

Ссылка для цитирования этой статьи:

Бойтуш О.А., Шадурская М.М. Теория инвестиционных стратегий и принципы прозрачности суверенных фондов // Human Progress. 2023. Том 9, Вып. 1. С. 3. URL: http://progress-human.com/images/2023/Tom9_1/Boitush.pdf. DOI 10.34709/IM.191.3. EDN ZIQJHI.

УДК 330.341

ТЕОРИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ И ПРИНЦИПЫ ПРОЗРАЧНОСТИ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ



Бойтуш Оксана Александровна

кандидат экономических наук, доцент
доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита
ФБОУ ВО «Уральский государственный экономический университет»

boytush-ok@mail.ru
62, ул. 8 марта
г. Екатеринбург, Россия, 620144
+7 (343) 283-11-07



Шадурская Мария Михайловна

кандидат экономических наук, доцент
доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита
ФБОУ ВО «Уральский государственный экономический университет»

mshdom@yandex.ru
62, ул. 8 марта
г. Екатеринбург, Россия, 620144
+7 (343) 283-11-07

Аннотация. Несмотря на то, что суверенные фонды присутствуют на международной арене довольно долгое время, уровень открытости и прозрачности остается проблемой для развития суверенных фондов благосостояния. Устранение рисков, связанных с непрозрачностью фонда, позволит разработать инвестиционную стратегию, которая будет направлена не только на сохранение средств фонда, но и на их преумножение за счет инвестиций. В нашей стране наблюдается недостаток научных исследований в области стратегии развития Фонда национального благосостояния. Поэтому для России, которая столкнулась с сокращением объема Фонда национального благосостояния, данное исследование приобретает особую актуальность. Статья посвящена особенностям функционирования инвестиционных стратегий и определению принципов прозрачности суверенных фондов. Методологической и теоретической основами работы послужили труды российских и зарубежных ученых, посвященные оценке роли суверенных фондов. Авторами предложена модернизация расчета индекса прозрачности суверенных фондов. Теоретическая

и практическая значимость исследования заключается в том, что полученные результаты могут быть использованы российскими государственными структурами, компетенции которых включают формирование и использование средств суверенных фондов, что приведет к эффективному управлению суверенными фондами.

Ключевые слова: суверенные фонды; инвестиции; фонд национального благосостояния; инвестиционная стратегия; прозрачность суверенных фондов.

JEL коды: H54; O40.

Введение

Суверенные фонды представляют собой часть национального богатства, управление средствами фонда должно быть тщательно проработанным и основываться на детально продуманной инвестиционной стратегии. Поскольку фонды являются институциональными инвесторами, им присущи риски, которые по сравнению с рисками частных инвесторов заметно выше. Таким образом, при выборе оптимальной инвестиционной стратегии управляющие фондов должны учитывать нормативно-правовые ограничения и особенности суверенного фонда, а также определить допустимый уровень риска.

Актуальность вопроса, выбранного для отражения в статье, связана с важностью фондов для государства. Эффективное размещение средств фонда даст возможность получения дополнительных средств для реализации целей фонда. Целью исследования является обобщение теоретических знаний по изучаемой проблеме и систематизация выводов.

1. Основы инвестиционной стратегии суверенных фондов

Название «суверенные фонды благосостояния» (sovereign wealth fund), впервые было дано Эндрю Розановым, который характеризовал их как «пулы активов» [1]. «Суверенный фонд – это государственный фонд, средства которого инвестируются в различные активы, такие как ценные бумаги, недвижимость, иностранная валюта и другие финансовые инструменты» [2, с.7]. Суверенные фонды (СФ) обычно используют долгосрочный подход к инвестированию и низкий уровень кредитного риска, хотя стабилизационные фонды при выборе финансовых инструментов и методов учитывают краткосрочные цели, поэтому используют краткосрочный инвестиционный горизонт.

Исходя из своих экономических целей, суверенные инвесторы могут быть сгруппированы в три категории (таблица 1).

Табл. 1: Классификация суверенных инвесторов¹

Стабилизация экономики	Содействие финансовой стабильности	Использование инструментов антициклического регулирования (фискальная политика) для изоляции экономики от внутренних и/или внешних потрясений, например изменения цен на сырьевые товары	Chile Economic and Social Stabilisation Fund
	Стабилизация обменного курса	Использование ресурсов фонда для сбалансирования крупных притоков и оттоков капитала в краткосрочной перспективе (что может быть вызвано волатильностью цен на сырьевые товары) для предотвращения экономических пузырей	Резервный Фонд Российской Федерации
		Использование фонда для управления объемом капитала, поступающего в национальную экономику в долгосрочной перспективе, чтобы обеспечить поддержание обменного курса на уровне, позволяющем осуществлять другие экспортные виды деятельности, например предотвращать голландскую болезнь	Mexico Oil Income Stabilisation Fund
Экономическое развитие	Инвестирование в жёсткую инфраструктуру	Внутреннее развитие жесткой инфраструктуры, включая, но не ограничиваясь этими категориями, транспорт, энергетика, управление водными ресурсами и связь	Nigeria Infrastructure Fund
	Инвестирование в мягкую (социальную) инфраструктуру	Внутреннее развитие мягкой инфраструктуры, включает в себя социально-экономические проекты, такие как образование и здравоохранение	Mubadala Development Company
	Проведение промышленной политики	Создание диверсифицированной экономики с целью снижения зависимости от одного ресурса или источника финансирования. Официальные стратегические усилия правительств по повышению производительности труда в конкретных секторах	Temasek; BPI (France)

Факторы, объясняющие стратегии распределения активов СФ, включают источник формирования, макроэкономические цели, обязательства, управление, подотчетность, толерантность к риску, целевые рынки и цели доходности. Например, Правительства стран с крупными Пенсионными Фондами стремятся максимизировать капитал через свои СФ для покрытия будущих обязательств. Страны, стремящиеся к стабилизации, используют суверенные фонды, чтобы оградить свою экономику от внутренних и/или внешних потрясений. А другие страны пользуются услугами суверенных инвесторов для поддержки экономического развития.

«Суверенные фонды благосостояния создаются в тех государствах, бюджеты которых сильно зависят от рыночных факторов, обычно мировых цен на сырье» [3, с.118]. «Изначально необходимость в учреждении суверенных фондов возникла в странах с сырьевой экономикой» [4, с.357].

¹ Составлено автором по: PWC Global. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.pwc.com> (дата обращения 25.01.2023).

Суверенные фонды обладают значительной свободой в принятии решений о распределении активов и обычно не ограничены определенными классами активов или валютными рисками, в отличие от некоторых институциональных инвестиционных менеджеров, таких как пенсионные фонды.

Сырьевые суверенные фонды используют долгосрочный подход к инвестиционным решениям и отдают предпочтение долевым и альтернативным инвестициям. Около 4/5 средств стран-экспортеров нефти инвестируются в зарубежные активы. Инвестиции в акции составляют почти половину их зарубежных инвестиций, за ними следуют инструменты фиксированного дохода – около 20% и банковские депозиты 15%. Государственные облигации увеличивают свою долю, поскольку суверенные фонды стали более склонны к риску².

Несырьевые СФ являются важным источником ликвидности на мировых рынках капитала и, как правило, инвестируют в американские активы, в частности, в государственные облигации США. Данные о валютном составе официальных валютных резервов показывают, что доллар США составляет почти 2/3 от общего объема. Данная тенденция может снизиться в ближайшие годы, поскольку азиатские центральные банки переключают свое внимание на другие валюты, такие как евро. В конце 2009 года азиатские центральные банки владели крупнейшими запасами казначейских ценных бумаг США, причем на долю Китая и Японии приходилось более пятой части иностранных активов. За ними следуют Великобритания – 8% и страны-экспортеры нефти – 5%. Активы официальных валютных резервов, управляемые через СФ, как правило, инвестируются с более высокой толерантностью к риску, чем официальные валютные резервы³.

Симон Джонсон в своем исследовании по вопросам инвестирования средств суверенных фондов, утверждает, что: “Реальная опасность заключается в том, что суверенные фонды благосостояния (и другие формы поддерживаемых правительством инвестиционных механизмов) могут поощрять протекционизм по счету движения капитала, с помощью которого страны выбирают, кто во что может инвестировать» [5].

2. Прозрачность суверенных фондов

Структуры регулирования и надзора сильно различаются между суверенными фондами благосостояния [6]. Публичное раскрытие стратегии управления инвестициями широко варьируется в зависимости от суверенного фонда, но, в целом, является ограниченным. Большинство стран не предоставляют информацию об операциях и финансовом положении

² PWC Global. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.pwc.com> (дата обращения 25.01.2023).

³ PWC Global. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.pwc.com> (дата обращения 25.01.2023).

своих Фондов национального благосостояния (ФНБ). Непрозрачная деятельность подвергается все более пристальному вниманию.

Обеспокоенность по поводу суверенных фондов увеличила усилия по поиску международных стандартов надлежащего управления этими фондами. Изучением вопросов, связанных с деятельностью суверенных фондов, занимаются специализированные учреждения, такие как: Международный Форум Суверенных Фондов Благосостояния, Институт Суверенных Фондов и Центр изучения Суверенных Фондов. Данные организации обладают основательной эмпирической базой данных о деятельности, в нее включены собственные наработки учреждений и годовые отчеты самих фондов.

Чтобы повысить прозрачность ФНБ, Международный валютный фонд опубликовал «кодекс наиболее успешной практики» в отношении ФНБ, который называется «Принципы Сантьяго» [7]. В 2008 году встреча 25 стран в Сантьяго привела к принятию общих принципов. После заседания 7 июля 2011 года Международный форум фондов суверенного благосостояния опубликовал отчет об опыте своих членов в применении «Принципов Сантьяго».

Табл. 2: Рейтинг соответствия «принципам Сантьяго»⁴

Рейтинг	Интерпретация
A, A-	Полное соответствие принципам
B+, B, B-	В целом соответствует требованиям, но имеются недостатки технического характера (недостаточная информация о подходах к управлению, распределению рисков, инвестированию и т.д.)
C+, C, C-	Частичное соблюдение принципов (не раскрывают финансовую информацию - аудит, отчет о прибыли или убытках, баланс, контрольные показатели эффективности, механизмы финансирования; а также правовую информацию - подзаконные акты, учредительные документы, соглашения и т.д.)
D	Не соответствует принципам (механизмы управления, прозрачности, подотчетности и практика раскрытия информации, по мнению специалистов, являются несовершенными в большинстве областей)

Отчет представляет собой оценку добровольного соблюдения общепринятых принципов и практик. Хотя суверенные фонды добровольно повысили свою прозрачность (например, инвестиционное управление Абу-Даби), но на практике эти принципы применялись относительно мало. Последняя публикация Индекса соответствия Сантьяго относится к 2014 году. Оценивание производилось с помощью оценок от D до A, для интерпретации результатов составлена таблица.

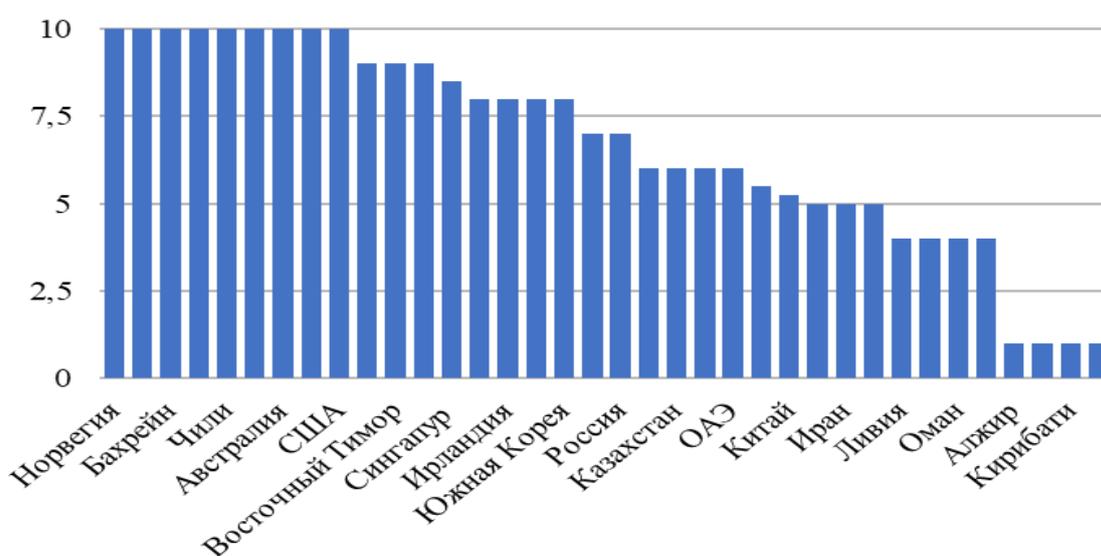
«Принципы Сантьяго» представляют собой новаторскую форму глобального управления: они предусматривают подотчетность государственных или связанных организаций из развитых и развивающихся стран в соответствии с одним и тем же набором стандартов.

⁴ Составлено по: Sovereign Welfare Fund Institute. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.swfinstitute.org> (дата обращения 25.01.2023)

Два показателя прозрачности внутреннего управления суверенных фондов считаются стандартами, повсеместно используются и принимаются профессионалами и учеными. Первым показателем является индекс прозрачности Линабурга-Мадуэля (Linaburg-Maduell Transparency Index), разработанный Карлом Линабургом и Майклом Мадуэллом и используемый Институтом суверенных фондов [8]. Второй показатель – «рейтинг Трумэна» (Truman Sovereign Wealth Fund Scoreboard) [9]. Эти две шкалы очень похожи с точки зрения объема раскрываемой информации и уровня прозрачности фондов.

Индекс прозрачности СФБ рассчитывается с 2008 г. Институтом суверенных фондов на основе данных, предоставляемых суверенными фондами, и отражает уровень открытости по шкале 1–10. Фонды оцениваются по следующим критериям – происхождение, структура собственности, инвестиционная декларация, информационная открытость, этические стандарты ведения. Индекс основан на десяти основных принципах, которые демонстрируют прозрачность суверенного фонда для общественности. Каждый из следующих принципов добавляет один балл прозрачности к рейтингу. Минимальный рейтинг, который может получить фонд – 1; тем не менее, Институт фондов суверенного благосостояния рекомендует в качестве минимального показателя – 8, что соответствует достаточной прозрачности. Рейтинги прозрачности могут измениться по мере публикации дополнительной информации фондами.

Рис. 1: Индекс прозрачности суверенных фондов по странам⁵



⁵ Составлено по: Sovereign Welfare Fund Institute. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.swfinstitute.org> (дата обращения 25.01.2023)

На рисунке 1 показано, что многие фонды являются довольно секретными (Брунейское инвестиционное агентство, Казахский национальный фонд и т.д.). Наиболее прозрачными являются фонды с развитыми демократическими и стабильными рынками (например, Глобальный государственный пенсионный фонд Норвегии и Корпорация постоянных фондов Аляски).

Рис. 2: Индексы прозрачности суверенных фондов и прозрачности государственной политики по странам⁶

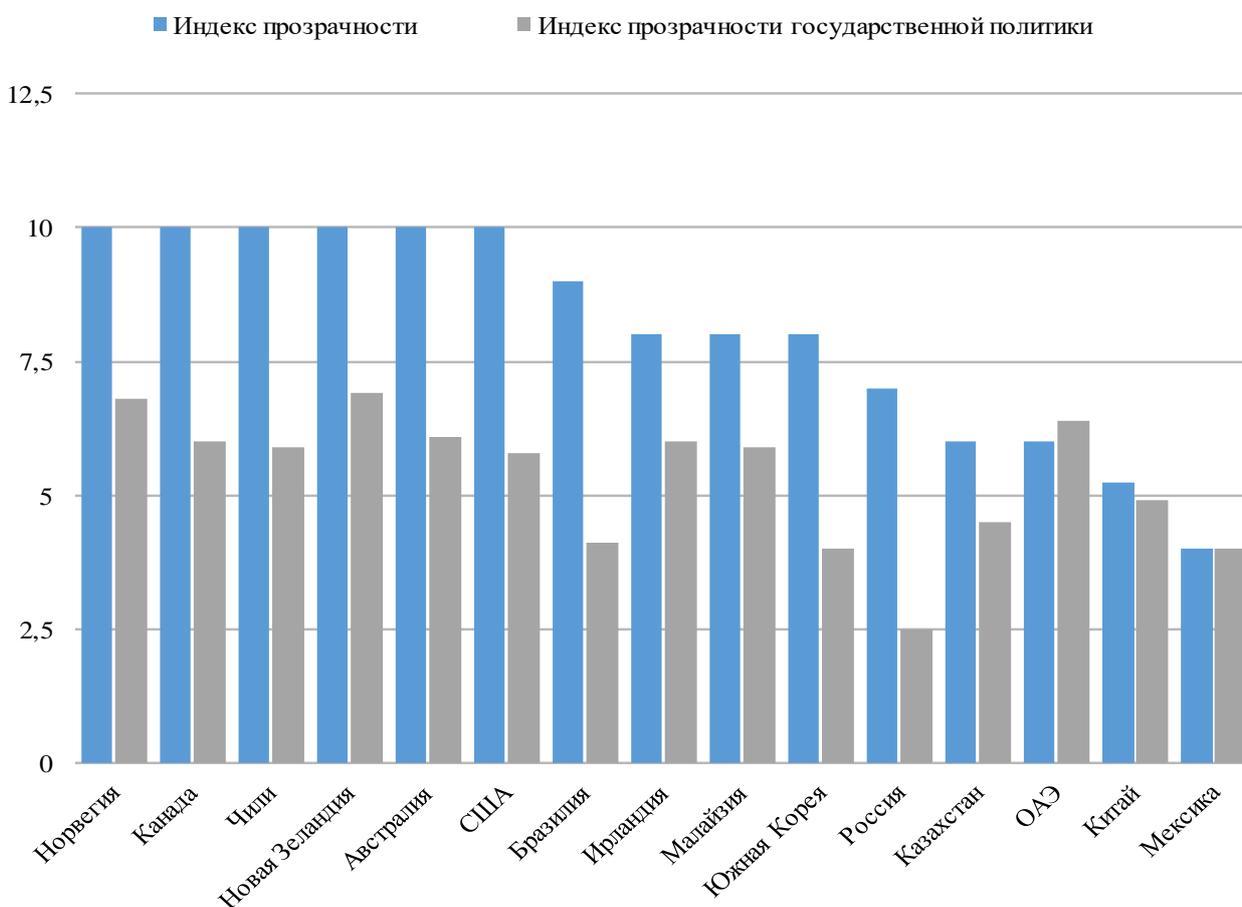


Рисунок 2 показывает, что уровень прозрачности ФНБ выше, чем уровень прозрачности государственной политики в странах их происхождения.

Несмотря на непрозрачность государственной политики в странах их происхождения, ФНБ пытаются приблизиться к частным фондам в отношении уровня их прозрачности.

⁶ Составлено по: Официальный сайт Международного валютного фонда [Электронный ресурс]. URL: <http://www.imf.org> (дата обращения 22.01.2023).

Что касается индекса Трумэна, он дает рейтинги следующим элементам, разделенным на четыре категории:

- 1) структура фонда, включая его цели;
- 2) управление фондом;
- 3) подотчетность и прозрачность фонда;
- 4) поведение фонда при управлении своим портфелем и его политика управления рисками.

Оценка Трумэна варьируется от 0 (непрозрачность) до максимум 100 (прозрачность), а самая высокая оценка, присвоенная в 2015 году, составляет 98 для Государственного пенсионного фонда Норвегии. Трумэн добавил еще один показатель качества прозрачности и управления для СФБ, отражающий степень соответствия СФБ принципам Сантьяго, принятым в сентябре 2008 года [10].

Таким образом, проблема определения ФНБ заключается в неоднородности, их непрозрачности, неопределенности их инвестиционных целей и несоблюдении нормативных требований. В результате страны, получающие инвестиции, вынуждены усиливать контроль и мониторинг ФНБ и ограничивать количество, размер и секторы, в которые они могут инвестировать. Следовательно, это означает возврат к протекционистской политике с известными негативными последствиями для мировой экономики.

Заключение

Для повышения эффективности оценки прозрачности суверенных фондов, необходимо принимать во внимание рейтинг прозрачности страны. С этой целью предлагаем усилить Индекс прозрачности Linaburg-Maduell за счет использования результатов индекса восприятия коррупции (CPI), ежегодно публикуемого Transparency International. Взвешивание рейтинга Linaburg-Maduell каждого суверенного фонда на индекс CPI страны, к которой он принадлежит, обеспечит более реалистичную индексацию. Считаем, что включение Индекса восприятия коррупции также освободит Индекс прозрачности Linaburg-Maduell от его текущего статического состояния и сделает его динамическим индексом, который будет обновляться ежегодно.

Литература

1. Rozanov, A. Definitional Challenges of Dealing with Sovereign Wealth Funds // *Asian Journal of International Law*. 2011. Том 1. № 2. С.: 249-265. DOI: 10.1017/S2044251310000081.
2. Бельская, А.И.; Сычева, М.С.; Макашина, О.В. Влияние структуры суверенных фондов на стоимость их активов на примере России и Норвегии // *Ивэкофин*. 2021. № 03(49). С.: 7-11.

3. Лихолетова, Н.В. Суверенные фонды России: анализ текущей деятельности и современные принципы управления // Заметки ученого. 2021. № 3-2. С.: 117-121.
4. Михеева, А.С.; Петрова, А.А. Анализ эффективности управления суверенными фондами благосостояния // Известия Байкальского государственного университета. 2021. Том 31. № 3. С.: 356-362.
5. Johnson, S. The Rise of Sovereign Wealth Funds // Finance&Development. A Quarterly Magazine of the IMF. 2007. № 44. 3 с. DOI:10.23943/princeton/9780691142296.003.0002.
6. Balin, B. Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis. Washington: SAIS. 2008. 18 с.
7. Исаева, З.С. Основные принципы международного регулирования суверенных фондов // Экономика и бизнес: теория и практика. 2019. № 3-1. С.: 110-114.
8. Bagnall, A.E.; et al. Progress on sovereign wealth fund transparency and accountability: an updated SWF scoreboard // Policy Brief. 2013. Том 13. С.: 1-29.
9. Truman, E.M.; et al. Sovereign wealth funds: the need for greater transparency and accountability. Washington: Peterson Institute for International Economics, 2007. № PB07-6.
10. Stone, S.E.; et al. Uneven progress on sovereign wealth fund transparency and accountability. 2016. № PB16-18.

INVESTMENT STRATEGIES THEORY AND PRINCIPLES OF SOVEREIGN FUNDS TRANSPARENCY

Oksana Boytush

Candidate of Sciences (Econ.), Associate Professor of the Finance, Money Circulation and Credit
Department in Ural State University of Economics
Yekaterinburg, Russia

Maria Shadurskaya

Candidate of Sciences (Econ.), Associate Professor of the Finance, Money Circulation and Credit
Department in Ural State University of Economics
Yekaterinburg, Russia

Abstract. Despite the fact that sovereign wealth funds have been present for quite a long time on the international scene, their openness and transparency level remains a challenge for the sovereign wealth funds development. Eliminating the risks associated with the fund's opacity will allow

investment strategy development that will be aimed not only at preserving the fund's resources, but also at their multiplication through investments. There is a lack of scientific research in the National Wealth Fund's development strategy in Russia. Therefore, this study is of particular relevance for Russia, faced with the National Welfare Fund reduction. The article is devoted to the investment strategies functioning peculiarities and the definition of the transparency principles for sovereign funds. The methodological and theoretical foundations of the study were the Russian and foreign scientists' papers devoted to assessing the sovereign funds' role. The authors proposed a modernization of the sovereign funds' transparency index. The theoretical and practical significance of the study lies in the fact that the obtained results can be used by Russian government agencies, whose competences include the formation and use of sovereign funds, which will lead to the effective sovereign funds management.

Keywords: sovereign funds; investments; national wealth fund; investment strategy; sovereign funds transparency.

JEL codes: H54; O40.

References:

1. Rozanov, A. Definitional Challenges of Dealing with Sovereign Wealth Funds // *Asian Journal of International Law*. 2011. Vol. 1. No.2. P.: 249-265. DOI: 10.1017/S2044251310000081.
2. Belskaya, A.I.; Sycheva, M.S.; Makashina, O.V. Influence of the sovereign funds structure on the value of their assets on the example of Russia and Norway // *Ivekofin*. 2021. No. 03(49). P.: 7-11.
3. Likholetova, N.V. Sovereign funds of Russia: analysis of current activities and modern management principles // *Notes of a scientist*. 2021. No. 3-2. P.: 117-121.
4. Mikheeva, A.S.; Petrova, A.A. Analysis of the effectiveness of management of sovereign wealth funds // *Bulletin of the Baikal State University*. 2021. Vol. 31. No. 3. P.: 356-362.
5. Johnson, S. The Rise of Sovereign Wealth Funds // *Finance&Development*. A Quarterly Magazine of the IMF. 2007. No. 44. 3 p. DOI:10.23943/princeton/9780691142296.003.0002.
6. Balin, B. *Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis*. Washington: SAIS. 2008. 18 p.
7. Isaeva, Z.S. Basic principles of international regulation of sovereign funds // *Economics and business: theory and practice*. 2019. No. 3-1. P.: 110-114.
8. Bagnall, A.E.; et al. Progress on sovereign wealth fund transparency and accountability: an updated SWF scoreboard // *Policy Brief*. 2013. Vol. 13. P.: 1-29.
9. Truman, E.M.; et al. *Sovereign wealth funds: the need for greater transparency and accountability*. Washington: Peterson Institute for International Economics, 2007. No. PB07-6.

10. Stone, S.E.; et al. Uneven progress on sovereign wealth fund transparency and accountability. 2016. No. PB16-18.

Contact

Oksana Boytush

Ural State University of Economics

62, 8-March, 620144, Yekaterinburg, Russia

boytush-ok@mail.ru

Maria Shadurskaya

Ural State University of Economics

62, 8-March, 620144, Yekaterinburg, Russia

mshdom@yandex.ru