

3) анализ полученных значений инвестиционной привлекательности ценных бумаг должен осуществляться совместно с полученными значениями инвестиционной привлекательности предприятия.

Дальнейшие разработки, затрагивающие тематику формирования баз из финансовых коэффициентов с соответствующими весовыми долями для индекса инвестиционной привлекательности предприятия, могут быть основаны на статистическом исследовании результатов финансово-хозяйственной деятельности предприятия и тенденциях развития всей отрасли.

Источники и литература

1. Бень Т. Г., Довбня С. Б. Интегральна оцінка фінансового стану підприємства. Фінанси України. – 2002. – № 6. – С. 53–60.
2. Коробков Д. В. Индексний підхід до визначення інвестиційної привабливості підприємств // Економіка розвитку. – 2005. – № 1 (33). – С. 82 – 86.
3. Коробков Д. В. Трендовий аналіз і індексне моделювання інвестиційної привабливості цінних паперів // Фінанси України. – 2004. – №11. – С. 110–117
4. Юхимчук С. В., Супрун С. Д. Матрична модель оцінки інвестиційної привабливості промислових підприємств. Фінанси України. – 2003. – № 1. – С. 3–12.

Крючков И.В., Боднер Г.Д., Пчелинцева А.Н. **ИНВЕСТИРОВАНИЕ ПЕНСИОННЫХ РЕЗЕРВОВ**

В настоящее время в Украине сформирована трёхуровневая пенсионная система на базе солидарного и накопительного принципов с использованием государственного и негосударственного пенсионных фондов (ГПФ и НПФ). Проблема инвестирования пенсионного капитала является результатом применения накопительного принципа, когда момент начала пенсионных выплат работнику зачастую наступает через несколько десятков лет после момента уплаты пенсионных взносов в фонд работодателем и работником. Задачи инвестирования заключаются в дополнительном финансировании экономики Украины, ускорении экономического роста, приращении пенсионного капитала и в увеличении или хотя бы сохранении первоначального уровня покупательной способности вложенных активов.

Партин Г.О. и Тивончук О.Ч. в работе [6] обосновывают необходимость и пути развития негосударственных пенсионных фондов, как обязательного элемента совершенствования пенсионного обеспечения в Украине.

Особенности участия мировых компаний в инвестиционных процессах на рынке пенсионных услуг в условиях России проанализированы Гребенщиковым Е.С. [3]. Итоги работы негосударственных пенсионных фондов России изложены в работе Батаева В.В. [2].

Цель настоящей статьи состоит в сравнительном анализе вариантов инвестирования пенсионных резервов с учётом отличительных характеристик инструментов инвестирования, обеспечения надёжности и прибыльности операций, оценки полноты сохранения покупательной способности инвестируемого капитала.

Государственный пенсионный фонд Украины реализует общеобязательное государственное пенсионное страхование, исходя из принципов как солидарной, так и накопительной систем.

Совершенствование функционирования пенсионной системы страны зависит от большого числа факторов, среди которых состояние экономики, состояние совокупного бюджета пенсионных фондов и ВВП, «возраст» обновлённой пенсионной системы, совершенство госрегулирования и т.п. При этом наблюдаются общие тенденции «старения» населения. Четыркин, Кабалкин приводят данные о том, что лица старше 65 лет составляют 16 % населения Европы. До 2030 года ООН ожидает увеличения этой доли до 25 % [7].

Солидарная система преобладает во многих странах континентальной Европы, в том числе во Франции, Германии и Италии. Постоянный процесс старения населения угрожает стабильности функционирования таких систем пенсионного обеспечения. Для сохранения текущего уровня выплат необходимо постоянно увеличивать сумму взносов, что приводит к росту затрат на оплату труда и уменьшение конкурентоспособности предприятий. В США, например, пенсия на основе солидарной системы составляет около 35 % от среднего дохода за всё время работы до выхода на пенсию. Ставка обязательных отчислений работодателей в государственную пенсионную систему в США составляет только 12,5 %.

В Украине доля лиц в возрасте старше трудоспособного на протяжении 1996 -2000 годов возросла с 22,7 % до 23,4 %. Проблемы финансирования пенсионных выплат за годы независимости Украины проанализированы О. М. Мельником [5].

Большинство специалистов считают необходимым переход к накопительной системе, когда вводится персонализированный учёт и на личном счёте работника с момента T_1 отражаются поступающие пенсионные взносы от работника и его работодателя. Пенсионные выплаты осуществляются с момента T_2 , причём интервал времени $\Delta T = T_2 - T_1$ может составлять несколько десятилетий. Вложения накапливаются на счетах работников, что совершенно необходимо для наращивания пенсионных ресурсов, защиты от инфляции, повышения покупательной способности этих средств. Мировая практика показывает, что при надлежащей организации и необходимом участии государства в процессе инвестирования достигаемый эффект значителен. Интересно, что вопрос о возможности инвестирования резервов Фонда нобелевских премий решался долго и трудно, но полученные результаты намного оправдали все ожидания.

Ресурсные взносы работодателя в накопительные пенсионные фонды создают относительно недоро-

гую систему закрепления кадров и при этом успешно решают задачи социальной поддержки сотрудников в старости.

Накопительные системы с фиксированными взносами преобладают в австралийской и чилийской пенсионных системах, становятся всё более популярными в Канаде, Японии и Европе.

Вложение капиталов пенсионных фондов в государственные ценные бумаги, понятно, сопровождается ростом внутреннего государственного долга, чтобы будущие пенсионные выплаты не стали причиной новых налогов с будущих поколений, включая самих пенсионеров.

Приумножение пенсионных резервов фонда само по себе привлекательно, но не является первостепенной задачей, поскольку приоритетными являются задачи финансовой макроэкономической стабильности экономики Украины.

Управление активами пенсионного фонда проводится компаниями по управлению активами на основании лицензии по осуществлению профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, которая выдётся Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку (ГКЦБФР), и в соответствии с утверждёнными их уставами пенсионными схемами и инвестиционными декларациями. При этом компания по управлению активами должна иметь собственный капитал не менее 300 000 евро [1].

Обязательным участником процесса инвестирования в Украине является хранитель пенсионного фонда, в качестве которого может быть коммерческий банк, который имеет соответствующую лицензию.

Этот банк открывает и ведёт счета пенсионного фонда, осуществляет приём, передачу и хранение ценных бумаг, а также документов, подтверждающих право собственности на пенсионные активы в других формах, документов, связанных с формированием и использованием пенсионных активов.

Пенсионные активы включают в себя в первую очередь денежные средства и ценные бумаги, получение и погашение дохода по которым гарантировано Кабинетом Министров Украины, Советом Министров АР Крым и местными советами, акции и облигации украинских эмитентов, которые прошли листинг и находятся в обращении на фондовой бирже или в торгово-информационной системе. При этом речь идёт именно о вторичном рынке ценных бумаг, что существенно снижает уровень рисков инвестора. Понятно, что вложение капиталов в перечисленные виды ценных бумаг позволит укрепить экономику нашей страны, ускорить её экономический рост. Закон Украины [1] разрешает использование ценных бумаг, если получение дохода по ним гарантировано правительствами иностранных государств, а также акций эмитентов, прошедших листинг на одной из 4 ведущих фондовых бирж: Нью-Йоркской, Лондонской, Токийской, Франкфуртской или в торгово-информационной системе NASDAQ. Вместе с тем, вложенные в иностранные инструменты капиталы будут укреплять экономику других стран, не говоря уже о том, что наиболее привлекательные по прибыльности и надёжности ценные бумаги уже использованы пенсионными фондами иностранных государств и для украинских фондов не будут предоставлены. В случае возникновения финансовых затруднений у эмитентов иностранных ценных бумаг они естественно в первую очередь будут решать вопросы защиты интересов своих пенсионных фондов.

В сфере негосударственного пенсионного обеспечения важнейшая роль принадлежит государственному контролю и регулированию, которые осуществляют Государственная комиссия по регулированию рынков финансовых услуг в Украине (ГКРРФУ), Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку (ГКЦБФР), Антимонопольный комитет Украины и Национальный банк Украины.

В Украине в соответствии с законодательством разрешается размещать на банковских депозитах и в сберегательных сертификатах не более 40 % общей стоимости пенсионных активов при этом не более 10 % общей стоимости пенсионных активов (ОСПА) в обязательствах одного банка. В целях снижения риска инвестирования в ценные бумаги следует использовать необходимую диверсификацию, для чего в ценные бумаги одного эмитента вкладывать не более 5 % ОСПА. В ценные бумаги, доходы по которым гарантируются КабМином Украины можно вкладывать не более 50 % ОСПА. Если доходы по ценным бумагам гарантированы СовМином АРК или по облигациям местных займов, то объём инвестирования не должен превышать 20 % ОСПА. Общий объём вложений в корпоративные облигации украинских эмитентов ограничен 40 % ОСПА.

Общий объём пакета акций украинских эмитентов не может превышать 40 % ОСПА. Для инвестирования в иностранные ценные бумаги отводится до 20 % ОСПА. Получаемая инвестиционная прибыль распределяется пропорционально суммам, отражённым на индивидуальных пенсионных счетах.

Хотя минимальная норма инвестиционной прибыли не устанавливается, управляющий активами может в договоре указать минимальную доходность на уровне темпа инфляции (i) за период инвестирования. Как известно, обеспечиваемая в условиях неизбежной инфляции реальная прибыльность (R_p) инвестирования оценивается по формуле Ирвинга Фишера [4]:

$$R_p = \frac{R_n - i}{i + 100\%} = \frac{R_n - i}{I} \quad (1).$$

В этой формуле все три параметра безразмерны, то есть представляются в виде десятичных дробей (коэффициентов) и относятся к общему периоду времени. R_n – номинальная чистая, т.е. нетто-прибыльность операции. Для депозитов и банковских сертификатов R_n равно депозитной ставке (γ) за вычетом ставки налога (q) на депозитный доход. Для облигаций и векселей соответствующая процентная ставка γ уменьшается также на ставку налога q , т.е.

$$R_n = \gamma - q. \quad (2)$$

Индекс инфляции (I) систематически публикуется Госкомстатом Украины, для чего все региональные управления статистики направляют в Киев отчёты о фактических ценах потребительской корзи-

ны ($\Pi_{ПК}$). Индекс инфляции определяется по соотношению $I = \frac{\Pi_{нк2}}{\Pi_{нк1}}$ (3), где индексы 2 и 1 относятся к

концу и началу отчётного периода. Темп инфляции определяется по формуле $i = \frac{\Pi_{нк2} - \Pi_{нк1}}{\Pi_{нк1}}$ (4), причём темп и индекс инфляции связаны между собой соотношением $I = i + 1$. (5). Если реальная прибыльность имеет нулевое значение, то операцией инвестирования решена задача только полной защиты капитала от инфляции, т.е. покупательная способность этого капитала сохранена. При положительном значении R_p помимо полной защиты от инфляции реализуется прирост реального капитала. Если R_p имеет отрицательное значение, то капитал защищён от инфляции лишь частично, а реальный прирост капитала не обеспечен.

С целью реализации оптимального соотношения надёжности и прибыльности инвестирования в ценные бумаги в мировой практике с прошлого века используются рекомендации портфельной теории, среди создателей которой проф. Марковиц, проф. Александер. Сформированная оптимальная совокупность ценных бумаг систематически проверяется на оптимальность и при необходимости безотлагательно корректируется за счёт продажи одних и приобретения других ценных бумаг.

При выборе наиболее прибыльного варианта инвестирования номинальная нетто-прибыль определяется для одного общего расчётного периода 1 год. Если речь идёт о депозитах или депозитных сертификатах с различными ставками γ и процентными периодами t , то следует в качестве критерия рассчи-

тать эффективную ставку по формуле $\gamma_{\text{эф}} = (1 + \frac{\gamma}{m})^m - 1$ (6), где m – количество начислений, т.е. процентных периодов в году.

В 2003 году в России действовало свыше 287 НПФ, имеющих государственную лицензию, причём в этой системе приняло участие 4,54 млн. чел.

Активы негосударственных пенсионных фондов подвержены коммерческим рискам намного меньше, чем активы страховых компаний и коммерческих банков, где размещены пенсионные резервы, что является следствием направленной регуляторной политики государства и типично для мировой практики пенсионного обеспечения.

Негосударственные пенсионные фонды обязаны предоставлять вкладчикам и участникам информацию об управляющих компаниях и специализированных депозитариях, услугами которых пользуются, о накопленных на пенсионном счёте средствах (с учётом реального инвестиционного дохода).

Чем известней брокерская фирма, чем она выше в рейтингах, тем более высокий уровень обслуживания клиентов может предложить эта компания. При этом, естественно, внимание к клиенту существенно зависит от объёмов инвестируемых им пенсионных резервов.

Взятый основными акционерами крупных компаний курс на повышение прозрачности, качества менеджмента и соответственно инвестиционной привлекательности является мощным толчком для долгосрочного роста курсов акций. Принятый недавно в США закон обязывает и наших руководителей компаний, чьи акции торгуются на американском фондовом рынке, под страхом уголовной и финансовой ответственности сдавать свою финансовую отчётность.

Во многих странах весьма привлекательно инвестирование капитала в корпоративные облигации. По сравнению с векселями они обладают меньшими операционными рисками, большей доходностью и большей скоростью погашения. Относительными преимуществами таких вложений являются их относительно высокая ликвидность, низкая номинальная стоимость. Заранее известная доходность и сроки погашения позволяют проводить финансовое планирование, своевременно организовывая собственные страховые выплаты, тем самым максимально увеличивая доходность активов. Весьма привлекательный вариант инвестирования резервов в паевые инвестиционные общества. Хотя последние не могут полностью удовлетворить индивидуальные потребности клиентов, так как фонд обязан строго придерживаться своей инвестиционной декларации, выбранной инвестиционной стратегии.

В целях обеспечения процесса инвестирования пенсионных резервов достаточно надёжными, доходными и долгосрочными инструментами в целом ряде стран созданы специализированные виды долговых обязательств на базе ипотечных ценных бумаг. Значительное распространение получило жилищное, сельскохозяйственное и ипотечное кредитование. Зарубежная практика показывает, что абсолютное большинство заёмщиков (97-99 %) регулярно обслуживало взятые кредиты.

Первый вариант для Украины сегодня ещё не обеспечен надлежащим госрегулированием. Относительно второго варианта заслуживает изучения опыт России, где в сентябре 2004 года решён вопрос относительно эмиссии государственных сберегательных облигаций (ГСО) с купонным доходом, предназначенных для негосударственных пенсионных фондов, пенсионного фонда России, страховых организаций, управляющих компаний и банков, работающих на пенсионном рынке. Ожидается выпуск двух видов ГСО

со сроком обращения один и восемь лет, общим объёмом в 45-50 млрд. руб., причём размещение запланировано на 2005 год.

При формировании инвестпортфеля помимо обеспечения необходимых надёжности и прибыльности следует принять во внимание и необходимый уровень ликвидности ценных бумаг, т.е. чтобы за краткий промежуток времени и без особых потерь можно было превратить их в деньги.

В Украине в ближайшее время необходимо на уровне правительства разработать серию нормативно-правовых актов относительно дальнейшего развития ГПФ и НПФ, особое внимание уделив вопросам инвестирования пенсионных резервов. По мнению ряда специалистов большую роль в этом может сыграть инспекция НПФ, которую следует создать при Министерстве труда и социальной политики, а также Министерстве финансов Украины.

Выводы:

- при выборе вариантов инвестирования пенсионных резервов следует обеспечивать надлежащие надёжность, прибыльность и ликвидность с учётом приведённых в статье результатов сравнительного анализа характеристик инструментов;
- предпочтительнее заслуживает прямое инвестирование в медицинскую, фармацевтическую и пищевую промышленность, связь и жилищное строительство экономики Украины;
- для оценки эффективности защиты вложенного капитала от снижения его первичной покупательной способности полезны рассмотренные в статье формулы.

Источники и литература

1. Закон Украины «О негосударственном пенсионном обеспечении» от 9 июля 2003 года № 1057 – IV // Голос Украины. – 2003. – № 154. – 19 августа. – С. 7–16.
2. Батаев В.В. Пенсионная реформа в России // Финансовый менеджмент. – 2003. – №4. – С.111–117.
3. Гребенщиков Э.С. Инвестиционная составляющая страхового бизнеса: новые источники и возможности // Финансы. – 2005. – №3. – С. 30–34.
4. Крючков И.В. Рынок финансовых услуг. Учебно-практическое пособие для вузов по решению задач. Рекомендовано Министерством науки и образования Украины. – Симферополь: Таврический национальный университет, 2004. – 132 с.
5. Мельник О.М. Реформування пенсійного забезпечення в Україні // Фінанси України. – 2002. – №4. – С. 32–38.
6. Партін Г.О., Тивончук О.І. Пенсійні фонди як учасники фінансового ринку // Фінанси України. – 2002. – №9. – С.143–149.
7. Четыркин Е., Кабалкин С. Мировой опыт реформирования пенсионных систем // Вопросы экономики. – 2000. – №8. – С.121–130.

Ломаченко Т.И.

КЛАССИФИКАЦИОННЫЕ КОНЦЕПЦИИ ИННОВАЦИОННОГО РАЗВИТИЯ

Большинство ученых и специалистов в вопросе о состоянии современного категориального аппарата теории инноваций выражают мнение, что необходимо определиться с самим термином инновация. Если проследить развернутый понятийный аппарат, предлагаемый учеными для описания теории инноваций, то он базисно предопределяется смысловым контекстом, заложенным в термине инновация.

Статья является составной частью научных разработок, которые входят в план НИР Крымского института бизнеса.

Целью статьи является уточнить терминологию используемую в современной научной литературы по вопросу сформированного категориального аппарата теории инноваций.

Задачами является:

1. Обосновать используемый концептуальный базис построения категории инновация.
2. Разграничить предметную область применения определений в отношении категории.

Анализ литературных источников:

Вопросы состояния современного категориального аппарата теории инноваций были рассмотрены в работах: Краюшкина О.В.[1], Водачек Л., Водачкова О.[2], Завлина П.Н. [3], Чухно А.А. [4].

Однако в этих работах не предложен результат формализации категориального аппарата теории инноваций.

Большинство ученых и специалистов при вступлении в дискуссию по вопросу что есть инновация, отмечают, что необходимо определиться с самим термином инновация, так как однозначного его определения нет до сих пор. Автор принципиально не согласен с данной позицией, утверждая наличие в современной науке и практике сформированного категориального аппарата теории инноваций, точнее, множественности подходов к описанию такового. Свое утверждение автор выстраивает на следующих объективных позициях:

1. Категориальный аппарат описания объекта всегда подчинен цели описания;
2. Категориальный аппарат подчинен законам национальной и профессиональной лексики;
3. Цели, национальная и профессиональная лексика изменяются во времени, обуславливая развитие категориального аппарата предметной области.