

*В.П. Левченко, канд. техн. наук,
Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України*

УПРАВЛІННЯ РИЗИКОМ У ДІЯЛЬНОСТІ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ

У статті розглядається діяльність недержавних пенсійних фондів України на тлі фінансової кризи. Аналізується не тільки вплив фінансової кризи та тенденції старіння населення на пенсійні фонди, які функціонують не тільки за схемами із визначеними внесками, а і за схемами із визначеними виплатами. З'ясовуються переваги і недоліки даних схем. Аналізуються додаткові можливості диверсифікації активів пенсійних фондів з метою зниження ризиків у їх діяльності, досліджуються перспективи і наслідки перенесення зростаючої частини ризиків недержавних пенсійних фондів на їх учасників.

Ключові слова: недержавний пенсійний фонд, внески, виплати, ризики, управління ризиком.

Постановка проблеми. В економічних та демографічних умовах, що склалися як в розвинутих країнах, так і в країнах, що розвиваються, особливо гостро постають питання функціонування недержавних пенсійних фондів (НПФ). При всіх відмінностях в економічній кон'юктурі та соціальному стані різних країн світу існує група проблем, з якими зіштовхується більшість країн. Зокрема, до таких належать проблеми, пов'язані зі світовою фінансовою кризою та тенденціями старіння населення. І перша, і друга група проблем без посередньо впливають на функціонування НПФ, в основному підвищуючи ризики в діяльності даних фінансових інститутів і знижуючи їх платоспроможність. Незважаючи на те, що в Україні НПФ функціонують лише за пенсійними схемами із визначеними внесками, доцільно проаналізувати вплив фінансової кризи та тенденції старіння населення на НПФ, які функціонують як за схемами із визначеними внесками, так і за схемами із визначеними виплатами для того, щоб з'ясувати переваги і недоліки даних схем. Таким чином, актуальність наукових досліджень, присвячених проблематиці управління ризиком у діяльності НПФ, є достатньо високою.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У сучасній науковій літературі значна увага приділяється аналізу діяльності небанківських фінансових інститутів взагалі та НПФ зокрема [1; 6]. Окремим аспектам діяльності НПФ, таким, як підвищення ефективності функціонування НПФ, вдосконалення механізмів державного регулювання діяльності НПФ, оцінка можливостей застосування зарубіжного досвіду в діяльності вітчизняних НПФ, присвячено достатньо наукових досліджень [2–5; 7]. Однак, на нашу думку, в сьогоdnішніх умовах в діяльності НПФ важливо звернути увагу саме на управління ризиком.

Мета статті. При підготовці даної роботи нами було сформульовано такі цілі: 1) порівняти пенсійні схеми із визначеними виплатами та пенсійні

схеми із визначеними внесками щодо їх здатності протистояти негативним наслідкам фінансової кризи та тенденціям старіння населення; 2) дослідити можливості, що відкриваються на зарубіжних фінансових ринках, для використання в діяльності НПФ нових фінансових інструментів, які більшою мірою відповідали б характеру зобов'язань НПФ; 3) проаналізувати додаткові можливості диверсифікації активів НПФ з метою зниження ризиків у діяльності НПФ; 4) дослідити перспективи і наслідки перенесення зростаючої частини ризиків НПФ на учасників НПФ.

Виклад основного матеріалу. Світова фінансова криза здійснила великий негативний вплив на вартість активів НПФ. За різними оцінками падіння вартості активів НПФ в середньому склало 20–25 %. Однак, якщо порівнювати даний показник за країнами, то виявляється, що він має суттєві відмінності в різних країнах, що пояснюється відмінностями у складі і структурі інвестиційного портфеля, а також у різних підходах до регулювання діяльності НПФ.

Із розвитком фінансового ринку різноманітні небанківські фінансові інститути, зокрема і НПФ, все більше підпадають під дію ринкових та кредитних ризиків. НПФ можуть впливати на стабільність фінансового ринку різними способами, однак в основному такий вплив здійснюється через інвестиційну стратегію, яку реалізують НПФ. Обсяг та прогнозовані темпи зростання акумульованих НПФ ресурсів надають можливість стверджувати, що НПФ як інституційні інвестори здатні суттєво змінювати ситуацію на фінансовому ринку. Переміщення активів достатнього обсягу, наприклад, переведення пенсійних коштів із активів з гарантованим доходом в акції, може вплинути на стабільність фінансового ринку. Інвестиційні стратегії НПФ визначаються не тільки фундаментальними теоріями інвестиційної поведінки, але й факторами циклічності економічного розвитку та підходами до управління ризиком, прийнятими в кожному конкретному НПФ, а також характером державного регулювання в сфері оподаткування, бухгалтерського обліку та ін. Крім того, на інвестиційну стратегію НПФ впливають зміни потреб учасників при переході учасників НПФ із однієї вікової категорії до іншої. Таким чином, при аналізі діяльності НПФ на фінансовому ринку основну увагу необхідно приділити ключовим тенденціям їх розвитку з урахуванням проблеми старіння населення, основним підходам до вдосконалення управління ризиком в діяльності НПФ та підвищенню їх ролі як фінансових інститутів, що здійснюють довгострокові інвестиції. Від підходів до управління ризиком у НПФ залежить розподіл фінансових та інших ризиків між різними секторами економіки. Чим глибше держава та роботодавці розуміють небезпеку старіння населення для діяльності НПФ, а також значущість фінансових ризиків, пов'язаних з реалізацією пенсійних схем, тим частіше НПФ здійснюються спроби урізноманітнити підходи до управління ризиком. Характерна для більшості розвинутих країн світу тенденція зменшення величини гарантованих державою пенсій та поступовий перехід від

пенсійних схем із визначеними виплатами до пенсійних схем із визначеними внесками призвела до перенесення більшої частини всіх ризиків, пов'язаних із пенсійним забезпеченням, на учасників НПФ.

У першу чергу необхідно проаналізувати, в чому полягає важливість проблеми старіння населення для діяльності НПФ на фінансовому ринку. Процеси старіння населення є результатом сукупної дії двох демографічних тенденцій, а саме: збільшення тривалості життя і зниження народжуваності. Актуальність проблем, пов'язаних із пенсійними накопиченнями, особливо висока вже декілька декад, що пов'язано в основному із підсиленням тенденції старіння населення. Традиційно низька частка пенсіонерів у віковій структурі населення і відповідно більша частка економічно активного населення дозволяли утримувати тягар пенсійного забезпечення у достатньо необтяжливих межах. Пенсійні схеми із визначеними виплатами здавалися прийнятними для реалізації і достатньо позитивно оцінювалися роботодавцями – засновниками НПФ. Однак із старінням населенням зростає обсяг пенсійних зобов'язань та величина інвестиційного ризику. Зростання обсягу зобов'язань виявилось більш значним, ніж очікувалося, оскільки збільшення тривалості життя суттєво перевищило результати актуарних прогнозних розрахунків. Таким чином, вирішення проблем управління активами НПФ стає невідкладним, оскільки із перебігом часу при збереженні існуючої ситуації багатьом НПФ все складніше буде погашати свої пенсійні зобов'язання.

Одним із способів боротьби з негативним впливом проблеми старіння населення на діяльність НПФ на фінансовому ринку є модернізація пенсійних схем. Так, до традиційно існуючих пенсійних схем із визначеними виплатами та пенсійних схем із визначеними внесками додалися так звані гібридні пенсійні схеми. За своєю сутністю гібридні пенсійні схеми мають певні риси пенсійних схем із визначеними виплатами, але супроводжуються перенесенням частини ризиків на учасників НПФ. Як в традиційних пенсійних схемах із визначеними виплатами роботодавець інвестує пенсійні кошти та, як правило, приймає на себе певні інвестиційні ризики. Однак гібридні пенсійні схеми в певних аспектах функціонують як пенсійні схеми із визначеними внесками, а проявляється це в тому, що учасник НПФ, як правило, має індивідуальний пенсійний рахунок і може отримати інформацію про залишок накопичених на даному рахунку пенсійних коштів, як з розбивкою за роками, так і загальною сумою, приймаючи на себе більшу частину ризику зростання тривалості життя. Портативність (можливість переведення накопичених пенсійних коштів із одного НПФ до іншого) та відносно більш швидке зростання накопичень, що, як правило, забезпечується гібридними пенсійними схемами, часто є дуже привабливими для сьогоденної більш мобільної робочої сили. Водночас гібридні пенсійні схеми надають учасникам НПФ окремі переваги пенсійних схем із визначеними виплатами, особливо щодо питань гарантування збереження пенсійних накопичень.

Іншим способом вдосконалення функціонування НПФ в умовах старіння населення є застосування концепції життєвого циклу заощаджень населення та врахування впливу даного життєвого циклу на стан фінансового ринку. Старіння населення в довгостроковій перспективі може здійснити певні зміни в економічному розвитку, стані ринків праці і капіталу. Незважаючи на те, що старіння населення є глобальною тенденцією, в різних країнах та регіонах світу даний процес відбувається з різною швидкістю. Такі відмінності у поєднанні із запровадженими в багатьох країнах пенсійними реформами можуть значно впливати на величину сукупної пропозиції капіталу, на загальну ситуацію на ринку капіталу та на міжнародні потоки капіталу. Згідно з концепцією життєвого циклу споживання та заощаджень старіння населення призводить до зниження темпів заощаджень в національному масштабі. Захищаючи себе від зниження доходів у пенсійному віці, особа схильна заощаджувати більшу частину своїх доходів протягом працездатного віку і навпаки, витратити всі заощадження у пенсійному віці. Враховуючи зазначене, інвестування пенсійних коштів закордоном є доцільним не тільки з точки зору диверсифікації ризиків, але і з точки зору отримання більшого інвестиційного доходу. Результати останніх досліджень підтверджують, що у відкритій економіці можна досягти значно вищих темпів сукупних заощаджень. У закритій розвиненій економіці зростання національних заощаджень призводить до зростання сукупної величини акціонерного капіталу та зменшення ставки дохідності капіталу, що в результаті витісняє додаткові заощадження. У відкритій розвиненій економіці зростання заощаджень не супроводжується значними змінами ставки дохідності капіталу. Не тільки сама по собі вікова структура населення країни, але й відмінності у віковій структурі населення між країнами, є суттєвими чинниками, що визначають напрямки та обсяги потоків капіталу. Однак ступінь, в якому відносно старіння населення країни може визначати параметри потоків капіталу, також залежить від міжнародної мобільності капіталу. З огляду на зазначене існуючі обмеження на здійснення іноземних інвестицій у сукупності із схильністю інвесторів до здійснення інвестицій в межах країни можуть значно скоротити можливості для отримання вигод від міжнародної диверсифікації пенсійних активів.

Значні резерви вирішення проблем, що постали перед НПФ у світовому масштабі, містяться у вдосконаленні методик нагляду за діяльністю НПФ з метою забезпечення їх фінансової стабільності. Всі пропозиції щодо вдосконалення методик нагляду за діяльністю НПФ мають на меті забезпечення відповідності пенсійних накопичень до зобов'язань НПФ у будь-який момент часу. На приведення пенсійних накопичень у відповідність із зобов'язаннями НПФ має надаватися заздалегідь визначений період часу, протягом якого НПФ повинні або збільшити певним чином величину пенсійних накопичень, або зменшити індексацію пенсійних виплат. Для перевірки діяльності НПФ пропонується паралельно застосовувати три види тестування. При проведенні першого виду тестування (тест на відповідність

мінімальним вимогам) від НПФ вимагається забезпечення співвідношення між пенсійними накопиченнями і зобов'язаннями на рівні 105 %, навіть якщо пенсійні накопичення вкладені в активи, що за фактором ризику повністю відповідають характеру зобов'язань. При проведенні другого виду тестування (тест на безперервність відповідності пенсійних накопичень до зобов'язань НПФ) від НПФ, в пенсійних контрактах яких закладені умови стосовно індексації пенсійних виплат, вимагається наявність довгострокового (на період до 15 років) плану забезпечення виконання зазначених умов. При проведенні третього виду тестування (тест на платоспроможність) ретельно перевіряється склад та структура активів НПФ щодо їх відповідності вимогам платоспроможності. Тест на платоспроможність, зокрема, має запровадити в діяльність НПФ нові вдосконалені з урахуванням фактора ризику вимоги. На думку експертів, виконання цих вимог може з імовірністю 97,5 % гарантувати дотримання НПФ співвідношення пенсійних накопичень до зобов'язань НПФ на рівні 105 % протягом найближчого року, враховуючи очікувані надходження та витрати НПФ протягом найближчого року. Передбачається, що дотримання вдосконалених вимог зведе частоту виникнення випадків недофінансування зобов'язань НПФ за рахунок наявних пенсійних накопичень до одного випадку на кожні 40 років функціонування НПФ. Якщо спостерігається ситуація недофінансування пенсійних зобов'язань, то НПФ надається період тривалістю 15 років для приведення пенсійних накопичень у відповідність із пенсійними зобов'язаннями або за рахунок підвищення ставки пенсійних внесків, або за рахунок зменшення інвестиційних ризиків. Зазначені підходи до вдосконалення методик нагляду за діяльністю НПФ враховують також умовність або безумовність індексації пенсійних виплат, прийняту в конкретному НПФ. Якщо згідно з пенсійними контрактами в НПФ прийнята безумовна індексація пенсійних виплат, пенсійні накопичення даного НПФ мають складати 105 % не просто від величини зобов'язань, а від величини зобов'язань, проіндексованих з урахуванням інфляції. Однак якщо індексація є умовною, пенсійні накопичення співвідносяться із номінальною величиною пенсійних зобов'язань НПФ. Більшість НПФ у розвинутих країнах у пенсійних контрактах зазначає саме умовну індексацію пенсійних виплат, тому в загальному випадку пенсійні зобов'язання вимірюються за номінальною вартістю, а індексація може бути здійснена, але залежно від результатів інвестиційної діяльності НПФ та від наявності доброї волі їх засновників. Перевірка НПФ за такими методиками надає можливість знайти слабкі місця у функціонуванні НПФ та спрямувати основні зусилля щодо управління ризиком саме на подолання зазначених проблем. Слабкіші НПФ можуть збільшити частку облігацій у своєму інвестиційному портфелі і відмовитися від індексації пенсійних виплат, а міцніші НПФ, у яких відношення пенсійних накопичень до зобов'язань складає більше ніж 105%, можуть дозволити собі збільшення частки більш високодохідних фінансових інструментів, наприклад акцій, у своєму інвестиційному портфелі. Однак більшість НПФ схильється до змішаної інвестиційної стратегії, вкладаючи пенсійні кошти в облігації для

досягнення співвідношення між накопиченнями та зобов'язаннями на рівні 105 % та інвестуючи надлишок пенсійних коштів у більш ризиковані активи, більш високий інвестиційний дохід від яких дозволить реалізувати умовну індексацію пенсійних виплат.

Розміщення пенсійних ресурсів має велике економічне значення і порушує важливі питання довгострокових економічних і фінансових відносин. Зокрема, виникає питання, чи є необхідність в тому, щоб пенсійна схема із визначеними виплатами була на 100 % заснована на інвестуванні в облігації або чи доцільним є надання акціям переважної ролі в інвестиційному портфелі НПФ. Заробітна плата, прибутки і дивіденди являють собою відносно стабільні компоненти ВВП. Вважається, що інвестування пенсійних накопичень в акції дозволить достатньою мірою забезпечити виконання зобов'язань НПФ. Для того, щоб з'ясувати, наскільки необхідними у складі інвестиційного портфеля НПФ є акції, необхідно визначити, наскільки зміни величини майбутньої заробітної плати корелюватимуть із змінами величини майбутніх прибутків. На думку експертів, зміни цих двох показників значно корелюють між собою. Таким чином, інвестування в акції як в цінні папери, дохід за яким прив'язаний до величини прибутку, є достатньо ефективним засобом забезпечення зобов'язань НПФ, що за своєю сутністю прив'язані до величини заробітної плати. Твердження про необхідність наповнення інвестиційного портфеля НПФ на 100 % облігаціями є достатньо спірними. При оцінці розміщення активів НПФ необхідно звертати увагу на очікувану величину зобов'язань, а не тільки на величину зобов'язань, яка зафіксована в пенсійних контрактах. НПФ розглядаються як суб'єкти господарювання, функціонування яких планується на невизначений строк, а тому оцінюються не тільки контрактні зобов'язання, але й очікувані зобов'язання. Оскільки рівень заробітної плати неможливо точно передбачити, економічні оцінки не повинні базуватися на рівні дохідності облігацій. Така економічно важлива змінна як рівень заробітної плати значною мірою корелює з рівнем систематичного ризику. Відповідно ставкою дисконтування доцільно обирати середньозважену ставку дохідності за всіма класами активів, а не рівень дохідності облігацій. Крім того, переведення 100 % ресурсів усіх НПФ в облігації на сьогоднішній день неможливе через відсутність відповідної пропозиції на фінансовому ринку. При цьому передбачається, що у відповідь на підвищений попит на облігації з боку НПФ емітенти підвищать обсяги випуску таких цінних паперів. Однак для емітентів не існує очевидних мотивів для збільшення випуску зазначених цінних паперів. Таким чином, можливість збільшення випуску облігацій у відповідь на підвищений попит з боку НПФ існує. Однак скоріше за все такий додатковий випуск буде відбуватися за новою рівноважною ціною, яка буде відображати перевищення попиту над пропозицією. Згідно з теорією інвестування структура портфеля усередненого інвестора має відповідати структурі всіх представлених на фінансовому ринку цінних паперів. НПФ мають низку характеристик, які суттєво відрізняють їх від так званого усередненого інвестора, хоча ці відмінності не настільки суттєві,

щоб виправдати наповнення інвестиційного портфеля НПФ на 100 % облігаціями.

Висновки. При реалізації заходів, спрямованих на реформування діяльності НПФ у напрямку забезпечення більшої фінансової стабільності даних фінансових інститутів в умовах негативних демографічних та соціально-економічних тенденцій, роз'яснювальну роботу із представниками бізнесу, засновниками та учасниками НПФ необхідно проводити більш ефективно.

Повна відмова від пенсійних схем із визначеними виплатами експертами вважається недоцільною. Необхідно стимулювати розробку і запровадження гібридних пенсійних схем. Різноманітні гібридні пенсійні схеми, які гарантують забезпечення мінімального рівня виплат та мінімального обов'язкового рівня пенсійних внесків від роботодавців при розподілі частини інвестиційних ризиків та ризиків підвищення тривалості життя з учасниками НПФ можуть стати оптимальним вирішенням проблем у функціонуванні НПФ.

Доцільно прискорити розвиток більш довгострокових (20 років і більше) фінансових інструментів з фіксованим доходом або з доходом, що індексується. Такі фінансові інструменти дозволять НПФ вдосконалити структуру активів відповідно до структури своїх зобов'язань.

Необхідно, щоб у діяльності НПФ не було періодів, протягом яких здійснення пенсійних внесків з певних причин припиняється. У деяких країнах держава перешкоджає здійсненню пенсійних внесків до НПФ, в яких накопичені ресурси значно перевищують зобов'язання, за допомогою зміни режиму оподаткування пенсійних внесків, причому не тільки скасовуються податкові пільги, але і навпаки, запроваджується підвищення рівня оподаткування коштів, що спрямовуються до НПФ. Однак така податкова політика не враховує ризикованість активів НПФ, а тому і не враховує імовірність того, що активи НПФ можуть значно понизитися в ціні, в результаті чого виникне ситуація, коли зобов'язання НПФ стануть недостатньо забезпеченими відповідними накопиченнями. Таким чином, тимчасові припинення здійснення внесків є недоцільними і такими, що перешкоджають нормальному функціонуванню НПФ у довгостроковій перспективі.

Для забезпечення фінансової стабільності НПФ у довгостроковій перспективі важливе значення має міжнародний аспект диверсифікації активів НПФ. З перебігом часу переміщення капіталу НПФ із розвинутих країн до країн із високими темпами зростання економіки призведе до зростання інвестиційного доходу в таких НПФ, зниження загальної величини ризиків за рахунок диверсифікації і допоможе економікам розвинутих країн подолати негативні економічні наслідки старіння населення. Доцільно скасувати ті надмірні обмеження, що стосуються міжнародного руху коштів НПФ, та підсилити здатність економік країн, що розвиваються, до сприйняття та раціонального використання цих потенціальних потоків капіталу.

Необхідно зазначити, що важливою тенденцією у діяльності НПФ є перенесення частини інвестиційних та інших ризиків, пов'язаних із пенсійним забезпеченням, на самих учасників НПФ, наприклад, на учасників

покладається обов'язок визначати, скільки коштів накопичувати, в які активи інвестувати власні пенсійні накопичення. Такий процес поділу частини ризиків засновників НПФ із учасниками НПФ порушує питання про те, наскільки учасники НПФ готові до оцінки даних ризиків та відповідного управління ними.

Список літератури

1. Биконя, С. Інститути парабанківської системи в економічному зростанні [Текст] / С. Биконя // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – № 9. – С. 37–49.
2. Версаль, Н. Недержавні пенсійні фонди: становлення та перспективи розвитку в Україні [Текст] / Н. Версаль, Ю. Мороз // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006. – № 9. – С. 132–140.
3. Лазебна, М. Деякі питання формування ефективної системи недержавних пенсійних фондів [Текст] / М. Лазебна // Формування ринкових відносин в Україні. – 2003. – № 10. – С. 91–94.
4. Лазерна, М. Організаційно-економічний механізм державного регулювання діяльності недержавних пенсійних фондів [Текст] / М. Лазерна // Формування ринкових відносин в Україні. – 2003. – № 7. – С. 148–151.
5. Малий, Р. Діяльність недержавних пенсійних фондів (зарубіжний досвід) [Текст] / Р. Малий // Формування ринкових відносин в Україні. – 2005. – № 8. – С. 68–70.
6. Ніколаєва, С. Становлення та сучасний стан небанківських фінансових інститутів в Україні [Текст] / С. Ніколаєва, І. Каракулова // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – Т. 19. – С. 288–297.
7. Смоляр, Ю. Особливості інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів: зарубіжний досвід і вітчизняна практика [Текст] / Ю. Смоляр, Г. Терещенко // Фінанси України. – 2008. – № 3. – С. 43–52.

Summary

The article studies the activity of Ukrainian non-state pension funds during the financial crisis. It analyzes the impact of the financial crisis and the tendencies of the aging of the population on pension funds, which are functioning in accordance not only with the plans with the set deposits, but with the plans with set payments. It studies the advantages and drawbacks of these plans, analyzes the additional possibilities of diversification of the pension funds' assets in order to reduce the risks in their activities. It studies the consequences of the transfer of the growing share of risks of non-state pension funds to their participants.

Отримано 13.12.2010