Матвеев Виктор Александрович. Совершенствование методологии оценки эффективности инвестирования пенсионных накоплений : диссертация... кандидата экономических наук : 08.00.10 Нижний Новгород, 2007 154 с. РГБ ОД, 61:07-8/2843

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. АНАЛИЗ СУЩЕСТВУЮЩИХ СИСТЕМ ПЕНСИОННОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ 11

1.1 Пенсионная реформа и особенности ее реализации в России 13

1.2 Анализ зарубежного опыта инвестирования пенсионных

накоплений 26

1.3 Проблемы управления пенсионными накоплениями 39

ГЛАВА 2. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДОЛОГИИ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ ПЕНСИОННЫХ КАПИТАЛОВ 45

2.1 Методика инвестирования пенсионных капиталов 45

2.2 Критерий эффективности управления пенсионными капиталами 61

2.3 Рейтинговая оценка эффективности инвестирования пенсионных капиталов 70

ГЛАВА 3. ПРАКТИЧЕСКАЯ РЕАЛИЗАЦИЯ МЕТОДОЛОГИИ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ ПЕНСИОННЫХ КАПИТАЛОВ 83

3.1 Оценка эффективности управления пенсионными капиталами ... 83

3.2 Выборочный рейтинг управляющих компаний 118

3.3 Результаты практического применения методики оценки

эффективности инвестирования пенсионных капиталов 124

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 129

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ

ЛИТЕРАТУРЫ 132

Приложение 1 143

Приложение 2 147

Приложение 3 149

Приложение 4 150

Приложение 5 154

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Недавно на российском финансовом рынке появился новый сегмент - инвестирование средств для финансирования трудовых пенсий, которое является одной из основ проводимой пенсионной реформы. Накопительная пенсионная система аккумулирует в себе сбережения граждан, которые окажутся востребованными приблизительно через 25-30 лет. Это идеальный источник долгосрочных инвестиций в реальный сектор экономики.

Согласно Федеральному закону от 19.12.2006 №236-Ф3 «О бюджете Пенсионного фонда Российской Федерации на 2007 год», средства пенсионных накоплений по состоянию на I января 2007 г. составляли 345,3 млрд. руб., и, согласно прогнозу Пенсионного фонда России, эта сумма к концу 2007 г. составит около 456,2 млрд. руб. Причем около 96% средств, переданных в доверительное управление, приходятся па долю государственной инвестиционной компании (Внешэкономбанк), для которой основными активами для размещения пенсионных накоплений являются государственные ценные бумаги. В итоге, финансирование государственных долговых обязательств за счет пенсионных накоплений лишает финансовый рынок инвестиций.

Для частных управляющих компаний и негосударственных  
пенсионных фондов структура активов шире, поэтому у них больше  
возможностей для повышения эффективности вложений. Так, по данным  
Некоммерческого партнерства «Национальной ассоциации

негосударственных пенсионных фондов» в 2006 г. доходность большинства управляющих компаний значительно превысила уровень инфляции. Например, управляющая компания «Универ Менеджмент» показала 44,40% доходности, «РТК-Инвест» - 29,76%, «Золотое сечение» - 29,26% , «Аккорд Эссет Менеджмент» - 29,04%, «Уралсиб - Управление капиталом» -28,52% и т.д. Только показатели примерно 10 управляющих компаний

4 колеблются от 2,5% до 7%, и среди них на 56-м месте Внешэкономбанк с 5,34%.

Тем не менее, эффективность накопительной пенсионной системы в значительной мере зависит от изменений экономической конъюнктуры и качества менеджмента. Всегда существует риск потери сбережений или снижения уровня инвестиционных доходов по сравнению с их размерами, заложенными в пенсионных схемах. Участники системы несут полную ответственность за ее провалы, а государство гарантирует пострадавшим лишь минимальный размер пенсии.

Все это возможно не только на развивающихся неустойчивых рынках, но и в странах с развитым рынком капиталов. Например, потеряли свои пенсионные сбережения работники обанкротившейся американской корпорации «Enron», чьи пенсионные средства были вложены в акции компании. В результате катастрофического падения котировок акций пенсионные активы стоимостью 1,2 млрд. долларов практически полностью обесценились.

Российские менеджеры пока не имеют достаточного опыта управления пенсионными накоплениями. Российский фондовый рынок еще слабо развит, невозможно полноценно использовать его информационную предысторию в силу ее малой продолжительности и неструктурированности.

На сегодняшний день коэффициент замещения пенсий (соотношение среднего размера пенсий со средним размером заработной платы) в РФ -один из самых низких показателей в мире и продолжает стремительно снижаться. В 2002 г. он составлял 31,6% [98], а в 2006 г, по данным Пенсионного фонда РФ - уже 27%. Для сравнения: в Италии и Испании он составляет 90%, во Франции, Японии, США - 50% .

В этих условиях государство фактически перекладывает на будущих пенсионеров риски инвестирования пенсионных накоплений и не предоставляет гарантий не только доходности, но и сохранности инвестируемых средств.

В современных условиях развития пенсионной системы представляется  
актуальным разработка методики, которую могли *бы*использовать будущие  
пенсионеры, государственные органы власти и Пенсионный фонд России с  
целью повышения эффективности управления пенсионными накоплениями.  
Это необходимо для повышения сохранности пенсионных накоплений,  
обеспечения социально-экономического развития страны,

совершенствования финансовой политики, повышения уровня пенсионного обеспечения граждан.

Итак, актуальность темы исследования обусловлена необходимостью совершенствования методологии оценки эффективности инвестирования пенсионных накоплений. Применение данной методологии будет способствовать более полному использованию инвестиционных возможностей, существующих в рамках накопительной пенсионной системы, частичному снижению рисков, связанных с инвестированием пенсионных накоплений, более эффективному их размещению, а также повышению уровня пенсионного обеспечения граждан.

Важным является разработка комплексного подхода к оцениванию эффективности инвестирования пенсионных накоплений, поскольку определение эффективно работающих управляющих компаний позволит решить проблему обеспечения реального сектора экономики финансовыми ресурсами и будет отвечать как общегосударственным, так и частным интересам распределения и перераспределения этих средств.

Решение поставленной автором проблемы продиктовано потребностями практики и имеет существенное значение для социально-экономического развития страны и разработки эффективной финансовой политики, в том числе за счет повышения эффективности управления пенсионными накоплениями.

**Разработанность проблемы.**Проблемам оценки эффективности инвестирования пенсионных накоплений посвящены научные исследования Ивантер Д. Е., Кузнецова А.В., Оленина И.В. (оценка профессиональных

управляющих в системе негосударственного пенсионного обеспечения, см. [54]), работы Мажара Е.Н. (анализ инвестиционного процесса на рынке пенсионного капитала, см. *[66]\*научные публикации Недосекина А.О. (исследование проблемы управлениями инвестициями пенсионной отрасли, см. [79] и [80]), Миркина *ЯМ.*(характеристика финансового потенциала негосударственных пенсионных фондов и рисков, связанных с инвестированием пенсионных средств, см. [75]) и др.)

Однако уровень исследований в данной области не в полной мере соответствует требованиям современных условий состояния и развития пенсионной системы. В применяемых методологиях отражается какая-либо одна сторона изучаемой проблемы (например, оценивается потенциал негосударственных пенсионных фондов, определяются показатели финансовой устойчивости управляющих компаний, предлагаются альтернативные варианты инвестирования пенсионных накоплений), но отсутствует комплексный подход на основе интегрального показателя, учитывающего все аспекты их деятельности.

Существует значительное число работ, посвященных моделированию перехода от распределительной к накопительной пенсионной системе (Е. Пальмер, Дж. Хоуксворт, Р. Дисней, Н. Барр, Р. Палашес и др.; см. [12], [15], [16], [17] и т. д.), а специфика управления инвестициями пенсионной отрасли, в большинстве случаев, почему-то остается за рамками рассмотрения.

Что касается исследований, научных трудов, монографий, печатных изданий, освещающих специфику управления пенсионными накоплениями в зарубежных странах (Логинов B.IL, Попов А.А. и др.; см. [64], [90] и т. д.), то они без соответствующей адаптации к российским условиям не применимы. Существующие научные исследования в области адаптации зарубежного опыта для России (научные труды Четыркииа Е.М., Кабалкииа С Л., Могилко СВ., Лазаревского А. А. и др.; см. [62], [81], [115] и т. д.) недостаточно полно раскрывают проблему применения тех или иных мер государственного

7 регулирования. Нет ответа на вопрос, какие управляющие компании должны

быть допущены к управлению пенсионными накоплениями, и какова должна

быть роль государства при регулировании рынка пенсионных инвестиций с

учетом рисков накопительной пенсионной системы и уровня эффективности

управления пенсионными накоплениями.

Актуальность темы, степень ее научной разработки и практической значимости определили выбор темы, цели и задач диссертационного исследования.

Цель и задачи исследования. Целью настоящей диссертационной работы является совершенствование методологии оценки эффективности инвестирования пенсионных накоплений.

Для достижения этой цели автором были поставлены и решались следующие научные задачи:

анализ зарубежного опыта инвестирования пенсионных капиталов и адаптация существующих зарубежных моделей к российским условиям с учетом специфики российского фондового рынка;

уточнение понятийного аппарата терминологии инвестирования пенсионных накоплений;

разработка новой методики инвестирования пенсионных капиталов;

совершенствование методологии оценки инвестиционного риска и эффективности управления пенсионными капиталами;

формулировка принципов выбора управляющих компаний и апробация на практике.

Объектом исследовании выступает накопительная часть пенсий граждан на специальных накопительных счетах в Пенсионном фонде РФ, а также в доверительном управлении у негосударственных пенсионных фондов и управляющих компаний.

Предметом исследования является процесс инвестирования пенсионных накоплений.

**8 Теоретической основой**диссертационного исследования являются

нормативные документы, труды отечественных и зарубежных ученых, посвященные анализу процесса инвестирования пенсионных капиталов и методам его оптимизации, положения теории экономики, а также экономико-математического моделирования, что определило выбор методологического аппарата диссертационного исследования.

**Методологической основой**исследования послужили:

диалектический метод познания, метод экономического, системного и сравнительного анализа, эвристический метод, метод экспертных оценок, математической статистики.

**Информационной базой**исследования являются статистические данные Пенсионного фонда РФ, российских рейтинговых агентств («Эксперт РА», , Национальное рейтинговое агентство, АК&М и т. д.), нормативно-правовые акты, материалы периодической печати («Пенсионные фонды и инвестиции», «Вопросы экономики», «Пенсия» и т. д.), материалы научно-практических конференций, Интернет-ресурсы (; ; и т. д.).

**Научная новизна**исследования состоит и совершенствовании методологических основ и практических аспектов реализации оценки эффективности инвестирования пенсионных накоплений. К числу основных результатов, обладающих научной новизной и выносимых на защиту, можно отнести следующие:

1) уточнен понятийный аппарат терминологии инвестирования  
пенсионных накоплений;

1. разработана новая методика инвестирования пенсионных капиталов и предложены меры по ее практической реализации, что позволяет повысить эффективность инвестиционного процесса;
2. усовершенствована методология оценки риска и эффективности инвестирования пенсионных капиталов, основанная на расчете коэффициента Шарпа, что позволяет установить критерии отбора

9 управляющих компаний, которые будут допущены к управлению

пенсионными капиталами;

4) предложена авторская рейтинговая система, которая позволяет дать комплексную оценку эффективности деятельности управляющих компаний, апробировать ее на практике и отслеживать динамику этого процесса.

**Теоретическая и практическая ценность диссертационного исследования**состоит в развитии теории и методологии оценки эффективности инвестирования пенсионных накоплений, углубленной разработке новых положений и подходов к данному вопросу, а также в возможности использования результатов работы:

будущими пенсионерами при выборе управляющей компании;

Пенсионным фондом РФ и негосударственными пенсионными фондами при инвестировании пенсионных капиталов, оценке эффективности этого процесса и установлении критериев отбора управляющих компаний;

органами государственной власти при рассмотрении в процессе законотворческой деятельности предложенной программы мероприятий и внесении изменений в Федеральный Закон от 24 июля 2002 г. № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации»;

государственными органами статистики, аналитиками и средствами массовой информации, осуществляющими мониторинг пенсионной реформы.

Новые научные результаты, представленные в данной диссертационной работе и вносящие определенный вклад в развитие экономической науки, имеют особую ценность, так как позволяют создать эффективный инструментарий для оценки эффективности инвестирования пенсионных накоплений.

10 Предложенная автором методология может служить базой для

проведения расчетов применительно к другим отраслям и секторам

экономики.

**Апробация результатов работы.**Методология оценки эффективности управления пенсионными накоплениями применялась при составлении рейтинга управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов Москвы и Нижнего Новгорода.

Основные положения, теоретические разработки и результаты диссертационного исследования использованы в преподавании финансовых дисциплин в Нижегородском государственном университете им Н.И. Лобачевского. Основные теоретические положения диссертационного исследования отражены в различных научных сборниках, а также докладывались на международных научных конференциях.

По вопросам диссертационного исследования опубликовано 6 печатных работ общим объемом 1,78 п.л., в том числе авторский вклад 1,78 п л.

**Структура и объем диссертации.**Структура диссертационной работы определена целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, 9 парафафов, заключения, библиографического списка использованной литературы, 5 приложений, содержит 21 таблицу, 10 рисунков. Объем работы составляет 142 страницы.

## Пенсионная реформа и особенности ее реализации в России

Идея реформирования российской пенсионной системы появилась еще задолго до официального старта пенсионной реформы в 2002 году. Уже в начале постперестроечных 90-х годов прошлого столетия наиболее активные отечественные реформаторы обратили внимание на тот факт, что действующая система государственных пенсий, основанная на принципе «солидарности поколений», эффективна пока работающих много, а пенсионеров мало. Эта система включала обязательную распределительную схему с установленными выплатами. Пенсии по старости были установлены в размере 55% заработной платы, которая учитывалась за лучшие пять лет или за последние два года и сверх того 1% заработка за каждый год общего трудового стажа, превышающего требуемый для назначения пенсии, но не более 75% от заработной платы. Таким образом, при установленном тарифе пенсионных сборов 28% для обеспечения выплат пенсий одному пенсионеру требовались взносы минимум двух работающих.

По мере старения населения (в мире - из-за роста уровня жизни, в России - из-за низкой вследствие продолжающегося «реформационного шока» рождаемости) на каждого пенсионера приходится все меньше работающих, которым становится все тяжелее. Сегодня число работающих россиян составляет около 63 млн. человек, при этом число пенсионеров достигло 38 млн. человек [98]. К тому же из 63 млн. работающих только 49,8 млн. являются наемными работниками и платят около 400 млрд. руб. страховых взносов в год; остальные 13 млн. человек относятся к самозанятому населению и взносов [їлатят всего около 4 млрд. руб. В итоге, за вычетом их на одного пенсионера фактически приходится 1,28 работающих. Чего, естественно, крайне недостаточно для обеспечения необходимого объема поступлений.

Однако серьезные проблемы начнутся через несколько лет, когда соотношение трудоспособного населения и пенсионеров начнет резко ухудшаться. Сейчас население России уменьшается в среднем на 700 тыс. человек в год и к 2050 году может составить лишь чуть больше 100 млн. человек. Через 28-30 лет на 1 работающего будет приходиться 1 пенсионер. К 2015 году, при условии дальнейшего благоприятного развития экономики, существующая система социального страхования начнет испытывать трудности, и уже к 2037 году в распределительной системе не останется накоплений, а собираемые налоги смогут обеспечить лишь 75% пенсионных выплат. Не сложно подсчитать, какие высокие налоговые ставки должны быть, чтобы выплачивать достойную пенсию. Так, по оценочным расчетам к 2050 году ставка взносов должна быть увеличена до 45-50% фонда оплаты труда. Бессистемная индексация пенсий привела к тому, что фактический коэффициент замещения (отношение средней пенсии к средней зарплате) снизился к моменту начала пенсионной реформы до 30-32% (для сравнения: в І995 году этот коэффициент составлял 39,8%). Как следствие, в 90-ые годы прошлого века на фоне спада производства и периодических финансовых кризисов отчетливо проявлялась устойчивая тенденция снижения покупательной способности пенсии. Так, за восемь лет, начиная с 1990 года, реальный средний размер трудовой пенсии снизился в четыре раза [104].

## Методика инвестирования пенсионных капиталов

Прежде всего, сделаем некоторые уточнения относительно терминологии, связанной с процессом инвестирования пенсионных накоплений.

Понятия «пенсионные накопления» и «пенсионные капиталы» часто используются как синонимы, но имеют разный смысл.

Согласно [6] пенсионные накопления - совокупность учтенных в специальной части индивидуального лицевого счета средств, сформированных за счет поступивших страховых взносов на обязательное накопительное финансирование трудовых пенсий и дохода от их инвестирования.

Оценивать эффективность всех пенсионных накоплений нецелесообразно, так как часть из них вложена в государственные долговые обязательства и не участвует непосредственно в инвестиционном процессе, имеет сравнительно низкую доходность, но намного надежнее, чем инвестиции на фондовом рынке, что гораздо важнее для пенсионных накоплений.

В настоящее время требуется объективная оценка эффективности инвестирования той части пенсионных накоплений, которая сформирована за счет поступивших страховых взносов на обязательное накопительное финансирование трудовых пенсий и доходов от их инвестирования, используемых непосредственно на финансирование инвестиций. Эту часть пенсионных накоплений предлагается называть «пенсионными капиталами» (термин, широко применяемый в международном обороте).

Это понятие позволяет выделить целевой сегмент пенсионных накоплений и использовать его в качестве базы при разработке методики инвестирования, а также совершенствования методологии оценки риска и эффективности инвестирования пенсионных капиталов. На сегодняшний день кажутся несовместимыми консервативный характер пенсионных капиталов, требуЕощий повышенной сохранности, и агрессивный характер инвестиционной деятельности на фондовой рынке, сопровождающейся повышенным риском убытков. Тем более это противоречие очевидно для России, когда даже государственные ценные бумаги обладают риском неисполнения обязательств по ним, что и было успешно продемонстрировано в августе 1998 года.

В связи с этим, в государственном управлении наиболее полезным представляется инвестирование в проекты развития, обладающие коммерческой эффективностью и обеспечивающие модернизацию страны, под государственные гарантии и под жестким контролем. В современных условиях это ряд инфраструктурных проектов: развитие трансевразийского железнодорожного транзита, строительство государственных экспортных трубопроводов, освоение месторождений газа, модернизация жилищно-коммунального хозяйства и энергетики страны и так далее.

Направлением инвестирования средств может стать стимулирование граждан к переводу накопительной части пенсии в частные институты через решение ряда социальных проблем, например жилищных.

Необходимо законодательно регламентировать возможность изъятия со своего пенсионного счета определенной суммы средств на строительство или приобретение жилья без потери субсидирования со стороны государства в целях стимулирования к участию в дополнительном государственном пенсионном обеспечении. При этом гражданин обязан до достижения пенсионного возраста вернуть эти средства равными долями.

## Оценка эффективности управления пенсионными капиталами

Рассмотрим следующие данные о результатах работы управляющих компаний по управлению пенсионными капиталами, которые представлены в приложении I. Таблица была составлена на основе источников [120] и [123]. Данные за 2006 год определялись исходя из результатов работы за первые 9 месяцев [91].

Инфляция за 2004 г. принимается равной 11,7%; 2005 г. - 10,9%; 2006 г. - 9%. Учитывая качественные различия в методике управления пенсионными средствами государственной и частных управляющих компаний, исключаем из списка Внешэкономбанк СССР, имеющего пока подавляющую долю (около 96% всех пенсионных накоплений), и определяем доли пенсионных капиталов (см. табл. 3.1) в управлении к -ой компании в среднем за весь период по формуле средней геометрической;

Таким образом, налицо неэффективное управление пенсионными капиталами Внешэкономбанком.

Применяя формулу 2.5, определяем гарантированную минимальную ставку доходности: Таким образом, минимальная гарантированная ставка доходности составляет 1,22%. Минимальная гарантированная ставка доходности с учетом инфляции должна быть установлена в размере 11,72%.

Аналогично, применяя формулу 2.6, определяем максимальную гарантированную ставку доходности:

Таким образом, максимальная гарантированная ставка доходности составляет 5,2%, а если принять во внимание среднегодовой темп инфляции то она должна быть установлена в размере 15,7%.

Средняя гарантированная ставка доходности составляет (15,7+11,72):2 = 13,71%,

Следовательно, установление гарантированной ставки доходности на уровне 12-16% позволяет существенно повысить эффективность управления пенсионными капиталами. Механизм установления гарантированной доходности и его результаты наглядно продемонстрированы на рис. 3.3,

График, изображенный на рис. 3.4 наглядно показывает, что с более высокому риску соответствует более высокая доходность, что, впрочем, и следовало ожидать. При этом наибольшие скопления точек соответствующие ставкам доходности наблюдаются в начале графика до отметки, соответствующей приблизительно ставке гарантированной доходности (12-16%), после чего вариация доходности существенно ниже. Точки, располагающиеся ниже кривой соответствуют неэффективным вариантам инвестирования пенсионных средств.

Из рис. 3.5 заметно, что с начиная с определенного «порогового» значения уровня риска (примерно 16-17%) вариантов инвестирования становится все меньше и их эффективность существенно ниже основной массы. Аналогично, точки, располагающиеся ниже кривой соответствуют неэффективным вариантам инвестирования пенсионных средств.

Таким образом, устанавливаем следующие два критерия отсечения управляющих компаний, которые должны быть допущены к управлению пенсионными накоплениями;

1) превышение скорректированным коэффициентом вариации 17% (высокий риск), то есть область допустимых значений коэффициента выглядит следующим образом:

2) низкая эффективность управления пенсионными накоплениями по критерию М, то есть область допустимых значений этого критерия: