

на правах рукописи

Матвеев Виктор Александрович

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДОЛОГИИ ОЦЕНКИ
ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ
ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Нижний Новгород – 2007

Работа выполнена на кафедре «Финансы» финансового факультета
Нижегородского государственного университета им. Н.И. Лобачевского

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Кокин Александр Семенович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Яшин Сергей Николаевич

кандидат экономических наук
Суворов Евгений Борисович

Ведущая организация: Нижегородский коммерческий институт

Защита состоится 10 мая 2007 г. в 16 часов на заседании диссертационного
совета К212.166.05 при Нижегородском государственном университете им. Н. И.
Лобачевского по адресу:

603600, г. Нижний Новгород, ул. Б. Покровская, д. 37, ауд. 211

С диссертацией можно ознакомиться в фундаментальной библиотеке
Нижегородского государственного университета им. Н. И. Лобачевского.

Электронная версия автореферата размещена на сайте университета:
<http://www.unn.ru>

Автореферат разослан ... апреля 2007 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета

Н. И. Яшина

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

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-ФЗ «О бюджете Пенсионного фонда Российской Федерации на 2007 год», средства пенсионных накоплений по состоянию на 1 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, приходится на 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 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 обесценились¹.

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%², 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%³.

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 актуальной разработка методики, которую могли бы использовать будущие пенсионеры, государственные органы власти и Пенсионный фонд России с целью повышения эффективности управления пенсионными накоплениями. Это

¹ Дмитриев М. Куда идет пенсионная реформа // Трудовое право. - 2005. - №3. - с.9-10.

² Российский статистический ежегодник 2005. – М.: Росстат, 2006.

³ Пенсии становятся все менее весомыми // Коммерсантъ. – 2007 – № 8 (№ 3584).

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. Ее применение 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 Кузнецова А.В., Оленина И.В. (оценка профессиональных управляющих в системе негосударственного пенсионного обеспечения), работы Мажара Е.Н. (анализ инвестиционного процесса на рынке пенсионного капитала), научные публикации Недосекина А.О. (исследование проблемы управления инвестициями пенсионной отрасли), Миркина Я.М. (характеристика финансового потенциала негосударственных пенсионных фондов и рисков, связанных с инвестированием пенсионных средств) и др.

Однако уровень исследований в данной области не в полной мере соответствует требованиям современных условий функционирования 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.), 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 В.Н., Попов А.А. и др.), то они без соответствующей адаптации к российским условиям не применимы. Существующие научные исследования в области адаптации зарубежного опыта для России (научные труды Четыркина Е.М., Кабалкина С.Л., Могилко С.В., Лазаревского А. А. и др.) недостаточно полно раскрывают проблему применения тех или иных мер государственного 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;
- разработана новая методика инвестирования пенсионных капиталов;
- усовершенствована методика оценки риска и эффективности инвестирования пенсионных капиталов;
- формулировка принципов выбора управляющих компаний и апробация на практике.

Объектом исследования 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.

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», Investfunds.ru, 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 (www.npfunds.ru; www.napf.ru; www.pfrf.ru и т. д.).

Научная новизна исследования состоит в 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;

2) разработана новая методика инвестирования пенсионных капиталов и предложены меры по ее практической реализации, что позволяет повысить эффективность инвестиционного процесса;

3) усовершенствована методология оценки риска и эффективности инвестирования пенсионных капиталов, основанная на расчете коэффициента Шарпа, что позволяет установить критерии отбора 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 инструмент для оценки эффективности инвестирования пенсионных накоплений.

Апробация результатов работы. Разработанная методика 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 параграфов, заключения, библиографического списка использованной литературы, 5 приложений, содержит 21 таблицу, 10 рисунков. Объем работы составляет 142 страницы.

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во введении обосновывается актуальность темы диссертационного исследования, характеризуется степень научной разработанности проблемы, формулируются цель и задачи исследования, предмет, объект, теоретическая и

методологическая основы исследования, определяются научная новизна, теоретическая и практическая значимость работы, апробация и внедрение результатов.

В первой главе проанализированы существующие системы пенсионного обеспечения, в частности особенности реализации пенсионной реформы в России, зарубежный опыт инвестирования пенсионных накоплений и проблемы инвестирования пенсионных накоплений.

Во второй главе предложена методика оценки эффективности инвестирования пенсионных накоплений, в том числе уточнен термин «пенсионные накопления», разработана методика инвестирования пенсионных капиталов, усовершенствована методология оценки риска и эффективности инвестирования пенсионных капиталов, а также предложена рейтинговая система оценки эффективности деятельности управляющих компаний.

Третья глава представляет собой практическое применение разработанной методики оценки эффективности инвестирования пенсионных капиталов, в том числе оценка эффективности управления пенсионными капиталами, составление выборочного рейтинга управляющих компаний, а также анализ результатов практической апробации методологии и определение возможных направлений ее совершенствования.

В заключении диссертации изложены основные выводы и предложения по результатам проведенного исследования.

ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ,

ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Уточнен понятийный аппарат терминологии инвестирования пенсионных накоплений.

Понятие «пенсионные накопления» и «пенсионные капиталы» часто используются как синонимы, но имеют, разный смысл. В соответствии с федеральным законом от 24.07.02 №111-ФЗ, пенсионные накопления – это 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.

2. Разработаны новая методика инвестирования пенсионных капиталов и меры по ее практической реализации.

В государственном управлении пенсионные капиталы могут быть использованы при решении государственных и социальных проблем, направляясь в долгосрочные крупномасштабные инвестиционные проекты развития под государственные гарантии и под жестким контролем, в частности, для решения жилищной проблемы (см. рис. 1).



Рис. 1. Методика инвестирования накопительной части пенсии

Для отдельных слоев населения такой вариант инвестирования пенсионных капиталов окажется неприемлемым с экономической точки зрения или вообще нецелесообразным (например, при отсутствии жилищных проблем). Поэтому оставшуюся часть пенсионных капиталов предлагается инвестировать на фондовом рынке.

Несовместимость консервативного характера пенсионных накоплений и агрессивного характера инвестиционной деятельности на фондовом рынке, сопровождающейся повышенным риском убытков, требует, во-первых, повышение ответственности государства за пенсионные капиталы путем введения государственного страхования инвестиций с накопительных счетов населения в Пенсионном фонде (по аналогии с системой страхования банковских вкладов) или открытия пенсионных счетов в Сберегательном и других крупных банках на условиях, позволяющих производить из них пенсионные выплаты по достижении пенсионного возраста. В результате риски для пенсионных денег меньше –

возможностей выбора больше – эффект и стимулы для российской экономики те же (долгосрочные денежные ресурсы для инвестиций).

Во-вторых, необходим контроль эффективности инвестиционного процесса, что требует выбор инструмента, достоверно отражающего эффективность деятельности управляющих компаний.

Как показывает мировая практика, управляющие компании пенсионных фондов готовы брать большие риски в краткосрочной перспективе при условии получения более высокой доходности на длинных временных интервалах. Это как раз то, чего не существует сегодня в России. Пенсионные фонды диктуют управляющим компаниям довольно жесткие условия по достижению минимальных гарантированных доходностей, но, тем не менее, хотят участвовать в тех прибылях, которые сегодня дает рынок акций, а в целом профиль инвестиций пенсионных фондов сейчас рискованный, т.е. возникает очевидное противоречие.

В настоящее время при построении инвестиционных программ основной целью является превышение инфляции на ту или иную величину. При этом значительно ограничиваются свобода действий управляющих компаний.

В этих условиях большинство граждан предпочитает доверять средства государственной управляющей компании, которая, в принципе, и обеспечивает такой уровень доходности и одновременно с этим является несравнимо более надежной, чем частные структуры, по которым к тому же отсутствует объективная информация.

Решением проблемы может стать система гарантирования доходности, привязанной к средней доходности по всем пенсионным фондам, которая предполагает создание системы государственных гарантий и контроля над деятельностью пенсионных фондов и управляющих компаний. Так, если пенсионный фонд отклоняется от установленной ставки, то минимальный гарантированный уровень обеспечивается за счет резервных фондов, куда направляются излишки в случае превышения максимальной ставки доходности.

По аналогии с опытом государств с переходной экономикой, можно предложить следующую формулу для расчета гарантированной ставки доходности:

$$g_{\min} = \min\left(\frac{r}{2}; r - 0,02\right);$$

где r – реальная средняя ставка доходности.

Ее определяют по следующей формуле:

$$r = \frac{1+R}{1+\bar{i}} - 1 = \frac{R-\bar{i}}{1+\bar{i}};$$

где R – номинальная средняя ставка доходности; \bar{i} – среднегодовой темп инфляции.

Среднюю номинальную ставку доходности определяем по формуле:

$$R = \sum_{k=1}^m \frac{R_{k1} + R_{k2} + \dots + R_{kt} + \dots + R_{kT}}{T} \cdot d_k;$$

где k – признак управляющей компании; T - длительность расчетного периода, лет; d_k – доля чистых активов в управлении k -ой компании в среднем за период T ; R_{kt} – номинальная ставка доходности k -ой компании в t -м году.

Что касается периода, на котором гарантируется доходность, то из мировой практики следует, что он составляет, как правило, 3 года. У нас же отчетный период устанавливается уже даже не как 1 год, а по бухгалтерскому учету как квартал.

Для расчета максимальной гарантированной доходности применяем следующую формулу:

$$g_{\max} = \max\left(\frac{r}{2}; r + 0,02\right).$$

В результате проведенного анализа итогов работы 62 управляющих компаний за 3 последних года, получены следующие результаты (см. рис. 2).

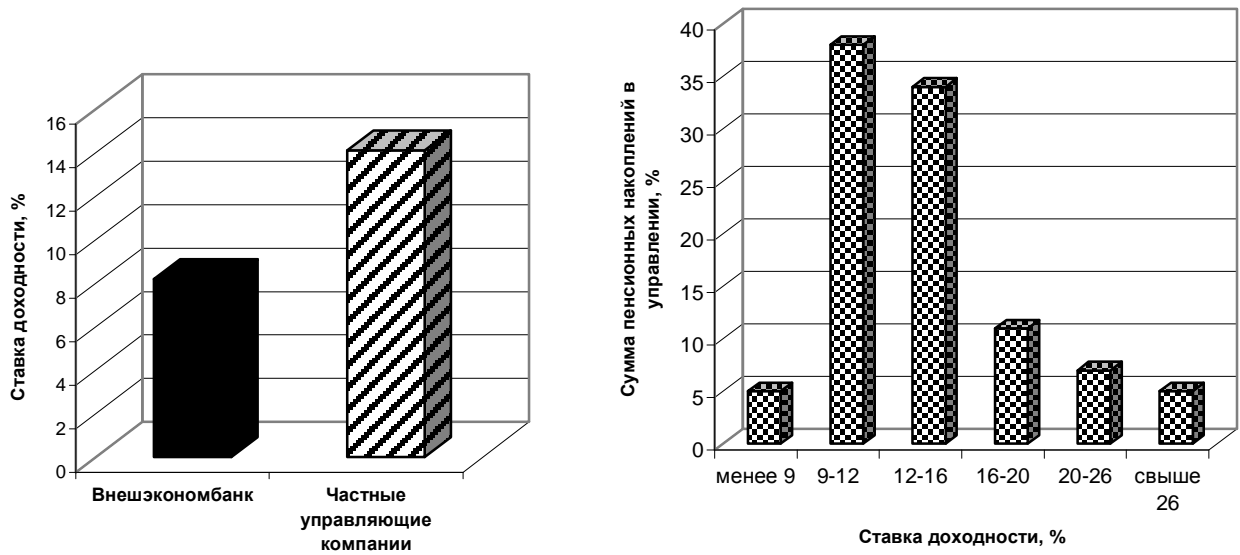


Рис. 2. Среднегодовая доходность инвестирования пенсионных накоплений

Проведенные расчеты показали, что в 2006 г. минимальная доходность должна была составить 11,7%, максимальная - 15,7%. Механизм установления гарантированной доходности проиллюстрирован на рис. 3.

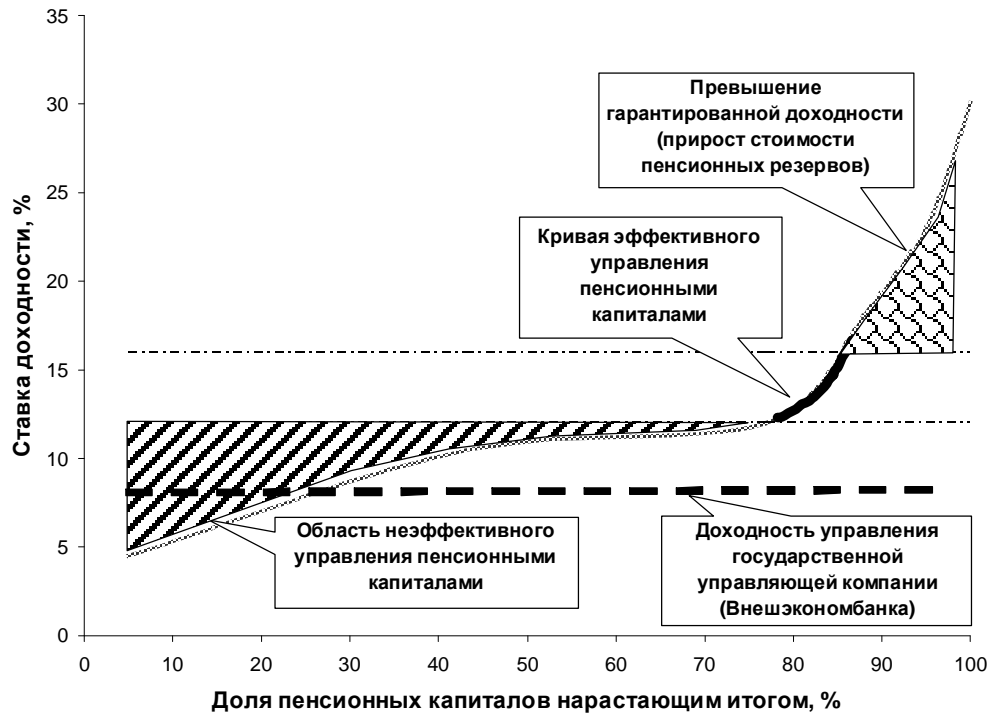


Рис. 3. Механизм установления гарантированной доходности

В результате установления минимальной и максимально гарантированной доходности частично снижается влияние инвестиционных рисков и одновременно обеспечивается приток пенсионных капиталов в реальный сектор экономики.

3. Дополнена существующая методика оценки риска и эффективности инвестирования пенсионных капиталов, основанная на расчете коэффициента Шарпа, что позволяет установить критерии отбора управляющих компаний, которые будут допущены к управлению пенсионными капиталами

Для оценки риска инвестирования пенсионных капиталов применима формула дисперсии отклонений от средней гарантированной доходности:

$$S_R^2 = \frac{\sum_{t=1}^T (R_t - \bar{g})^2}{T};$$

где \bar{g} - средняя гарантированная доходность.

Для качественного анализа риска можно использовать коэффициент вариации, однако в нашем случае обычная формула не подходит, так как одинаковая вариация доходности (одинаковый инвестиционный риск) относительно средней доходности, оказывает различное влияние на суммы пенсионных капиталов в управлении отдельных управляющих компаний. Так, если в изучаемом периоде средняя доходность двух управляющих компаний составляла 10% и 25%, а коэффициент вариации доходности каждой из них – 20%, то инвестиционный риск на первый взгляд одинаковый. Тем не менее, доходность первой компании в изучаемом периоде колебалась от 8 до 12%, а второй – от 20 до 30%. Это означает, что абсолютная величина потенциальных потерь вкладчиков второй компании существенно выше. Естественно, что такой подход к измерению риска инвестирования пенсионных капиталов недопустим.

Поэтому предлагается следующая формула коэффициента вариации:

$$n_M = \frac{S_R}{H};$$

где H - размах вариации доходности за T лет в виде разности ее наибольшего и наименьшего значения.

Из предположения нормального распределения доходности, критериальным значением нашего коэффициента будем считать $\frac{1}{6}$, т.е. приблизительно 17%.

Получив качественную оценку риска каждой управляющей компании определим уровень эффективности управления пенсионными капиталами, используя соотношение «доходность – риск» по формуле:

$$M = \sqrt{\frac{r^2 \cdot T}{\sum_{t=1}^T (R_t - \bar{g})^2}}$$

Результаты проведенных расчетов свидетельствуют (см. рис. 4), что начиная с определенного «порогового» значения уровня риска (примерно 17%) вариантов инвестирования становится все меньше и их эффективность существенно ниже основной массы.

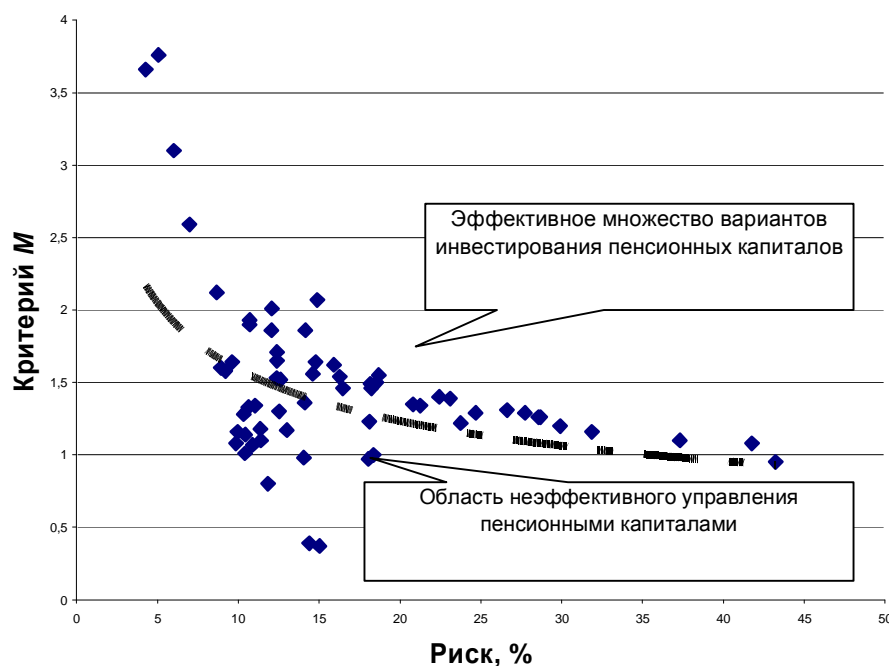


Рис. 4. Оценка эффективности инвестирования пенсионных капиталов по критерию M

Это позволяет выработать механизм установления следующих критериев отбора управляющих компаний (см. рис. 5):

- превышение коэффициентом вариации 17% (высокий риск);
- низкая эффективность управления по критерию $M : M < 1$.

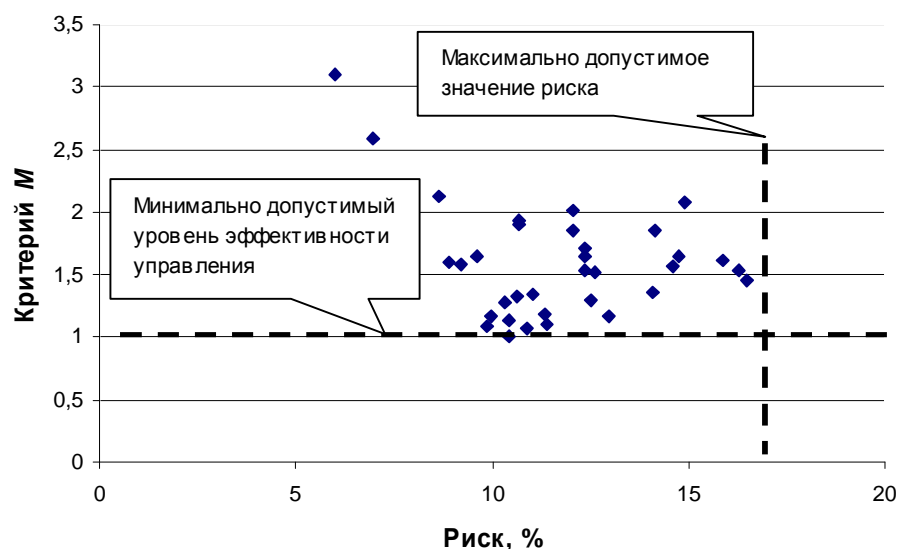


Рис. 5. Методика установления критериев отбора управляющих компаний

В результате получены скопления вариантов инвестирования в области допустимых значений выбранных критериев, которые соответствуют эффективному множеству вариантов инвестирования пенсионных капиталов.

Анализ проблем определения эффективных управляющих компаний показал необходимость использования многокритериального подхода при их выборе. Установление критериев отбора управляющих компаний, которые должны быть допущены к управлению пенсионными капиталами, позволяет повысить эффективность инвестиционного процесса.

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

Решением проблемы нехватки информации по управляющим компаниям, является использование рейтингов, а также предоставление сравнительной информации по управляющим компаниям, в соответствии разработанной рейтинговой системой, разработанной на основе предложенной выше методики оценки эффективности инвестирования пенсионных капиталов.

Данный рейтинг является полностью открытым и опирается на открытую информацию (статистические данные Пенсионного фонда РФ, данные российских рейтинговых агентств, публикуемые в периодической печати, Национальной

ассоциации негосударственных пенсионных фондов, размещенные на ее официальном Интернет-сайте и т. д.). Он учитывает аспекты, которые выпали из поля зрения существующих рейтингов, в частности показатели, не имеющие количественного выражения (например, информационная открытость компании).

Структура рейтинга включает несколько подсистем.

1. Устойчивость компании на рынке, которая определяется такими показателями как количество лет работы, количество ПИФ и НПФ в доверительном управлении, сумма активов в доверительном управлении, величина собственного капитала и т. д. (см. табл. 1):

Таблица 1

Наименование	Вес	Уровень		
		Низкий	Средний	Высокий
1. Количество лет работы	3	<2	2-3	>3
2. Количество ПИФ и НПФ в управлении	2	<5	5-10	>10
3. Сумма активов в управлении, млн. руб.	1	<500	500-1000	>1000
4. Величина собственного капитала, млн. руб.	1	<30	30-100	>100

2. Качество управления пенсионными капиталами, которое характеризуется следующими показателями:

- показатель эффективности управления пенсионными капиталами M ($M \geq 2$ – высокая эффективность; $1 \leq M < 2$ – средняя эффективность; $M < 1$ – низкая эффективность);
- отклонение стоимости портфеля от стоимости среднерыночного портфеля, принимаемую за единицу по состоянию на 1 января 2003 г., который состоит наполовину из российских акций и наполовину из инфляционно защищенных государственных облигаций (не менее 20% – высокий уровень управления; от -20% до +20% – умеренно эффективное управление; -20% и ниже – низкая эффективность управления);
- оценка эффективности управления паевыми инвестиционными фондами осуществляемая по следующим критериям (см. табл. 2):

Таблица 2

Тип фонда	Уровень эффективности управления по относительному изменению стоимости пая		
	низкий	средний	высокий
Фонды акций	< 80	80 – 120	> 120
Фонды облигаций	< 35	35 – 50	> 55
Смешанные фонды	< 60	60 – 80	> 80

3. Финансовая устойчивость, в составе которой:

- оценка инвестиционного риска по критерию n_M ($n_M < 17\%$ - высокая надежность; $17\% \leq n_M < 33\%$ - умеренный риск; $n_M \geq 33\%$ - высокий риск);
- квартальные балансы, отчеты о прибылях и убытках и годовые отчеты о движении денежных средств;
- показатели финансовой надежности, оцениваемые по следующим критериям (см. табл. 3):

Таблица 3

Наименование	Вес	Уровень		
		Низкий	Средний	Высокий
1. Показатель «финансового рычага»	2	>50	20-50	<20
2. Обеспеченность оборотных активов собственными средствами	2	<0	0-0,4	>0,4
3. Финансовая независимость	1	<0,3	0,3-0,7	>0,7
4. Рентабельность собственных средств	1	<0,1	0,1-0,3	>0,3

Показатель «финансового рычага» определяется как отношение суммы активов в управлении к сумме собственных средств. Обеспеченность оборотных активов собственными средствами определяется как отношение оборотных активов к сумме краткосрочных обязательств. Финансовая независимость определяется путем деления собственных средств на валюту баланса. Рентабельность собственных средств определяется как отношение чистой прибыли к сумме собственных средств.

4. Информационная открытость, составляющими которой являются: наличие официального Интернет-ресурса, корпоративной информационной

системы, средств клиентской поддержки, программных средств портфельной оптимизации и т. д. Наличие информационной составляющей интерпретируем как высокий уровень показателя, а отсутствие – низкий.

Сводим первичные данные из всех четырех подсистем в единую систему, присваивая следующие количественные значения уровням показателя: низкий – 1, средний – 2, высокий – 3. С учетом того, что все подсистемы обладают одинаковой значимостью для оценки, а внутри подсистем показатели ранжированы по уровню их значимости, оцененные экспертно, применяя правило Фишберна, получаем соответствующие веса показателей:

$$f = \frac{2(N-i+1)}{N(N+1)};$$

где i – порядковый номер показателя; N – общее число показателей.

Определяем частный рейтинг компании по j -ой подсистеме как средневзвешенную оценку уровней показателей с полученными весами:

$$R_j = \frac{\sum_{i=1}^n x_i f_i}{\sum_{i=1}^n f_i};$$

где x_i - количественная оценка уровня показателя.

В итоге получаем число от 1 до 3, характеризующее рейтинг компании в рамках данной группы показателей. Комплексный рейтинг управляющей компании R получаем как среднюю геометрическую частных рейтингов по всем подсистемам:

$$R = \sqrt[4]{\prod_{j=1}^4 R_j}.$$

Это значение колеблется от 1 до 3 и интерпретируется следующим образом: $R \geq 2,5$ – пенсионные накопления доверять можно; $2,0 \leq R < 2,5$ – необходимо дополнительное исследование; $R < 2$ – доверять преждевременно.

Предлагаемая система показателей определения эффективности управления пенсионными капиталами позволяет производить интегральную сравнительную характеристику управляющих компаний по всем четырем группам показателей и в целом и выявлять их преимущества и недостатки. Это должно способствовать

повышению устойчивости накопительной пенсионной системы и разработке адекватных мер государственного регулирования. Данная методология позволяет принимать оперативные решения при управлении пенсионными капиталами, стимулировать рост ресурсной базы, наращивать объемы инвестиций в реальный сектор экономики, способствовать улучшению пенсионного обеспечения граждан и повышению уровня доверия к управляющим компаниям.

В перспективе рекомендуется производить расчет рейтинга на ежеквартальной основе, по мере получения новых данных финансовой отчетности с последующим определением интегрального динамического рейтинга управляющих компаний. Положительность или стабильность динамики рейтинга будет свидетельствовать о повышении или сохранении эффективности управления пенсионными капиталами.

Разработанная методика оценки эффективности инвестирования пенсионных накоплений, по-видимому, может быть с успехом применена в других сферах экономики (банковская система, страхование, ЖКХ и т.д.). Конечно же, должна учитываться специфика именно этих отраслей, поэтому используемая в разработанной методике система показателей должна быть адаптирована и при необходимости дополнена.

СПИСОК РАБОТ ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Статьи, опубликованные в изданиях, рекомендованных ВАК:

1. Матвеев В.А. Перспективы инвестирования пенсионных капиталов в России // Вестник Нижегородского университета им. Н.И.Лобачевского. Серия «Экономика и финансы». Выпуск 1(5). – Нижний Новгород: Изд-во ННГУ, 2004. – с. 126-133. – 0,25 п.л.
2. Матвеев В.А. Сравнительная оценка эффективности государственного управления пенсионными накоплениями // Вестник Нижегородского университета им. Н.И.Лобачевского. Серия «Экономика и финансы». Выпуск 1(8). – Н.Новгород: Изд-во ННГУ, 2006. – с. 171-174. – 0,25 п.л.

Материалы конференций:

3. Матвеев В.А. Инвестирование пенсионных накоплений: принципы выбора управляющей компании / Матвеев В.А. // Материалы региональной научно-практической конференции «Проблемы развития региональных финансовых рынков». – Н. Новгород: Изд-во ННГУ, 2004. – с. 232-241. – 0,63 п.л.
4. Матвеев В.А. Критические аспекты инвестирования пенсионных капиталов в России / Матвеев В.А. // Материалы международной научной конференции «Проблемы и пути развития современных экономических систем». – Н. Новгород: Изд-во ННГУ, 2006. – с. 159-161. – 0,2 п.л.
5. Матвеев В. А. Приоритетные направления государственного регулирования системы пенсионного обеспечения в России / Матвеев В.А. // Материалы пятой международной научно-практической конференции «Государственное регулирование экономики. Региональных аспект» в 2 т. Том II – Н. Новгород, 2005. – с. 478-481. – 0,25 п.л.
6. Матвеев В.А. Проблемы участия профсоюзных организаций в реформировании системы пенсионного обеспечения в России / Матвеев В.А. // Материалы Российской научно-практической конференции «Профсоюзы в развитии производительных сил». – Невинномысск: Изд-во НИЭУП, 2006. – с. 121-123. – 0,2 п.л.