

ВЛИЯНИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ НА СТРУКТУРУ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПОРТФЕЛЕЙ: ОБЗОР ЗАРУБЕЖНОГО ОПЫТА

Статья посвящена обзору стратегии размещения пенсионных резервов частными пенсионными фондами в странах ОЭСР. Вопреки ожиданиям, пенсионные фонды предпочли размещать средства в краткосрочные активы. При этом финансовый потенциал данных краткосрочных активов всегда оценивается правительствами стран как долгосрочный инвестиционный ресурс. Автор обобщил мнения различных ученых о том, что на такую инвестиционную стратегию фондов оказало влияние государственное регулирование инвестиционной деятельности фондов. Отказ от прямых ограничений в инвестиционной деятельности фондов может значительно улучшить структуру инвестиционного портфеля.

Ключевые слова: пенсионные фонды, инвестиционный портфель, государственное регулирование, зарубежный опыт, ограничения структуры инвестиционного портфеля.

Е.В. Ageeva

INFLUENCE OF REGULATION OF INVESTMENT ACTIVITY OF PENSION FUNDS ON THE STRUCTURE OF INVESTMENT PORTFOLIOS: REVIEW OF FOREIGN EXPERIENCE

The article is devoted to the review of the strategy of placement of pension reserves by private pension funds in OECD countries. Contrary to expectations, funds preferred to place funds in short-term assets. At the same time, their financial potential is always estimated by the governments of countries as a long-term investment resource. The author summarized the opinions of various scientists that the investment management of the funds was influenced by the state regulation of the investment activity of the funds. The refusal of direct restrictions in the investment activity of the funds can significantly improve the structure of the investment portfolio.

Keywords: pension funds, investment portfolio, state regulation, foreign experience, restrictions on the structure of the investment portfolio.

После глобального финансового кризиса 2008 года, тема долгосрочных инвестиций и роли институциональных инвесторов в качестве поставщиков отечественного капитала для экономического развития страны была одной из ключевых на повестке дня разработчиков экономической политики. Пенсионные фонды рассматриваются в качестве важного источника финансирования долгосрочных вложений, в то время как бюджеты правительств и средства банков становятся все более перегружены иными целями. Поскольку пенсионные сбережения имеют долгосрочный характер, а, следовательно, расширяются возможности по долгосрочному вложению этих средств. Тем не менее, несмот-

ря на эти сильные теоретические аргументы, инвестиции пенсионных фондов во многих странах (даже в относительно зрелых пенсионных системах) остаются высококонцентрированными в банковские депозиты и государственные облигации, мало способствуя долгосрочному финансированию корпоративных инвестиций и экономического роста. В итоге вложения пенсионных фондов потенциально приносят гораздо более низкий инвестиционный доход, чем тот, что мог бы быть достигнут.

Организация экономического содействия и развития (ОЭСР) также в своих докладах отмечает, что портфель крупных пенсионных фондов и фондов социального страхования является высококонцентрированным в облигации и денежные средства [1]. Хотя все они часто являются крупнейшими потенциальными источниками внутреннего, долгосрочного капитала, особенно в развивающихся странах.

В теории, пенсионные фонды в отличие от других институциональных инвесторов не должны быть ориентированы на получение краткосрочной прибыли, ведь нами уже отмечалось, что пенсионные сбережения имеют очень длительный срок накопления, исчисляемый десятилетиями. Но на практике фонды часто активно вкладываются в государственные облигации. ОЭСР отмечает, когда речь идет о структуре вложений пенсионных резервов этих пенсионных фондов: «концентрация этих портфелей в более коротких по срокам финансовых инструментах привело к неутешительному результату в инвестиционной деятельности в некоторых странах» [1]. На основе глобальной статистики пенсионных фондов в ОЭСР и отдельных стран, не являющихся членами ОЭСР, можно сделать вывод, что фонды имели положительный реальный инвестиционный доход в последние годы. Но диапазон доходности весьма широкий (2–10 %), в некоторых странах он ниже, чем рост заработной платы. За период 2009–2015 годов, Нидерланды и Соединенное Королевство показали лучшие результаты по пенсионным фондам с диверсифицированными портфелями, которые компенсировали низкие внутренние процентные ставки, в условиях низкого роста заработной платы в этих двух странах после финансового кризиса [1]. Латиноамериканские системы, как правило, демонстрируют более успешные результаты, чем фонды в Центральной и Восточной Европе.

Одной из причин высокой доли краткосрочных вложений пенсионных резервов в большинстве стран называют действующее пенсионное регулирование инвестиций. В большинстве стран в настоящее время это регулирование построено таким образом, что стимулирует именно усиление внимания на получении инвестиционных доходов за счет краткосрочных инструментов, а не на формировании пенсионного дохода в долгосрочной перспективе.

Это может быть вызвано чрезмерно использованием ограничений по классам активов (ограничивающего объем портфеля, который может быть инвестирован в определенных (рисковых) активах). Эти ограничения могут контролировать волатильность доходности, но могут и создавать искажения в управлении активами, ограничивать возможности для диверсификации и препятствовать эффективности инвестиций. Ряд ученых утверждают, что ограничения по структуре портфеля могут потребоваться на начальных этапах пенси-

онной реформы, когда есть нехватка квалифицированных менеджеров, не хватает сил и возможностей, поскольку лимиты распределения активов являются одним из способов выделения активов пенсионного фонда от агентства и системные риски на рынках капитала.

Однако, поскольку эти системы развиваются, пенсионные фонды часто в конечном итоге контролируют непропорционально высокую долю некоторых рынков этих ценных бумаг, в которых они позволили инвестировать. В исследовании 1999 года обнаружили, что после того, как инвестиционные ограничения в некоторых странах были смягчены в 1980-е гг. пенсионная структура инвестиционных портфелей фондов значительно улучшилась [2].

Помимо прямых ограничений на отдельные классы активов, было высказано мнение, что значительное влияние на инвестиционную стратегию фондов оказывают вводимые дополнительные критерии эффективности, которые поощряют деятельность управляющих менеджеров фондов и, как правило, действуют на основе краткосрочных мер.

Есть и другие методы регулирования, которые стимулируют менеджеров пенсионных фондов в основном вкладываться в краткосрочные активы: например, оценка эффективности по краткосрочным результатам, а не по длительному периоду, выплата вознаграждений в зависимости от полученной прибыли (а от краткосрочных активов ее можно получить быстрее), а также регулярная оценка бухгалтерского учета и платежеспособности, которая может фактически стимулировать инвестиции в краткосрочные ликвидные активы.

Еще одна причина для поддержания высокой доли краткосрочных ликвидных активов для пенсионных фондов – это возможность клиентов менять условия пенсионных схем, а также возможность смены пенсионного фонда. В связи с этим пенсионные фонды вынуждены держать более ликвидные портфели для обеспечения неожиданных оттоков денежных средств. Это вновь заставляет пенсионные фонды вкладываться в краткосрочные, более ликвидные инструменты и не допускает полную диверсификацию в более долгосрочные классы активов, а также ограничивает пенсионные фонды в возможности их потенциального влияния на развитии рынка капитала

В заключение необходимо отметить, что, государственное пенсионное регулирование может быть и довольно мягким, и его сдерживающий эффект (в частности, в более развитых пенсионных системах), позволяет улучшить структуру инвестиционного портфеля, добиться большей диверсификации активов и в конечном итоге ведет к росту пенсионных резервов фонда. К таким мягким методам можно отнести: ограничения на инвестиционную стратегию с использованием принципа жизненного цикла, а не прямые инвестиционные ограничения; удаление относительных возвратов гарантии; бенчмаркинг инвестиционной деятельности; измерение эффективности и поступления дохода в течение долгосрочного периода, а также снижение стимулов для частого перехода клиентов фондов.

Список использованной литературы

1. Stewart F. Pension Funds, Capital Markets, and the Power of Diversification / F. Stewart, R. Despalins, I. Remizova. – World Bank, 2017.
2. Srinivas P.S. Do Investment Regulations Compromise Pension Fund Performance? / P.S. Srinivas, J. Yermo. – World Bank, 1999.

Информация об авторе

Агеева Евгения Валерьевна – кандидат экономических наук, доцент, кафедры финансов, Байкальский государственный университет, 664003, г. Иркутск, ул. Ленина 11, e-mail: ageeva-ev@bgu.ru.

Author

Ageeva Evgeniya Valeryevna – PhD in Economics, Associate Professor, Chair of finance, Baikal State University, 11, Lenin str., Irkutsk, 664003, e-mail: ageeva-ev@bgu.ru.