Сетченкова Любовь Александровна. Формирование инвестиционного портфеля негосударственного пенсионного фонда : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 1998 176 c. РГБ ОД, 61:99-8/971-X

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. Место и роль негосударственных пенсионных фондов в инвестиционном процессе страны

1.1. Значение инвестиций для развития экономики и роль финансовых посредников в формировании инвестиционных ресурсов

1.2. Негосударственные пенсионные фонды в системе финансовых институтов

1.3. Инвестиционная деятельность НПФ: зарубежный опыт

ГЛАВА II. Портфельное инвестирование как основа инвестиционной деятельности негосударственного пенсионного фонда

2.1. Механизм формирования инвестиционных портфелей негосударственных пенсионных фондов

2.2. Анализ возможностей эффективного портфельного инвестирования НПФ в Российской Федерации на современном этапе

2.3. Оптимизация структуры портфеля инвестиций НПФ

ГЛАВА III. Реализация инвестиционных возможностей пенсионных фондов

3.1. Организация размещения активов НПФ с целью повышения эффективности инвестиций

3.2. Влияние государственного регулирования инвестиционной деятельности НПФ на реализацию их инвестиционных возможностей

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 150

ЛИТЕРАТУРА 158

ПРИЛОЖЕНИЯ 168

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Кризисное состояние российской экономики в наибольшей степени отразилось на инвестиционной сфере. За годы экономических реформ на фоне спада производства во всех сферах экономики наблюдался процесс резкого снижения объема инвестиций. Значительное уменьшение объема капитальных вложений позволяет предположить в качестве основной причины такой ситуации недостаток средств в используемых для этой цели источниках.

В условиях резкого ограничения бюджетного финансирования основным источником капитальных вложений становятся собственные средства предприятий. Однако общее тяжелое положение в производственной сфере, усугубляющееся кризисом платежей и общей экономической и политической нестабильностью в стране, снижает возможности использования собственных средств предприятий в качестве источника финансирования инвестиций. При таких обстоятельствах необходим поиск других источников для финансирования капитальных вложений.

Мировая практика свидетельствует об успешном использовании на инвестиционные цели средств населения. Их привлечение осуществляется посредством функционирования системы негосударственных институтов, выступающих в роли финансовых посредников и коллективных инвесторов. Опыт стран с развитой рыночной экономикой показывает значительный удельный вес вложений этих институтов в общем объеме национальных инвестиций. К таким институтам, среди прочих, относятся негосударственные пенсионные фонды (НПФ), обеспечивающие своей деятельностью решение социальных задач путем дополнительного пенсионного обеспечения (ДПО) населения и выступающие крупными инвесторами институционального типа.

Реформа пенсионной системы в Российской Федерации породила развитие сферы дополнительного пенсионного обеспечения, основными субъектами которой являются негосударственные пенсионные фонды. Результаты

функционирования таких институтов в течение нескольких лет начального этапа их развития позволяют предположить, что при создании необходимых условий и соответствующем государственном регулировании активы НПФ могут стать значительным по объему источником столь необходимых российской экономике инвестиций, главным образом, долгосрочного характера.

В связи с этим определение основ портфельного инвестирования пенсионных фондов и методические разработки по этому вопросу являются весьма важными и своевременными.

Степень разработанности проблемы. Вопросы функционирования негосударственных пенсионных фондов по причине непродолжительности начального этапа развития этого нового для РФ института стали появляться в работах отечественных ученых лишь в последнее время. Данной тематике посвящены научные труды Бродского Г.М., Готовко В.В., Киевича А.В., Кузьминой Е.В., Хорошко М.А., Щелкиной И.А., публикации в периодических изданиях Афанасьева С.А., Дубровского В.Н., Четыркина Е.М., Якушева Е.Л. и некоторых других авторов. Большинство разработок по вопросам функционирования пенсионных фондов посвящено рассмотрению организационных и социальных аспектов деятельности НПФ, их роли в развитии системы дополнительного пенсионного обеспечения. Между тем комплексное исследование по вопросам портфельного инвестирования негосударственных пенсионных фондов практически отсутствует. В предлагаемой диссертации предпринята попытка восполнить этот пробел.

Целью диссертационного исследования является теоретический анализ процесса портфельного инвестирования негосударственного пенсионного фонда и разработка на его основе методического обеспечения и практических рекомендаций по вопросам инвестиционной деятельности НПФ.

Достижение этой цели предполагает решение следующих задач:

- изучить основные вопросы теории инвестиций, показать значение инвестиций для развития экономики и определить место и роль финансовых посредников в инвестиционном процессе;

- проанализировать ситуацию в инвестиционной сфере РФ и выявить существующие и возможные источники финансирования инвестиций;

- исследовать возможности использования сбережений населения в качестве источников финансирования инвестиций и обосновать необходимость создания для этого в РФ сети негосударственных институтов - финансовых посредников;

- определить роль негосударственных пенсионных фондов в экономике зарубежных стран как финансовых посредников и крупных институциональных инвесторов;

- изучить сущность и основные особенности деятельности НПФ как специфического социально-финансового института;

- обобщить мировую практику портфельного инвестирования НПФ, выявить основные тенденции и особенности состава и структуры инвестиционного портфеля негосударственного пенсионного фонда;

- установить результаты деятельности пенсионных фондов РФ на начальном этапе их развития, охарактеризовать их инвестиционную деятельность и выявить ее основные черты;

- проанализировать механизм портфельного инвестирования негосударственного пенсионного фонда;

- охарактеризовать возможные направления размещения пенсионных активов негосударственных пенсионных фондов в РФ на современном этапе;

- рассмотреть существующие методики оптимизации инвестиционного портфеля и смоделировать оптимальную структуру портфеля инвестиций НПФ;

- выработать рекомендации по взаимодействию фонда и управляющей его активами компании с позиций максимального достижения целей инвестиционной деятельности НПФ;

- сформулировать предложения по регулированию инвестиционной деятельности негосударственных пенсионных фондов в целях успешной реализации их инвестиционных возможностей.

Объектом исследования является система негосударственных институтов сферы дополнительного пенсионного обеспечения.

Предметом исследования выступает портфельное инвестирование негосударственных пенсионных фондов.

Теоретическую и методологическую основу исследования составили труды отечественных и зарубежных экономистов по вопросам функционирования негосударственных пенсионных фондов, прикладные работы в области портфельной теории, нормативные документы, регулирующие сферу дополнительного пенсионного обеспечения, статистическая и справочная информация, данные Инспекции негосударственных пенсионных фондов при Министерстве труда и социальной защиты населения, информация о деятельности ряда российских НПФ.

В процессе изучения научных трудов и обработки фактического материала были использованы такие общенаучные методы исследования, как наблюдение, группировка, сравнение, отдельные приемы системного, логического, сравнительного, экономического и статистического анализа, а также экономико-математические и вероятностные методы портфельной теории.

Достоверность основных выводов и положений работы обеспечивается:

• научной методологией исследования;

• последовательным подходом к решению поставленных задач;

• изучением и анализом материалов соответствующей исследуемым проблемам тематики;

• рассмотрением полученных теоретических результатов на примере конкретного НПФ.

Научная новизна исследования заключается в комплексном анализе инвестиционной деятельности НПФ, который позволил дать обобщенную характеристику процесса портфельного инвестирования активов НПФ и предложить ряд рекомендаций по его оптимизации.

К конкретным научным результатам, составляющим новизну исследования и выносимым на защиту, относятся:

1. Систематизация основных положений теории инвестиций и уточнение роли финансовых посредников в организации процесса инвестирования.

2. Определение основных теоретических, организационных, финансовых и практических характеристик негосударственных пенсионных фондов как институтов сферы финансового посредничества и организаций социальной направленности.

3. Анализ механизма инвестирования активов негосударственных пенсионных фондов в РФ на современном этапе.

4. Адаптация существующих моделей оптимального портфеля инвестиций к специфике деятельности российских НПФ в современной ситуации.

5. Выработка комплекса практических рекомендаций по вопросам взаимодействия пенсионного фонда и компании, управляющей его активами, с позиций повышения эффективности инвестиционной деятельности НПФ.

6. Формулирование предложений по совершенствованию действующего в настоящее время государственного регулирования деятельности негосударственного пенсионного фонда.

Практическая значимость результатов исследования заключается в возможности применения сформулированных в диссертации предложений и рекомендаций в практике размещения активов НПФ. Некоторые выводы и положения диссертации могут быть использованы в учебном процессе при преподавании курсов "Финансы предприятий", "Организация и финансирование инвестиций". Ряд высказанных в диссертации предложений может быть учтен при разработке отдельных нормативных документов по регулированию инвестиционной деятельности НПФ.

Цель и логика исследования определяют структуру диссертации, которая состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений.

## Значение инвестиций для развития экономики и роль финансовых посредников в формировании инвестиционных ресурсов

Данное научное исследование, посвященное портфельному инвестированию негосударственных пенсионных фондов, считаем логичным начать с рассмотрения сущности инвестиций и их роли в развитии экономики.

Законом РСФСР "Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации" № 1488-1 от 26 июня 1991 г., действующим в нашей стране и в настоящее время, инвестиции определены как денежные средства, целевые банковские вклады, паи, акции и другие ценные бумаги, технологии, оборудование, лицензии, кредиты, имущество или имущественные права, интеллектуальные ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской деятельности, в целях получения дохода или достижения положительного социального эффекта. Инвестирование в создание новых или воспроизводство действующих основных фондов осуществляется в форме капитальных вложений, способствующих росту капитала в экономической системе.

В наиболее широкой трактовке инвестиции представляют собой вложение капитала с целью последующего его увеличения. При этом прирост капитала должен быть достаточным для того, чтобы компенсировать инвестору отказ от использования имеющихся средств на потребление в текущем периоде, вознаградить его за риск, возместить потери от инфляции в предстоящем периоде.

В масштабе страны инвестиции, рассматриваемые как капиталовложения, определяют процесс расширенного воспроизводства. Строительство новых предприятий, жилищное строительство, возведение объектов инфраструктуры, а следовательно, и создание новых рабочих мест зависит от процесса инвестирования. При возрастании инвестиций возникает цепная реакция роста занятости, доходов, потребительского спроса и сбережений. Такой эффект впервые был выявлен Дж.-М. Кейнсом в его основополагающей работе "Общая теория занятости, процента и денег" и получил название эффекта "мультипликатора". Суть его в том, что увеличение инвестиций приводит к увеличению темпов роста национального дохода страны, причем на величину большую, чем первоначальный рост инвестиций. Поэтому можно утверждать, что инвестиции обеспечивают механизм, необходимый для финансирования роста и развития экономики страны.

Рост инвестиций, таким образом, способствует мультипликативному увеличению национального дохода. Однако даже небольшое сокращение инвестиций дает резкое и многократное снижение национального дохода.

В условиях дефицита средств, выделяемых на инвестиционные цели, имеет место явление, называемое инвестиционным кризисом.

Процесс инвестирования и объемы инвестиций зависят от ряда факторов. Наиболее важными из них являются рентабельность капитальных вложений (ожидаемая норма прибыли) и уровень ссудного процента. При превышении ссудной ставки над рентабельностью проекта капиталовложения не осуществляются, и наоборот. Уровень налогообложения в стране также стимулирует, или, напротив, отрицательно воздействует на инвестирование. Кроме того, инвестиционный процесс активно реагирует на темпы инфляционного обесценения денег: в условиях высокой инфляции процессы реального капиталообразования становятся непривлекательными, и предпочтение отдается спекулятивным направлениям размещения средств.

В инвестиционной сфере существенное значение имеет регулирующее воздействие со стороны государства. Исследования и практика подтверждают, что государство не может устраняться от регулирования инвестиционных процессов. В данной сфере государство призвано формировать определенный инвестиционный климат, который бы благоприятствовал реализации динамичной и эффективной политики капиталовложений на микроуровне. Государство располагает мощными рычагами воздействия на инвестиционньш процесс через бюджетно-налоговую, денежно-кредитную, структурно-инвестиционную политику. Само государство также может выступать в качестве основного субъекта процесса инвестирования в тех сферах хозяйственной деятельности, где ограничено действие рыночных механизмов.

Источником финансирования инвестиций в масштабах страны выступает валовой национальный продукт и получаемый в процессе его распределения национальный доход. Непосредственным основным источником инвестиций являются сбережения предприятий и населения, понимаемые как располагаемый доход за вычетом расходов на личное потребление.

## Механизм формирования инвестиционных портфелей негосударственных пенсионных фондов

Настоящий раздел работы будет связан с изложением основных моментов процесса формирования инвестиционного портфеля негосударственного пенсионного фонда с использованием практического опыта работы российских НПФ. В отношении последнего упор делается на практику деятельности крупного московского фонда открытого типа, активы которого на 01.01.98 г. превысили 50 млн. руб. (в деноминированном масштабе цен). Фонд учрежден в 1995 году одним из ведущих российских коммерческих банков со значительной долей государственной собственности, 1996-1997 гг. явились периодом расширения масштабов деятельности НПФ. Деятельность фонда охватьшает практически все регионы Российской Федерации, при этом доля Москвы составляет примерно 1/9 часть в общем объеме показателей функционирования НПФ, т.е. основная деятельность фонда приходится на региональные рынки дополнительного пенсионного обеспечения.

Инвестиционный аспект деятельности негосударственного пенсионного фонда, последовательно включающей в себя первоначальное накопление средств, размещение активов и распределение пенсионных резервов, представляется логичным рассматривать в контексте стадий развития фонда. Для этого жизненный цикл пенсионного фонда можно разбить на следующие этапы:

? формирования и становления фонда;

? этап "созревания" НПФ;

? этап "зрелости" фонда.

На начальном этапе функционирования активы НПФ формируются главным образом за счет средств учредителей, поскольку непосредственную деятельность по заключению договоров дополнительного пенсионного обеспечения и приему пенсионных взносов фонд вправе начать только после государственной регистрации и лицензирования. Первоначальные поступления взносов носят мало прогнозируемый, и, как правило, не слишком масштабный характер; издержки на начальном этапе деятельности НПФ весьма значительны, поскольку именно на начальном этапе осуществляются основные расходы по материально-техническому обеспечению деятельности фонда. В связи с этим денежные потоки, направляемые на инвестиции, отличаются на этом этапе небольшими суммами.

Этап "созревания фонда" характеризуется ростом поступлений, их стабильностью и достаточным объемом привлекаемых пенсионных взносов. Выплаты пенсий малозначительны и могут в полном объеме финансироваться за счет текущих поступлений, в связи с чем нет необходимости в значительной доле высоколиквидных финансовых инструментов, портфель инвестиций может быть "неотзываемым". Поэтому эту стадию можно характеризовать как самый благоприятный период для инвестирования. Хотя считаем нужным подчеркнуть, что прирост активов фонда на стадии его "созревания" (впрочем, как и на начальном этапе) в большинстве своем обеспечивается не за счет дохода от инвестирования активов, а посредством увеличения числа вкладчиков и соответствующего суммарного прироста пенсионных взносов.

Характерной особенностью этапа "зрелости" является значительный объем текущих выплат; как правило, имеет место превышение суммы текущих обязательств НПФ по выплатам пенсий над суммой текущих взносов. На инвестиции направляется суммарная разница между пенсионными резервами и текущими выплатами. Поэтому состав инвестиционного портфеля должен обеспечивать возможность отзыва части средств и, соответственно, носить высоколиквидный характер в большей части портфеля.

## Организация размещения активов НПФ с целью повышения эффективности инвестиций

Исследование инвестиционной деятельности НПФ позволило выявить ее существенные отличительные черты и особенности.

Законодательно установленная схема функционирования системы дополнительного пенсионного обеспечения в Российской Федерации предполагает, что негосударственный пенсионный фонд выступает как бы в роли "аккумулятора" денежных средств, своего рода "денежного мешка", осуществляя привлечение пенсионных взносов и последующую выплату дополнительных пенсий, а непосредственное инвестирование средств проводится компанией, управляющей его активами. Такой порядок предусмотрен соответствующими нормативными документами, из которых следует, что НПФ как некоммерческой организации в отношении пенсионных резервов запрещается заниматься инвестиционной деятельностью, поэтому размещение пенсионных активов осуществляется управляющими компаниями.

Основной задачей компаний, управляющих активами НПФ, является обеспечение сохранности и прироста активов негосударственных пенсионных фондов. Соответственно главной целью сотрудничества НПФ и компании по управлению активами можно считать сохранение и приумножение пенсионных активов.

Среди существующих в настоящее время структур в качестве компаний по управлению активами НПФ можно рассматривать:

? финансовые и инвестиционные компании;

? риэлтерские и торговые фирмы;

? промышленные, строительные и прочие предприятия;

? страховые компании;

? банки;

? другие фирмы и компании.

Деятельность управляющих компаний НПФ в Российской Федерации подлежит обязательному лицензированию. Лицензирование деятельности компании по управлению активами осуществляется в рамках государственного регулирования системы негосударственных пенсионных фондов с целью создания механизма обеспечения ответственности НПФ и компании перед участниками фонда. Наличие лицензии является обязательным условием заключения договора об управлении активами пенсионного фонда.

Компания по управлению активами пенсионного фонда, в отличии от НПФ, может быть как вновь организованным юридическим лицом, так и уже действующим. Однако при этом должна иметь оплаченный уставный капитал в размере не менее 5000 минимальных размеров оплаты труда43, т.е. необходимо наличие достаточно крупной суммы собственных средств компании. Указанное требование представляется вполне оправданным, хотя размер собственных средств не увязан с суммой передаваемых в управление пенсионных активов. Такая увязка, на наш взгляд, необходима, поскольку фактически от действий управляющей компании зависит будущее выполнение обязательств пенсионного фонда по дополнительному пенсионному обеспечению участников.

На практике пенсионный фонд и управляющие компании часто учреждаются одной и той же финансовой группой; управляющей компанией НПФ может быть его учредитель.

Выбор компании по управлению активами является, пожалуй, важнейшим моментом на начальном этапе функционирования фонда. Поскольку управляющая компания выступает основным звеном в цепочке деятельности НПФ, которое осуществляет размещение активов и их последующий прирост в целях обеспечения будущего выполнения обязательств, то именно КУАПФ обеспечивает эффективность деятельности пенсионного фонда. Поэтому вопрос

Временные правила инвестирования активов негосударственных пенсионных фондов. надежности компании является главным при ее выборе. В целях обеспечения умелого управления пенсионными средствами целесообразно в качестве управляющей компании выбирать не вновь созданное юридическое лицо, а предприятие, имеющее не менее чем 2-летний стаж деятельности и опыт работы с доверительной собственностью.

Взаимоотношения между фондом и управляющей компанией построены на договорной основе на условиях выплаты комиссионного вознаграждения за достигнутые результаты работы (мировая практика показывает, что средний размер комиссионного вознаграждения составляет примерно 10% от получаемой при инвестировании активов суммы дохода). В связи с этим важно обратить внимание на порядок деятельности компании на финансовом рынке (самостоятельно или через агентскую или дилерскую сеть), так как передача управляющей компанией средств третьим лицам приводит к удорожанию и повышению рискованности услуг, а ограниченность деятельности компании отдельным сектором финансового рынка предполагает размещение активов в определенные инструменты и не позволяет расширить круг объектов инвестирования (по причине отсутствия лицензии на определенный вид деятельности).

Для фонда важно определиться, какого рода вложения и в какие инструменты финансового рынка НПФ считает для себя предпочтительными. Следует проанализировать деятельность возможной управляющей компании за определенный период, обратить внимание на достигнутые результаты и стратегии управления; на имеющиеся лицензии на совершение операций. Заметим, что при наличии лицензии только на операции на отдельном секторе финансового рынка компания по управлению активами вынуждена привлекать к выполнению отдельных операций дополнительных посредников и увеличивать риск и расходы по управлению средствами пенсионного фонда.