **накопительными централизованными DC фондами**, разработка инвестиционной политики и управление активами которых осуществляется советом управляющих, обычно включающим представителей государства, профсоюзов, коммерческих компаний и, иногда, клиентов фонда. Такой подход позволяет в некоторой степени заменить прямое государственное регулирование инвестиционными принципами. Привлечение внешних инвестиционных управляющих в большинстве случаев не производится. Руководство советом обычно осуществляется государственным чиновником. Осторожные фонды распространены в странах-бывших британских колониях Африки и Азии. Данные фонды являются наиболее старыми. В тех странах, где они являются общенациональными, величина их активов достаточно высока. Крупнейший фонд – это индийский Employees’ Provident Fund (EPF), насчитывающий более чем 20 млн. клиентов. Размер государственного Employee Provident Fund в Шри Ланке в конце 90-х годов практически совпадал с капитализацией всего фондового рынка. Вместе с тем, во многих странах данная схема охватывает лишь небольшую часть населения. Данные фонды инвестируют свой капитал преимущественно в государственные облигации своей страны, долговые обязательства государственных компаний, а также проекты социальной сферы. Кроме того, средства часто используются для предоставления ипотечных кредитов. Следует заметить, что в последнее время намечается тенденция отхода от данной системы, так как, несмотря на внедрение инвестиционных принципов, на принятие инвестиционных решений сильное влияние

оказывают политические факторы. Особенно очевидно это стало после азиатского кризиса 1997 года.

Фонды каждой категории приведены в таблице 1. В таблице также указан размер активов фонда как доля ВВП указанной страны. Как уже было отмечено, частично накопительные DB фонды занимают лидирующие позиции, в то время как количество “осторожных фондов” значительно ниже.

Таблица 1. Средства, находящиеся в распоряжении государственных фондов трех типов, % ВВП.

1		2		3	
Египет	33.1%	Швейцария	117.0%	Малайзия	55.7%
Швеция	32.0%	Нидерланды	87.3%	Сингапур	55.6%
Япония	25.0%	Великобритания	74.7%	Шри-Ланка	15.2%
Иордания	16.9%	Австралия	61.0%	Кения	12.1%
Маврикий	13.1%	Чили	45.0%	Танзания	9.4%
Филиппины	11.2%	Дания	23.9%	Швейцария	6.6%
Замбия	11.1%	Аргентина	3.0%	Индия	4.5%
Канада	11.0%	Колумбия	2.9%	Непал	4.0%
Белиз	10.5%	Перу	2.1%	Индонезия	2.8%
Гана	9.4%	Польша	1.1%	Замбия	0.7%
Марокко	8.7%	Уругвай	1.0%	Уганда	0.6%
Швейцария	7.1%	Боливия	1.0%		
Ю.Корея	7.0%	Мексика	0.5%		
Тунис	6.9%	Казахстан	0.5%		
Ямайка	5.7%	Венгрия	0.4%		
Коста-Рика	5.4%				
США	5.0%				
Йемен	4.0%				
Гондурас	3.5%				
Сенегал	1.6%				
Эфиопия	1.4%				
Алжир	1.2%				
Чад	0.5%				
Намибия	0.4%				
Парагвай	0.4%				

Источник: Pallacios, Pallares (2000)

Роль государства в управлении средствами государственных пенсионных фондов

Правительство оказывает влияние на инвестиционную политику всех государственных пенсионных фондов. Вместе с тем, государственный фонд не обязательно является фондом, который управляется непосредственно государственными чиновниками. В разных странах степень государственного участия оказывается различной:

1. **Прямое государственное управление (Уганда).** Средства на накопительных пенсионных счетах могут рассматриваться как часть государственного бюджета или же формировать отдельный пул. В обоих случаях решения об инвестировании средств принимаются государственными чиновниками. Как правило, большая часть средств инвестируется в

государственные долговые бумаги данной страны, перечисляется на депозитные счета (обычно в государственных банках, доходность таких депозитов существенным образом ниже, чем доходность депозитов коммерческих банков) или же распределяется среди государственных инвестиционных проектов социальной сферы.

2. **Государственное управление на основе рыночных принципов.** Появление систем данного типа стало следствием необходимости снижения политического влияния на процесс принятия инвестиционных решений. В данном случае средствами фонда по-прежнему управляет государство. Однако инвестиционные решения принимаются не чиновниками, а специалистами, приглашенными на государственную службу. Роль государства заключается, таким образом, в выборе специалистов и создании для них мотивационных условий для работы. Данная схема в большей степени, нежели первая, предполагает разработку оценки рисков, присущих различным инвестиционным стратегиям. Последующие инвестиционные решения принимаются специалистами на основе соотношения доходность/риск, что позволяет распределять средства более эффективно. По такой схеме работает государственный пенсионный фонд в Канаде. Вместе с тем, данный тип имеет среди представленных категорий наибольшее количество вариаций. В ряде случаев управляющий работает лишь с некоторой долей средств, в то время как остальная часть распределяется по первой схеме (Сингапур, Фиджи). Кроме того, фонд может дробиться по региональному принципу, и каждый регион приглашает своего управляющего (Боливия).
3. **Внешнее управление, сопровождаемое жесткими регулятивными методами** (Уругвай). Разработка инвестиционной стратегии и управление средствами фонда производится внешним управляющим (часто, коммерческая управляющая компания). Вместе с тем, государство налагает крайне жесткие ограничения на структуру инвестиционного портфеля. Нормативы существенным образом ограничивают выбор стратегий инвестирования и количество доступных инструментов. С помощью подобных ограничений государство, таким образом, может формировать желаемую для себя структуру инвестиционного портфеля. Отличие от фондов первого типа заключается в том, что инвестиционный портфель состоит в значительной степени из рыночных ценных бумаг, значительная часть которых – это государственные бумаги.
4. **Внешнее управление с минимальным участием государства** (Австралия). Данную систему можно считать наиболее продвинутой в плане эффективности управления. Эта эффективность, однако, базируется в первую очередь на конкуренции между управляющими и требует развитого рынка капитала и инвестиционной культуры

населения.

Каждый из данных типов имеет свои достоинства и недостатки, и его реализация неразрывно связана с институциональными особенностями каждой страны. Так, в случае полного отсутствия рынка капитала или его крайней неэффективности прямое государственное управление может оказаться наиболее эффективным методом распределения средств государственного пенсионного фонда. Вместе с тем, в большинстве случаев эффективность использования средств государственных пенсионных фондов, управляемых непосредственно государством, ниже, чем управляемых частными управляющими компаниями. Это объясняется различными целями, стоящими перед менеджерами. Как правило, в государственных фондах наблюдается сильное влияние политических аспектов. За счет этого инвестиции смещены в сторону кредитования правительства под довольно низкий процент, а также целевое финансирование государственных проектов социальной сферы, которые во многих случаях оказываются убыточными.

Таким образом, перечисленные объективные факторы говорят в пользу того, что наилучшей стратегией является передача активов в руки негосударственной управляющей компании. Одной из возможных стратегий является распределение капитала государственного пенсионного фонда между несколькими негосударственными управляющими компаниями, а также периодические конкурсы на отбор управляющих компаний. В данном случае соответствующая мотивация приведет к тому, что средства фонда будут использоваться более эффективно. Практика также показывает, что государство с помощью регулирования частных управляющих компаний может достичь тех же результатов, что и прямое управление средствами государственного пенсионного фонда. Так, жесткие ограничения в конечном итоге ведут к отсутствию конкуренции между различными управляющими компаниями, так как они формируют портфели с практически идентичными инвестициями. Т.е., государство напрямую диктует желаемую для него структуру портфеля.

Структура внешнего управления активами государственных пенсионных фондов

Из перечисленных выше категорий половина из них предполагает привлечение внешней управляющей компании. Кроме степени государственного регулирования деятельности может также отличаться и организационная структура управляющей компании. Данная схема используется как в странах с развитой пенсионной системой, так и в государствах, осуществляющих пенсионную реформу. В большинстве случаев управление осуществляется через компанию, специально созданную с целью управления средствами государственного фонда. Управляющая компания обычно создается в рамках крупного участника рынка

капитала (крупная инвестиционная компания, инвестиционный банк и пр.) и характеризуется высокой профессиональностью менеджеров.

В случае привлечения управляющей компании менеджмент фонда не осуществляет непосредственное управление активами, а занимается только учетом средств, аудитом, прогнозированием, актуарными расчетами, отчетностью в органы надзора и пр. Разработка инвестиционной стратегии и управление инвестиционным портфелем осуществляется специалистами управляющей компании, в обязанности которых входит также поддержание индивидуальных или коллективных клиентских счетов. Как правило, она же является посредником при продаже пенсионных аннуитетов. Управляющая компания обязана обеспечить четкое разделение активов государственного пенсионного фонда и всех других активов, находящихся под управлением компании.

В развивающихся странах и странах, осуществляющих реформу пенсионной системы, как правило, существует одна компания и одна инвестиционная стратегия, т.е., все вкладчики фонда условно владеют идентичными портфелями. Такой выбор в условиях становления новой системы обусловлен значительными издержками по регулированию и мониторингу работы нескольких управляющих компаний и предотвращению возможного конфликта интересов между государством и управляющими менеджерами. Кроме того, в этом случае отсутствует необходимость управления индивидуальными счетами, и учет производится на уровне коллективных счетов. В этом случае не возникает необходимости периодического перераспределения средств вкладчиков между инвестиционными программами, что значительно облегчает работу менеджеров за счет большей определенности структуры активов фонда.

Наиболее рациональным для государства считается выбор управляющей компании на конкурсной основе. Критериями выбора могут стать успешная история инвестиционных решений, принимаемых управляющими менеджерами. Репутация финансовой компании, в рамках которой создается управляющая компания, предлагаемая на конкурс инвестиционная программа, перечень дополнительных услуг, которые готова предоставить компания и пр.

Важной отличительной особенностью рассматриваемой структуры управления является то, что ее последовательное усовершенствование не требует значительных затрат со стороны государства. В процессе развития государственной системы и роста инвестиционной культуры населения происходит рост количества инвестиционных стратегий, осуществляется переход от коллективных пенсионных счетов к индивидуальным, осуществляется расширение возможностей управления этими счетами.

В развитых странах участники фонда в большинстве случаев имеют право переключаться

между различными инвестиционными стратегиями и управляющими компаниями. В частности, для молодого поколения может быть более привлекательным стать участником программы с большим риском и с большим ожидаемым доходом. Для людей, чей возраст близок к пенсионному, наоборот, дополнительные риски, как правило, неприемлемы. Такие переключения осуществляются достаточно свободно и не сопряжены с большими транзакционными издержками. Ряд управляющих компаний предоставляют своим клиентам инвестиционные планы, в которых риски автоматически снижаются с увеличением возраста клиента.

Управляющие компании проходят “двойной” отбор. На первом этапе компании необходимо выполнить определенные требования для включения в реестр управляющих компаний. На втором этапе выбор делают клиенты фонда, выбирая из реестра желаемую управляющую компанию. Данный шаг способствует сохранению высокой конкуренции между управляющими компаниями и управляющими менеджерами внутри одной компании, предлагающими различные стратегии вложения средств. Это, в свою очередь, ведет к повышению эффективности управления и, что самое главное, делает государственный пенсионный фонд в значительной степени ориентированным на клиента.

В заключение следует заметить, что для государственных пенсионных фондов может быть применена практика управления частными фондами. Для частных фондов существует еще три крупные категории структуры управления:

1. **Фонды, управляемые банками и страховыми компаниями.** Средства пенсионного фонда передаются непосредственно на баланс страховой компании (чаще) или банка (реже). Часто, различие пенсионных счетов от остальных проявляется лишь в отличиях в налогообложении¹. В случае страховой компании, как правило, в пенсионный договор включается также страховка выплаты пенсии. Большинство фондов этой категории является фондами с системой установленных взносов в пенсионный фонд (DC). Несмотря на большую свободу в выборе направления инвестирования средств, в некоторых случаях накладываются определенные ограничения, такие как, например, минимальная доходность активов. Клиенты системы имеют право сменить фонд (т.е. банк или страховую компанию), однако в большинстве случаев это сопряжено с большими финансовыми потерями. Качество управления средствами таких фондов в значительной степени зависит от качества законодательной базы и силы надзора за работой банков и страховых компаний.

¹ В частности, подоходный налог по таким счетам начисляется только в момент снятия средств по достижению клиентом фонда пенсионного возраста

2. **Фонды с долевым участием (participating endowment insurance funds).** Данный тип наиболее часто встречается в странах-членах ОЭСР (наиболее яркий пример – Чехия). Такие фонды создаются как отдельные акционерные компания, ориентированные на получение прибыли. Как и у любой акционерной компании, у нее кроме членов фонда существуют акционеры, причем индивид не может одновременно быть и клиентом фонда и ее акционером. Члены фонда имеют право выражать свое неодобрение действиями менеджеров фонда только путем смены фонда, хотя это, как и в предыдущем случае, сопряжено с финансовыми потерями. Данный тип фонда является в большей степени прозрачным, нежели предыдущий тип, так как средства фонда ни с чем не “смешиваются”. Качество управления активами фонда зависит в первую очередь от качества общего законодательства, регулирующего деятельность акционерных обществ.
3. **Трасты/взаимные фонды.** Как правило, данный тип относится к профессиональным пенсионным схемам. Фонды могут обладать достаточно большими активами за счет объединения нескольких компаний или профсоюзов. Название непосредственно отражает структуру построения системы. Фонд имеет собственный совет управляющих, который хотя непосредственно занимается руководством, однако не всегда разрабатывает и реализует инвестиционную политику фонда. Этим достигается минимизация риска действия политических факторов на принятие инвестиционных решений. Однако в фондах данного типа может возникать конфликт интересов между советом управляющих (обычно представителей организаций, учредивших фонд) и инвестиционных менеджеров. В последнем случае управление фондом может осуществляться одним из вышеописанных способов (наиболее часто, через банк, инвестиционную компанию или другой взаимный фонд). Регулирование деятельности пенсионных фондов данной категории идет через регламентирование отношений между партнерами-учредителями, введение определенных стандартов и снижение возможности конфликта интересов сторон. Основной предпосылкой для развития подобных схем и их эффективности являются стандарты прозрачности компаний и создание условий для конкуренции на рынке капитала.

Принципы регулирования структуры инвестиционного портфеля

Целью управления активами пенсионного фонда в рамках накопительной системы является создание портфеля, обеспечивающего максимальный доход при заданном уровне риска (хотя, как уже было упомянуто, на практике эта цель не является единственной). При прочих равных, наилучшие соотношения доходности и риска достигаются пенсионными

фондами со значительным объемом активов за счет диверсификации вложений, которая позволяет снизить влияние всех описанных рисков. Две основные позиции направления инвестирования средств государственного фонда – это:

1. **Инвестиции в нерыночные инструменты и целевое финансирование инвестиционных проектов.**
2. **Инвестиционный портфель, включающий рыночные ценные бумаги.**

В таблице 2 собраны страны, находящиеся в различных частях земного шара. Финансовые активы сгруппированы в четыре большие группы. Из таблицы видно, что для большинства фондов значительную часть инвестиционного портфеля составляют правительственные облигации и банковские депозиты. Среднее значение для данной категории составило 75%.

Вторая по размеру группа активов включает ссуды (в том числе, ипотечные кредиты). Третья группа активов – это объекты недвижимости, приносящие прибыль (гостиницы, офисные помещения, сдаваемые в аренду, земля и пр.). Вложения в данный класс активов являются в наибольшей степени долгосрочными финансовыми вложениями и обладают наименьшей ликвидностью. Вложения в акции являются наименее популярными, что отражает прежде всего жесткость регулирования инвестиций государственных пенсионных фондов.

Инвестиции в нерыночные инструменты

Инвестирование в нерыночные инструменты наиболее часто доминирует в развивающихся странах и странах с переходной экономикой. Однако целевые инвестиции (economically targeted investments – ETI) – инвестиции в социально значимые государственные проекты или нерыночные ценные бумаги, выпускаемые под такие проекты, – включаются в портфель государственных пенсионных фондов и во многих развитых странах. В качестве примера, хотя и не очень эффективного, можно привести Японию, где целевые проекты составляют значительную часть всех инвестиций государственного фонда.

С инвестициями в государственные инвестиционные проекты связано как минимум две серьезные проблемы. Во-первых, при принятии инвестиционных решений существенное влияние оказывают политические факторы. Это негативно отражается на эффективности управления, так как зачастую искажаются цели, стоящие перед менеджерами государственного пенсионного фонда. Во-вторых, государственные проекты, связанные со

Таблица 2. Сравнительная характеристика структуры инвестиционного портфеля в различных странах.

	Год	Долговые инструменты		Реальные активы	
		Правительственные долговые бумаги/Депозиты	Ссуды/Закладные/Облигации под залог недвижимости	Акции	Недвижимость/Другие активы
Канада	1991	100	0	0	0
Египт	1995	100	0	0	0
Пакистан	1981	100	0	0	0
ШриЛанка	1997	100	0	0	0
Швейцария	1997	100	0	0	0
США	1997	100	0	0	0
Йемен	1996	100	0	0	0
Колумбия	1982	100	0	0	0
Индия	1995	100	0	0	0
Венесуэла	1981	100	0	0	0
Нигерия	1980	96	3	1	0
Сенегал	1980	93	6	1	0
Ямайка	1987	91	9	0	0
Танзания	1996	90	0	0	10
Ю.Корея	1997	89	3	3	6
Руанда	1980	82	4	5	8
Эфиопия	1996	80	0	0	20
Коста Рика	1987	79	15	0	6
Бурунди	1981	78	9	6	8
Перу	1988	76	7	0	17
Кения	1994	73	0	11	16
Уганда	1994	68	8	1	23
Япония	1995	63	17	19	0
Малайзия	1996	63	21	15	1
Марокко	1994	58	32	7	3
Камерун	1989	57	40	2	1
Маврикий	1996	56	0	2	42
Иордания	1995	52	25	17	6
Филиппины	1995	44	38	10	8
Тунис	1990	43	30	0	27
Швеция	1996	42	40	0	18
Судан	1982	26	58	0	16
Эквадор	1986	10	83	3	3
Среднее значение		75	14	3	8

Источник: Iglesias, Palacios (2000)

строительством объектов инфраструктуры в большинстве своем оказываются низкодоходными². Негативным моментом является также тот факт, что очень часто под ЕТИ попадают кредиты государственным предприятиям для покрытия их финансовых потерь. Как правило, подобные инвестиции оказываются затем в разделе “проблемных” кредитов и впоследствии списываются в убытки.

В последнее время все более широкое распространение получают инвестиции в объекты

² Исключение здесь могут составить только коммерческое строительство, которое, однако, является немногочисленным.

недвижимости и выдача ипотечных кредитов. Данные операции предполагают долгосрочное кредитование, что позволяет снизить риски портфеля пенсионного фонда, который состоит из средств, привлекаемых на длительное время.

Инвестиции в сектор жилья могут принимать различную форму. Одной из возможных стратегий может быть государственная директива, обязывающая управляющих фонда покупать закладные (бумаги, выпускаемые под залог недвижимости) на вторичном рынке в первую очередь для того чтобы сформировать данный рынок и повысить привлекательность этого финансового инструмента среди участников рынка капитала. Одним из наиболее показательных примеров в этой сфере является Швеция, где резервы государственного пенсионного фонда были использованы для развития первичного рынка жилья и развитие вторичного рынка ипотечных инструментов в 60-70-е годы XX столетия. Несмотря на сильное сопротивление со стороны управляющих менеджеров фонда, правительство обязало часть средств направлять на покупку долговых бумаг, выпускаемых под залог недвижимости. Это привело к снижению ожидаемой доходности портфеля, однако за десятилетие позволило сформировать достаточно эффективный долговой рынок жилья³.

Кроме того, пенсионные фонды могут сами выдавать ипотечные кредиты (кредиты на строительство или приобретение жилья)⁴. Похожий опыт был реализован в Иордании, где часть средств фонда шла на выдачу ипотечных кредитов под низкий процент для семей с заработком ниже среднего.

В ряде стран (например, в Нигерии), приоритет был отдан коммерческому строительству и строительству жилья для богатых граждан. Данные инвестиции имеют несколько большую норму доходности, хотя и не являются массовыми. В некоторых странах (в частности, Танзания, Замбия и пр.) фонд сам занимается строительством жилья, которое в последствии продается или сдается в аренду.

Еще одним направлением нерыночных инвестиций средств являются венчурные инвестиции. Государственным пенсионным фондам инвестиции в венчурные фонды обычно не разрешаются, так как эти вложения средств трактуются как высокорисковые. Кроме того, в этом случае часто нарушаются требования концентрации капитала, которые будут описаны

³ В данном случае конфликта интересов между государством и клиентами фонда не было, так как 60-70-е годы в Швеции государственный фонд являлся распределительным.

⁴ В процессе развития ипотечного кредитования фонд может перейти от предоставления кредитов к покупке облигаций, выпускаемых ипотечными агентствами. Это позволяет снизить операционные издержки.

далее.

Инвестиции в рыночные активы и регулирование структуры инвестиционного портфеля

Пенсионные фонды, особенно в развивающихся странах, находятся под жестким контролем со стороны государства, который проявляется в определенных ограничениях на вложение средств. Причем, на начальном этапе регулирование ликвидности, а также инвестиционного горизонта отходит на второй план. Наиболее часто используемой характеристикой рыночных инструментов является связанный с ними риск⁵. По степени риска можно выделить три основные категории бумаг:

1. Условно-безрисковые активы – банковские депозиты, федеральные государственные облигации и также долговые обязательства государственных компаний, по которым федеральное правительство выступает гарантом⁶.
2. Рисковые – ликвидные корпоративные, субфедеральные и муниципальные облигации, имеющие рейтинг.
3. Высокорисковые – акции и корпоративные долговые обязательства, в том числе не включенные в биржевой листинг, производные инструменты и пр.

Практически во всех государственных пенсионных системах правительство обязывает фонды вкладывать значительную часть средств в государственные долговые инструменты и на депозитные банковские счета. В ряде стран это единственное направление вложения средств (см. таблицу 2). К рыночным активам здесь относятся также государственные долговые бумаги, которые не имеют вторичного рынка и биржевых котировок (в частности, бумаги могут выпускаться специально для пенсионного фонда), а также депозитные счета (которые, как правило, открываются в государственных банках). Хотя депозиты в общем случае являются нерыночным активом (кроме случаев выпуска депозитных сертификатов), при регулировании структуры инвестиционного портфеля они как правило объединяются в один класс с государственными бумагами и, поэтому в данной классификации относятся к рыночным активам.

⁵ Риск-менеджмент выделяет различные категории рисков, однако в этом случае обычно используется совокупный показатель, характеризующийся вероятностью понести финансовые потери.

⁶ Термин “условно” отражает тот факт, что теоретически государственные бумаги безрисковыми считать нельзя. Одним из показателей рисковости “безрисковых” бумаг может стать кредитный рейтинг страны-эмитента.

Существует по крайней мере три причины, почему правительству выгодно занимать средства у государственного пенсионного фонда.

1. Поток средств, который зависит в первую очередь от количества клиентов пенсионного фонда, является достаточно прогнозируемым.
2. Государство имеет возможность привлекать средства фонда под довольно низкий процент.
3. Порядок учета государственных средств как правило таков, что покупка государственных бумаг государственным пенсионным фондом снижает чистый государственный долг.

Второй по значимости класс рыночных инструментов – это корпоративные бумаги, включающие преимущественно акции и корпоративные облигации. Обычно различают акции крупных эмитентов и средних и мелких эмитентов. Бумаги первой категории в большинстве случаев являются более ликвидными и имеют более низкий риск в случае, если эмитенту присвоен кредитный рейтинг. Акции средних и мелких компаний обладают меньшей ликвидностью и являются более рисковыми, поэтому по шкале риска относятся к третьей категории. Как правило в долгосрочной перспективе акции приносят больший доход по сравнению с банковскими депозитами и государственными долговыми бумагами. А накопительная пенсионная система заинтересована в первую очередь в долгосрочном инвестировании. Вместе с тем, такие вложения более рисковые, т.е., дисперсия доходности оказывается существенно выше по сравнению с банковскими депозитами и инвестициями в госбумаги.

Третий класс – это производные рыночные инструменты, используемые как для хеджирования определенных позиций с целью минимизации риска (риск обменного курса, риск процентной ставки и пр.), так и для спекулятивных операций.

В совокупности государство накладывает ограничения на тип бумаг, концентрацию собственности, эмитентов бумаг и степень риска, связанного с ними. Наиболее часто регулирующий орган задает максимальное процентное соотношение стоимости высокорисковых активов в общей стоимости активов, а также минимальную долю условно-безрисковых инструментов, что соответствует концепциям прямого или косвенного регулирования. Оставшаяся часть средств может быть инвестирована в рыночные инструменты с низким риском. Инвестирование в высокорисковые инструменты разрешается

в очень немногочисленных странах⁷. Кроме того, в отношении рыночных инструментов применяются элементы контроля, являющиеся обычной формой пруденциального надзора:

1. Ограничение сверху на концентрацию собственности (максимальная доля в процентах в акционерном капитале эмитента).
2. Ограничение доли одного финансового инструмента в инвестиционном портфеле фонда.
3. Ограничение доли бумаг одного эмитента в инвестиционном портфеле фонда.
4. Уровень риска, связанного с определенным активом (максимальный приемлемый риск может характеризоваться, в частности, рейтингом эмитента или дисперсией цены за определенный временной интервал).
5. Ограничение перечня эмитентов (например, имеющими рейтинг не ниже заданного).
6. Ограничение перечня ценных бумаг. Как правило допустимые для инвестирования ценные бумаги ограничиваются только теми, для которых оценен риск. Также перечень может быть ограничен котировальными листами торговых площадок.

Жесткость регулирования зависит от нескольких факторов. В первую очередь, это история рынка капитала. В развивающихся странах и странах, которые проводят пенсионную реформу и вводят накопительную обязательную пенсионную систему, ограничения более жесткие и инвестирование допускается в меньшее количество финансовых инструментов. Это объясняется тем, что, как правило, у менеджеров фондов отсутствует обширный опыт инвестирования средств на рынке капитала. Более того, инвестирование на финансовых рынках развивающихся стран сопряжено с существенно большими издержками, так как рынок является неэффективным с низким уровнем прозрачности и информированности участников и ограниченным количеством инструментов. Число участников рынка также невелико, что ведет к высокой изменчивости котировок и, как следствие, высокому риску потерь (если только сам фонд не в состоянии влиять на котировки, что обычно также является предметом регулирования).

Вторым по важности вопросом являются лимиты инвестирования в иностранные активы. Экономическая целесообразность этого возникает из-за необходимости диверсификации странового риска, который возникает, когда активы и пассивы фонда номинированы в одинаковой валюте. Распределение активов фонда среди инструментов нескольких стран может существенно уменьшить изменчивость доходности совокупного инвестиционного портфеля. В частности, уровень корреляции доходности рыночного портфеля в США и

⁷ При этом для этого обычно создается отдельная управляющая компания.

совокупного рыночного портфеля рынков развивающихся стран составляет около 40%. Невысокий уровень корреляции наблюдается также с рынками азиатских стран, в первую очередь – Японии. Индексы же акций крупнейших мировых рынков акций (США, Германия, Великобритания, Франция), наоборот, коррелируют очень сильно (корреляция превышает 70% и в отдельные месяцы достигает 99%). В этой связи имеет смысл выделить два класса иностранных финансовых инструментов: инструменты эмитентов развитых и развивающихся стран.

Необходимость инвестирования в иностранные активы возникает также в случае отсутствия возможности эффективного вложения средств внутри страны. Такая ситуация может сложиться, если пенсионный фонд достаточно большой, внутренний рынок капитала является неразвитым и государство имеет ограниченные возможности по его регулированию. В этом случае пенсионный фонд может стать средством манипулирования рынком.

Несмотря на это замечание, фонды, наиболее активно инвестирующие за границу, находятся преимущественно в Западной Европе (Великобритания, Бельгия и Ирландия). Для них доля иностранных активов иногда поднимается выше 30%. В Австралии в иностранных инструментах находится около 15% всех активов государственного фонда. В остальных странах данный показатель существенно ниже. Среди стран, включенных в таблицу 2, только 4 страны инвестировали средства за рубеж. Это Япония (<1%), Швеция (~2%), Маврикий (~5%) и Филиппины (~7,5%).

Существует много объяснений подобной тенденции, не касающихся правительственных ограничений. В частности, европейские рынки тесно связаны между собой, и инвестирование в бумаги соседних стран и США не сопряжено с высокими транзакционными издержками. Кроме того, рынки имеют примерно одинаковый уровень риска для одинаковых инструментов, что делает необязательным жесткий контроль со стороны государства.

В меньшей степени данное объяснение справедливо для США. Американский рынок предлагает достаточное количество инструментов для инвестирования. Из-за высокой корреляции европейских рынков с американскими инвестирование в европейские бумаги менее привлекательно, так как сопряжено с незначительно большими издержками. Инвестиции же в активы развивающихся стран и стран Тихоокеанского региона более рискованные. Для остальных стран, в числе которых все государства, реформирующие пенсионную систему, доля в портфеле иностранных ценных бумаг незначительна, хотя лимиты во многих случаях позволяют увеличить объем, т.е., практически во всех странах, где государственному фонду разрешается инвестировать в иностранные активы, верхняя

планка, как правило, не реализуется. Во многом это обусловлено высокими издержками по переводу инвестиционного капитала государственного фонда за рубеж, связанными с сильным политическим сопротивлением. В развивающихся экономиках ограничения на инвестиции в иностранные активы на фоне благоприятных прогнозов экономического развития могут способствовать развитию внутреннего рынка капитала. Напомним, что накопительные счета граждан имеют очевидное сходство со сберегательными счетами. Государство же заинтересовано, чтобы сбережения населения инвестировались в экономику своей страны.

Кроме того, низкий уровень корреляции между финансовыми инструментами различных стран в обычное время может существенно вырасти в случае проявления кризисных ситуаций. В качестве показательного примера можно привести пример американского хеджевого фонда Long-Term Capital Management, который осенью 1998 года потерпел крах, несмотря на образцовую профессиональность управляющих. Некоррелированные до этого позиции фонда неожиданно стали высоко коррелированными. Т.е., с помощью диверсификации портфеля с использованием активов различных стран удастся хеджировать риски только в спокойное время, когда эти риски невелики.

Также, инвестирование средств за рубеж ведет к увеличению риска обменного курса. Хотя существует возможность страховать от нежелательных изменений курса национальной валюты, подобные стратегии достаточно дороги и на фоне невысокой профессиональности менеджеров сами сопряжены с повышенными внутренними рисками⁸.

Отдельно рассматриваются вопросы включения в портфель государственных пенсионных фондов производных инструментов, а также ценных бумаг, приобретенных за счет кредита. Хотя, как уже было упомянуто, государственным пенсионным фондам подобные инвестиции, как правило, не разрешаются.

Кроме регулирования структуры инвестиционного портфеля государство, как правило, устанавливает реальную или номинальную, абсолютную или относительную минимальную целевую доходность портфеля. В качестве относительного уровня может использоваться доходность “рыночного” портфеля⁹ или средняя доходность портфелей всех пенсионных фондов. В Колумбии, в качестве минимальной используется трехлетняя скользящая средняя доходности пенсионной отрасли в стране и доходности рыночного портфеля, взятых с равными весами. Плавающие целевые показатели оказываются на практике более

⁸ Сюда входит, в частности, риск принятия менеджерами неверного решения.

⁹ Под рыночным портфелем понимается заранее определенный и не меняющийся во времени набор рыночных активов.

эффективными, нежели установление жесткого уровня минимальной доходности, так как позволяют строить на своей базе эффективные мотивационные схемы для управляющих менеджеров фонда.

Иногда оговаривается и фиксированный, и плавающий уровни. В качестве примеров также можно привести страны Латинской Америки. Так, в Аргентине минимальный установленный уровень доходности портфеля пенсионного фонда равен 30% среднего показателя отрасли, но не менее 2,0% в номинальном выражении. Для обеспечения эффективного управления управляющая компания обязана иметь аналогичный инвестиционный портфель, который формируется из собственных средств компании. В случае, если доходность оказывается ниже целевой, разница компенсируется из этого резерва. В Уругвае государство гарантирует реальную доходность активов государственного пенсионного фонда в размере 2,0%. Для НПФ также создается стабилизационный фонд, который покрывает разницу, если разница доходности портфеля фонда и среднего по отрасли значения превышает 2,0%. В обеих странах регулирующие органы отслеживают выполнение этого условия ежемесячно.

Устанавливая абсолютный минимальный уровень доходности инвестиционного портфеля пенсионного фонда, государство может выступать для клиентов фонда гарантом этого уровня. Так, в случае Аргентины, если имеющегося резерва недостаточно для покрытия потерь, то государство покрывает разницу из дополнительных источников. В Перу также существует абсолютный минимальный уровень доходности портфеля, однако государство его не гарантирует, а в случае финансовых потерь принимается решение о смене управляющей компании.

Обычно ограничения на структуру инвестиционного портфеля ослабляются в процессе увеличения размера фонда, развития пенсионной системы, совершенствования фондового рынка и структуры рынка капитала. В странах с устоявшимися рынками капитала и культурой принятия инвестиционных решений регулирующие ограничения дают большую свободу менеджерам пенсионных фондов. Динамика ослабления ограничений на инвестиционный портфель в Чили приведена в таблице 3¹⁰.

В развитых странах, где финансовые рынки являются хорошо организованными и существуют комплексные органы надзора, жесткие лимиты на инвестиции не нужны. В итоге государство сохраняет только базовые пруденциальные ограничения. Вместо установки регулирующих рамок и жесткого регламентирования деятельности формируются

¹⁰ Данные в таблице относятся к НПФ и приведены в качестве иллюстрации

достаточно общие и понятные принципы и неписанные правила, которые и прописываются в законах. В частности, в США и других развитых странах ОЭСР (Великобритания, Австрия, Испания, Нидерланды, Ирландия, Австралия, Новая Зеландия и пр.) закон требует, чтобы “менеджер действовал как разумный и предусмотрительный профессионал, разбирающийся в финансовых вопросах, обладающий соответствующим опытом и имеющий соответствующее образование”. Поведение экономических агентов в подобных случаях контролируется самоуправляемыми ассоциациями. Развитие неформальных правил позволяет одновременно со снятием ограничений, ослаблять также требования к доходности активов фонда, а также (в случае с частными фондами) отменять государственные гарантии.

Сравнение доходности портфеля для различных стран показывает, что реальная доходность заметно выше там, где доля акций в инвестиционном портфеле выше¹¹. Таким образом, абстрагируясь от структуры финансовых рынков и правительственных гарантий величины пенсии в сравниваемых странах, большие ограничения сопряжены с большей величиной упущенной выгоды и имеют большую социальную стоимость так как снижают будущую величину пенсий, обеспечиваемых фондом. Вместе с тем, как показывает анализ, подавляющее большинство фондов не выбирает установленной квоты, и реальная доля акций в портфелях оказывается ниже разрешенной.

¹¹ Сравнительный анализ проводился без разделения государственных и частных фондов.

Таблица 3. Динамика ослабления ограничений на инвестиционный портфель пенсионных фондов в Чили, 1981–1988, % общей стоимости активов.

	1981	1982	1985	1990	1992	1995	1996	1997	1998
Государственные долговые бумаги	100	100	50	45	45	50	50	50	50
Корпоративные облигации	60	60	40	40	40	40	45	45	45
в том числе конвертируемые			10	10	10	10	10	10	10
Бумаги, обеспеченные недвижимостью	70	40	40	50	50	50	50	50	50
Аккредитивы	70	40	40	50	50	50	50	50	50
Срочные депозиты	70	40	40	50	50	50	50	50	50
Акции			30	30	30	37	37	37	37
Паи взаимных фондов				10	10	10	5	5	5
Паи риэлтерских фондов				10	10	10	10	10	10
Паи венчурных фондов							5	5	5
Паи кредитных фондов							5	5	5
Иностранные инвестиции					3	9	9	12	12
В том числе									
Постоянным процентным доходом						9	9	12	12
Переменным процентным доходом						4.5	4.5	6	6
Хеджевые инструменты						9	9	9	12

Источник: Srinivas, Whitehouse, Yermo (2000)

С другой стороны, практика стран, поспешивших ослабить ограничения доступа государственных фондов на рынок капитала, показывает, что в этом случае средства начинают использоваться неэффективно, и государственные институты начинают все больше проигрывать частным фондам. Особенно сильно данный эффект заметен в странах со слабыми политическими институтами. В условиях неразвитости законодательства в отношении прав акционеров и финансовой инфраструктуры расширение влияния государственного пенсионного фонда на рынок акций и другие сегменты финансового рынка может сопровождаться попытками государства управлять этими рынками. В частности, ослабление ограничения на концентрацию капитала в активах одного эмитента в случае государственного фонда имеет по крайней мере два момента, на которые следует обратить внимание.

1. Возможность приобретения значительной доли обязательств частной компании может стать механизмом национализации данной компании или даже целой отрасли, и использоваться, таким образом, в политических целях для оказания давления на бизнес.
2. У правительства может возникнуть желание использовать пенсионные средства для поддержки всего финансового рынка или отдельных эмитентов, что также делает рынок капитала очень зависимым от политических деятелей и, как следствие, ведет к снижению его эффективности.

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ДОХОДНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПОРТФЕЛЕЙ

В РАЗЛИЧНЫХ СТРАНАХ

В таблице 4 приведены показатели доходности портфелей государственных пенсионных фондов в 22 странах, а также доходность банковских депозитов за тот же период. В качестве показателя доходности использовалась годовая доходность, пересчитанная исходя из накопленной доходности за указанный период по формуле сложных процентов. В таблицу включались страны, для которых удалось получить данные по как минимум восьми лет. Всего было использовано 325 наблюдений.

Таблица показывает, что меньше половины фондов (10 из 22) по итогам отчетного периода показали положительные реальные результаты. Причем, зафиксированные доходности оказались невысокими. Только две страны показали результат выше 3% годовых. Это Ю.Корея (DB фонд с элементами накопительной системы) и Малайзия (“осторожный фонд”). Среднее значение по этим 10 странам составило 2,21% годовых. Кроме того, невысокими также оказались показатели доходности на единицу риска (SR). Использование SR в качестве сравнительной характеристики в данном случае удобно, так как в этом случае учитывается не только доходность, но и волатильность доходности портфеля (риск). Другим способом является измерение доходности на единицу риска, в качестве которого берется волатильность базового рыночного индикатора. Им может быть фондовый индекс, доходность условно-безрисковых долговых бумаг, “рыночного” портфеля¹² и пр. Вместе с тем, методика измерения изменчивости доходности портфеля как правило одинакова для различных стран, в то время как для других рыночных индикаторов могут использоваться различные процедуры, что вносит искажения при их сравнении.

Анализ данных таблицы также показывает, что только в 8 странах доходность государственных пенсионных фондов оказалась выше доходности банковских депозитов, причем эта разница в среднем также незначительна. Среднее значение по всем странам, представленным в выборке, составило -2,0%. Средняя по странам, показавшим положительную разницу, - +1,1%, в то время как для отрицательных значений - -4,1%.

Рисунок 1 отображает соотношение доходности портфеля и связанного с ним и риска. Сплошной линией обозначения линия тренда, угловой коэффициент которой отрицателен и

¹² В простейшем случае это составная величина, где в равных пропорциях входит доходность

Таблица 4. Показатели инвестиционного портфеля государственных пенсионных фондов и банковских депозитов.

Страна	Отчетный период	Реальная доходность *	Стандартное отклонение за отчетный период, %	Отношение Шарпа (Sharpe ratio – SR)**	Реальная доходность банковских депозитов *	Стандартное отклонение за отчетный период, %
Ю.Корея	1988-97	5,40%	1,40%	3,83	2,90%	1,20%
Малайзия	1958-96	3,20%	3,10%	1,05	3,00%	2,80%
Марокко	1985-96	2,30%	2,70%	0,85	2,50%	2,10%
Швеция	1961-95	2,10%	3,40%	0,6	0,90%	2,50%
США	1955-96	2,00%	3,40%	0,58	1,70%	2,40%
Канада	1971-89	1,80%	3,80%	0,48	2,60%	2,50%
Индия	1977-97	1,60%	2,70%	0,57	1,30%	3,30%
Сингапур	1961-95	1,50%	4,20%	0,36	1,10%	3,60%
Япония	1970-94	1,40%	5,00%	0,27	-1,60%	4,30%
Филиппины	1978-91	0,80%	11,70%	0,07	-0,40%	7,10%
Шри Ланка	1960-97	-0,30%	4,50%	-0,08	2,80%	5,10%
Кения	1978-90	-3,90%	5,10%	-0,76	-1,30%	5,00%
Ямайка	1979-86	-4,50%	7,50%	-0,6	-4,30%	7,50%
Гватемала	1985-95	-4,90%	10,40%	-0,47	-1,90%	5,20%
Коста Рика	1980-96	-5,00%	15,50%	-0,32	-2,30%	11,70%
Египт	1981-95	-9,10%	4,90%	-1,85	-3,70%	3,50%
Эквадор	1980-87	-9,30%	8,80%	-1,06	-5,60%	6,70%
Танзания	1986-96	-11,20%	5,20%	-2,14	н.д.	н.д.
Венесуэла	1979-89	-15,30%	21,00%	-0,73	-8,60%	13,10%
Замбия	1980-91	-28,50%	18,70%	-1,52	-18,40%	15,40%
Уганда	1986-94	-33,10%	25,60%	-1,29	-22,70%	27,30%
Перу	1981-87	-44,00%	25,70%	-1,71	н.д.	н.д.
Среднее***		-6,70%	8,80%		-2,60%	6,20%

* Накопленное значение, % годовых
** Отношение доходности к среднеквадратичному отклонению. Является показателем доходности на единицу риска.
*** Простое (невзвешенное)

Источник: Iglesias, Palacios (2000)

равен $-0,517$. Это противоречит экономической интуиции, говорящей в пользу того, что более высокому риску должна соответствовать более высокая доходность.

Исследования для стран, приведенных в таблице 4, также показывают, что доходность государственных пенсионных фондов, управляемых управляющими компаниями в среднем на 4,3% выше по сравнению с централизованными государственными фондами. Для стран с сильными политическими институтами эта разница уменьшается, в то время как в случае слабых государств – растет.

На основе полученных результатов, можно сделать вывод, что вложение средств населения в государственный накопительный пенсионный фонд является в среднем менее привлекательным, нежели на депозитные счета коммерческих банков. Полученная зависимость может быть объяснена низкой эффективностью использования капитала фондов, обусловленной сильным влиянием политических факторов, рассмотренных в

фондового индекса и индекса рынка долговых инструментов.

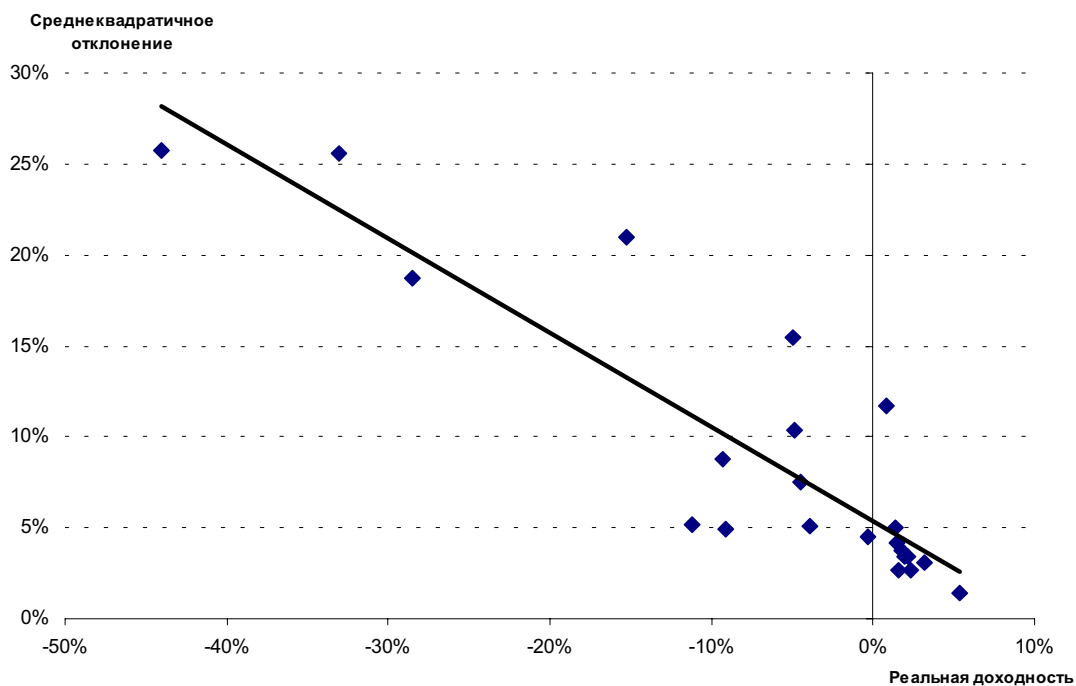


Рисунок 1. Соотношение доходности и риска инвестиционных портфелей государственных пенсионных фондов.

предыдущих разделах, на процесс принятия инвестиционных решений, а также высокой нестабильностью экономической ситуации в странах, рассмотренных в выборке.

Доступные данные позволили принять в рассмотрение государственные фонды только 22 стран. Вместе с тем, очевидно, что данная выборка не является репрезентативной, так содержит преимущественно страны Латинской Америки и Африки, где рынки капитала находятся на начальной или промежуточной стадии своего развития, и где государственное управление очень слабое. Кроме того, под вопросом является возможность сравнения показателей из-за различной методологии их измерения.

Следует также заметить, что данные по доходности инвестиционных портфелей, приведенные в таблице, можно сравнивать лишь с достаточной степенью условности. Это объясняется различиями в порядке учета активов (в частности, по бухгалтерской стоимости или рыночной). Кроме того, данные которые брались из официальных источников с высокой степенью вероятности могут оказаться завышенными. В ряде стран доходность не публикуется вообще, и результат был получен с помощью косвенных расчетов, что могло повлечь значительные погрешности. В случае большой доли в портфеле нерыночных государственных долговых бумаг, отображаемая доходность может оказаться сильно искаженной. Подобное утверждение верно также в случае большой доли целевых инвестиций в государственные проекты социальной сферы. Часть средств в данной категории может являться скрытыми субсидиями государственных проектов. По этой

причине данные средняя доходность финансовых операций неизвестна и может быть лишь косвенно оценена. Кроме того, долгосрочные нерыночные финансовые вложения обладают низкой ликвидностью, что также ведет к трудностям при попытке определить доходность подобных инвестиций.

Таким образом, целесообразно предположить, что результаты работы государственного фонда в значительной степени коррелируют с уровнем прозрачности государственных финансов. Указанные выше причины также объясняют значительную долю разницы доходности портфелей государственных пенсионных фондов по сравнению с частными фондами, где степень участия государства значительно ниже.

СРАВНЕНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ И НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ¹³

Описанные выше причины объясняют также то, что в большинстве случаев доходность инвестиционных портфелей оказывается ниже в сравнении с НПФ той же страны. Причем эта разница тем выше, чем слабее рынок капитала.

Вместе с тем, в случае стран с развитыми финансовыми рынками в игру вступают уже другие факторы. Исследования результатов работы фондов в США в 1994-97 годах показали, что хотя доходность государственных фондов оказывается несколько ниже по сравнению с корпоративными фондами¹⁴, риски, связанные с инвестиционным портфелем также оказались заметно ниже. Одновременно, по сравнению с целевыми значениями доходности государственные фонды во многих случаях показывали лучшие результаты, нежели НПФ. Кроме того, показатель внутренних затрат на единицу активов для государственных фондов оказался ниже. Анализ выявил, что значимыми факторами в отличии доходности инвестиционных портфелей американских пенсионных фондов оказались:

1. Размер пенсионного фонда. В стране с развитым рынком капитала существует экономия от масштаба за счет снижения операционных издержек. Кроме того, большим фондам легче привлекать профессионалов за счет более привлекательного компенсационного пакета.

¹³ По работе Ambachtsheer, Halim, Scheibelhut (1999).

¹⁴ В США под “государственными” (public funds) понимаются фонды, обслуживающие государственных служащих. Добровольные фонды, а также корпоративные пенсионные фонды объединены в категорию “негосударственных” (private funds).

2. Доля “пассивных” активов, т.е. активов, которые покупаются на долгосрочную перспективу. Примером может служить покупка государственных облигаций с намерением держать их до погашения. Исследования показали, что эффективный выбор инструментов на первом этапе и последующие маргинальные корректировки оказываются более выигрышной стратегией, нежели краткосрочные вложения с частыми изменениями позиции.
3. Организационная структура фонда. Практика показывает, что организации с сильной вертикальной структурой, четким разделением и эффективным взаимодействием организационных центров, развитой системой делегирования полномочий добивается большего успеха на рынке, который близок к эффективному.

Одновременно, переменная, отвечающая за принадлежность фонда к государственным или негосударственным, оказывается незначимой.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Как показывает мировая практика, государство накладывает на структуру государственных пенсионных фондов и их инвестиции жесткие ограничения с целью в максимальной степени снизить риск инвестиционного портфеля. Основным фактором, негативно влияющим на структуру инвестиций государственных пенсионных фондов являются неверно поставленные перед фондом цели. Это во многом является причиной того, что результаты работы централизованных государственных пенсионных фондов оказываются в большинстве случаев хуже в сравнении с децентрализованными фондами, в также НПФ, где степень государственного регулирования проявляется в меньшей степени.

В частности, капитал государственного пенсионного фонда может заимствоваться непосредственно правительством через выпуск нерыночных долговых обязательств с низкой доходностью или направляется на финансирование конкретных проектов, указываемых государством. Доходность же подобных целевых проектов иногда оказывается существенным образом ниже ставки банковских депозитов коммерческих банков, и, таким образом, стратегия максимизации ожидаемого дохода клиентов как основная цель работы фонда искажается.

Если фонд достаточно большой, то создается возможность использования его средств для покрытия возможного бюджетного дефицита. Это, в свою очередь, стимулирует увеличение правительственных расходов и может привести к образованию

институциональной ловушки, когда любые меры, направленные на реорганизацию системы и рост эффективности управления ресурсами будут вызывать повышенное сопротивление власти.

Одним из возможных решений проблемы является повышение децентрализации управления и привлечение экспертов на контрактной основе для управления средствами фонда. Если государство обеспечит работу механизма конкуренции за право управления капиталом, то такой подход приведет к росту эффективности управления. Однако, в этом случае, наравне с ограничениями на состав инвестиционного портфеля, придется также разработать форму отношения между государством и частной (или государственной с рыночными принципами) управляющей компанией.

Внимание следует обратить не только на структуру государственного пенсионного фонда, но и регулирование структуры инвестиций. Капитал фонда составляют преимущественно долгосрочные сбережения граждан. Как следствие, распределение средств должно производиться преимущественно в долгосрочные инвестиционные проекты и финансовые инструменты, приносящие большую доходность за счет меньшей ликвидности капитала.

Как показывают расчеты для ряда развивающихся стран, вложение средств населения в государственный накопительный пенсионный фонд является, в среднем, менее привлекательным, нежели на депозитные счета коммерческих банков. Кроме того, в последнее время номинальная доходность депозитов и государственных облигаций оказывается ниже уровня инфляции. Если государство при этом не будет выступать гарантом размер будущих пенсионных выплат, то такая ситуация может привести к попыткам ухода населения от такой накопительной пенсионной системы, так как в этом случае пенсионные отчисления будут трактоваться как налог, нежели как сбережения. Поэтому следует рассмотреть возможность инвестирования капитала в корпоративные инструменты с приемлемым уровнем риска.

В процессе реформирования структуры управления средствами пенсионного фонда следует обратить внимание на то, чтобы доля неэффективных вложений снижалась. В частности, кредиты убыточным государственным предприятиям не трансформировались в “рыночную” форму, т.е., в покупку малоликвидных долговых инструментов (облигаций и векселей).

Более пристального рассмотрения заслуживает также вопрос инвестирования в нерыночные инструменты. Невысокая доходность прямых (ЕП) или косвенных (ипотечные кредиты) вложений на рынке недвижимости влечет логичную необходимость снижения доли

подобных инвестиций в портфеле государственного накопительного пенсионного фонда. Однако, с другой стороны, целенаправленное снижение ожидаемой доходности инвестиционного портфеля фонда может быть компенсировано ростом нового сегмента финансового рынка. Различные цели могут повлечь конфликт интересов между государством, которое теоретически должно преследовать цели увеличения социального благосостояния, и клиентами фонда, которых в первую очередь волнует увеличение собственного благосостояния. Поэтому решение о направлении части средств на рынок жилья должно приниматься осторожно. Наиболее целесообразно использовать для этого положительное сальдо распределительной части фонда. Таким образом, задачи по формированию структуры инвестиционного портфеля требуют более подробного рассмотрения возможностей по совершенствованию долгосрочных сегментов финансового рынка. В первую очередь это относится к ипотеке.

Указанные замечания верны по отношению к венчурным инвестициям. Включение долевых инвестиций в допустимые источники вложения средств на данном этапе развития экономики России инвестиций может оказаться преждевременным. Вместе с тем, венчурное инвестирование капитала пенсионного фонда в компании малого и среднего бизнеса в России также заслуживают пристального дополнительного изучения.

На начальном этапе реформирования необходимости инвестирования в иностранные активы для диверсификации странового риска не возникает. Этому способствуют благоприятные прогнозы развития российской экономики. Кроме того, небольшой размер пенсионного фонда позволит удовлетворять свои инвестиционные потребности внутри страны. Однако, в дальнейшем разумно разрешить фонду инвестировать некоторую часть средств в иностранные активы, начиная с еврооблигаций других стран.

На первом этапе реформирования пенсионной отрасли кроме установки лимитов на структуру инвестиционного портфеля целесообразно устанавливать абсолютные или относительные минимальные уровни доходности инвестиционного портфеля государственного пенсионного фонда. Так как барьеры для входа новых управляющих компаний пока остаются высокими из-за отсутствия у них истории работы на финансовом рынке, то эту отрасль нельзя считать конкурентной. Все средства накопительной части фонда будут находиться под управлением одной управляющей компании, и клиенты фонда будут не вправе выбрать желаемую для себя инвестиционную стратегию. Таким образом, может появиться риск “недобросовестности управляющей компании”, и государство должно защитить клиентов фонда от этого риска. Именно поэтому необходима установка жесткого стандарта. В ином случае в случае жестко регулируемой структуры инвестиционного

портфеля фонда государство должно обеспечить населению хотя бы минимальную свободу выбора, в частности, возможность для индивида выйти из накопительного государственного фонда и инвестировать свои средства в другие накопительные схемы.

В процессе развития государственной системы и роста инвестиционной культуры населения целесообразно расширять количество инвестиционных стратегий и переходить от коллективных пенсионных счетов к индивидуальным с возможностью управления ими клиентами пенсионного фонда. Кроме того, для повышения привлекательности накопительной системы государство должно обеспечить прозрачность фонда. Так, в Швеции существуют специальные сайты в сети интернет, где имеется простая и понятная каждому гражданину информация о деятельности фонда. Каждый гражданин, задав свои исходные данные, может получить информацию о том, на какую пенсию он сможет рассчитывать при выборе той или иной инвестиционной стратегии. Т.е., гражданин может осознанно планировать выбор управляющей компании в зависимости от того, какой риск он готов принять на себя. Это ведет к сильному росту популярности государственной пенсионной системы среди населения, так как клиенты фонда чувствуют себя вовлеченными в инвестиционный процесс.

Повышение прозрачности фонда и вовлечение населения в выбор инвестиционной стратегии будут также способствовать росту конкуренции между управляющими компаниями и управляющими менеджерами внутри одной компании, предлагающими различные стратегии вложения средств, что, в свою очередь, приведет к повышению эффективности управления.

Одновременно с развитием пенсионной системы и увеличением размера активов государственного фонда следует ослаблять жесткие на первом этапе ограничения, накладываемые на структуру инвестиционного портфеля. При этом о состоянии дел можно судить, обращая внимание на

1. количество пенсионных схем с добровольным участием и размеры подобных фондов, что говорит о заинтересованности населения в подобных схемах,
2. количество пенсионных фондов, присутствующих на рынке, и широта предлагаемых ими услуг, что обуславливает свободу выбора,
3. рост профессиональности менеджеров фонда, что может проявляться в эффективности управления счетами, и оперативность принятия решений, работа с несколькими инвестиционными стратегиями, величина издержек переключения с одной стратегии на другую для участников фонда,

4. низкие барьеры для входа новых фондов,
5. доступность инвестирования в иностранные активы и связанные с этим издержки.

Ослабление ограничений должно происходить последовательно в процессе развития неформальных правил и инвестиционной культуры как менеджеров, так и населения для того, чтобы исключить возможность влияния государства на фондовый рынок через государственный фонд. В условиях неразвитости законодательства в отношении прав акционеров и финансовой инфраструктуры расширение влияния государственного пенсионного фонда на рынок акций и другие сегменты финансового рынка может иметь негативные последствия. Однако, в конечном итоге, регулирование деятельности пенсионных фондов должно осуществляться через регламентирование отношений между государством и управляющими компаниями, введение определенных стандартов, направленных на рост эффективности управления и снижение возможности конфликта интересов сторон. Опыт развитых стран показывает, что такие методы оказываются в итоге более действенными, нежели контроль над структурой инвестиционного портфеля и результатами работы.

Таким образом, можно выделить три основных направления преобразований государственного пенсионного фонда в России:

1. Формирование организационной структуры пенсионного фонда и отношений государства с управляющими менеджерами.
2. Формирование структуры инвестиционного портфеля.
3. Формирование позитивного отношения населения к реформам.

Развитие механизма управления средствами государственного пенсионного фонда и рост эффективности такого управления не только положительно отразится на благосостоянии клиентов фонда, но и окажет общее положительное влияние на экономику страны. Рост величины активов государственного пенсионного фонда и его относительной значимости как инвестора на рынке капитала вызовет увеличение размера и повышение активности фондового рынка, многие сектора которого в настоящее время являются абсолютно неликвидными. Растущие потребности пенсионных фондов могут дать толчок для появления и развития новых секторов рынка¹⁵. Пенсионный фонд может также стать катализатором

¹⁵ Например, в США основную заслугу в развитии рынка хеджирующих инструментов и производных рыночных инструментов приписывают возросшим потребностям пенсионных фондов контролировать свои риски.

развития эффективных торговых систем, введению современных стандартов бухучета и повышению прозрачности финансовой информации.

ЛИТЕРАТУРА

[1] Palacios,R., Pallares-Miralles,M. (2000). “*International Patterns of Pension Provision*”, Human Development Network, Social Protection Working Paper Series, World Bank, Washington D.C.

[2] World Economic Outlook, April 2002, IMF

[3] Iglesias,A., Palacios,R. (2000), “*Managing public pension reserves: Evidence from the international experience*”, Pension Reform Primer Series, Social Protection Discussion Paper №0003, World Bank.

[4] Srinivas, P.S., Whitehouse, E.,Yermo, Y. (2000), “*Regulating private pension fund structure, performance and investments: cross country evidence*”, Pension Reform Primer Series, Social Protection Discussion Paper, World Bank.

[5] Usuki M. (2002), “The New Investment Management Scheme for Japan’s Public Pension Fund”, *NLI Research Institute*, Paper № 163.

[6] Reisen, H. (1997), “*Liberalizing Foreign Investments by Pension Funds: Positive and Normative Aspects*”, Research Programme on Macroeconomic Interdependence and Capital Flow, OECD, Working Paper № 120.

[7] Mitchell, O.S., Ping Lung Hsin (1994), “*Public Pension Governance and Performance*”, NBER Working Paper Series, Working Paper № 4632.

[8] Ambachtsheer, K. Halim,S., Scheibelhut.T. (1999), “Do Public Pension Funds Underperform Corporate Pension Funds? ”. <http://www.calpers.ca.gov/whatshap/hottopic/cem%2Dstudy.htm>

[9] Ambachtsheer,K., Capelle,R., Scheibelhut,T. (1998). “Improving Pension Fund Performance”. *Financial Analysts Journal*, vol.54 (6), 15-21.

[10] Материалы конференции Public Pension Fund Management, World Bank http://www1.worldbank.org/finance/html/presentations_ppfm.html

[11] <http://www.pensionline.ru/>