АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ УПРАВЛЕНИЯ СУВЕРЕННЫМИ ФОНДАМИ БЛАГОСОСТОЯНИЯ

А.С. Михеева, А.А. Петрова

Байкальский институт природопользования СО РАН, г. Улан-Удэ, Российская Федерация

Информация о статье

Дата поступления

5 июля 2021 г.

Дата принятия к печати

30 сентября 2021 г.

Дата онлайн-размещения

22 октября 2021 г.

Ключевые слова

Суверенный фонд
благосостояния; Китайская
инвестиционная корпорация;
Фонд национального
благосостояния; сырьевая
экономика; инвестиции

Финансирование

Работа выполнена в рамках
государственного задания
Байкальского института
природопользования СО РАН

Аннотация

Статья посвящена исследованию управления суверенными фондами благосостояния, учрежденными в странах, расположенных на трансграничных территориях Российской Федерации, Китайской Народной Республики, Республики Казахстан и Монголии. За последние годы суверенные фонды обрели большую значимость на мировом финансовом рынке, что говорит об актуальности исследования данных институтов финансово-экономической деятельности. Цель данной статьи — оценить эффективность управления суверенными фондами. Объектами исследования являются суверенные фонды благосостояния, предмет исследования — управление данными фондами. В процессе работы применялись следующие методы: сравнительный межстрановой анализ, анализ структуры, системный подход. В результате исследования сделан вывод о высокой эффективности управления суверенными фондами Китая, перспективной политике управления фондами Казахстана по норвежской модели и абсолютной непрозрачности фондов Монголии. Была сформулирована рекомендация по включению доходных рискованных активов в портфель российского суверенного фонда с целью повышения его доходности.

ANALYSIS OF THE EFFECTIVENESS OF MANAGEMENT OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS

Anna S. Mikheeva, Anastasia A. Petrova

Baikal Institute of Nature Management, Siberian Branch of the Russian Academy of Science, Ulan-Ude, the Russian Federation

Article info

Received

July 5, 2021

Accepted

September 30, 2021

Available online

October 22, 2021

Keywords

Sovereign wealth fund; China
Investment Corporation;
National Welfare Fund; resource
economy; investments

Abstract

The paper considers management of sovereign wealth funds established in the countries located in the transboundary territories of the Russian Federation, China, the Republic of Kazakhstan and Mongolia. Sovereign wealth funds have gained great importance in the global financial market, which indicates the relevance of the study of these institutions of financial and economic activity. The purpose of this research is to assess the efficiency of management of sovereign wealth funds. The objects of research are sovereign wealth funds, the subject of research is management of these funds. The methods of research used in the article are comparative cross-country analysis, structure analysis and systematic approach. As a result of the study, it was concluded that the management of China's sovereign wealth funds is highly efficient, Kazakhstan's long-term fund management policy based on the Norwegian model is advantageous, and the activities of Mongolian funds show lack of transparency. A recommendation is given to include profitable risk assets in the portfolio of a Russian sovereign fund in order to increase its profitability.

Acknowledgements

The research was conducted as part of the state task of the Baikal Institute of Nature Management of the Siberian Branch of the Russian Academy of Sciences

Суверенные фонды играют все более значимую роль на мировом финансовом рынке. По данным Института суверенных фондов благосостояния (Sovereign Wealth Fund Institute, SWFI), суммарные активы ста крупнейших фондов в мире составляют 8 380 712 978 985 долл. США¹. Отмечается, что международное сообщество обратило внимание на растущую роль суверенных фондов в мировом хозяйстве после кризиса 2008 г., поскольку фонды внесли значительный вклад в процесс его преодоления [1, с. 5].

Существенные объемы данных институтов свидетельствуют о том, что указанные субъекты финансово-экономической деятельности не только являются эффективным инструментом увеличения капитала, но и играют роль инструмента политического влияния за счет участия в долях крупных транснациональных компаний и публичных компаний внутри отдельных стран.

Изначально необходимость в учреждении суверенных фондов возникла в странах с сырьевой экономикой. Характерная особенность сырьевой экономики заключается в цикличности, обусловленной колебаниями цен на сырьевые товары, которые в сравнении с ценами на товары других категорий колеблются значительно сильнее. По этой причине бюджеты таких государств сильно зависят от сырьевых доходов, при снижении которых могут возникнуть периодические дефициты бюджетов и их неспособность выполнять расходные обязательства, сложившиеся в период высоких доходов, а также от колебаний реальных обменных курсов в странах — экспортерах сырья. В настоящее время суверенные фонды учреждаются не только в странах с сырьевой экономикой, но и в странах, не специализирующихся на экспорте сырья. Как правило, фонды в таких странах формируются за счет поступлений от иного экспорта.

Суверенный фонд благосостояния представляет собой накопление финансовых резервов для покрытия расходов бюджета в будущем. Выделяют три вида таких фондов: стабилизационные (стратегические),

сберегательные и гибридные. Фонды стабилизационного типа создаются с целью снижения зависимости бюджета и бюджетной политики от колебаний цен на сырье и повышения устойчивости валютного курса. Такие фонды формируются в период высоких цен на основной экспортный товар в отдельно взятой стране, влекущий за собой поступление сверхдоходов в бюджет, которые могут быть использованы в период низких цен. Данный механизм позволяет избежать ситуации, когда денежное предложение превышает спрос. Фонды сберегательного типа нацелены на обеспечение сохранности экспортных доходов для будущих поколений (фонды будущих поколений). Предполагается, что средства таких фондов не могут расходоваться раньше установленного срока и подлежат долгосрочному инвестированию, т.е. посредством данных фондов происходит трансформация экспортных доходов в инвестиционные. Гибридными являются фонды, которые выполняют и стабилизационные, и сберегательные функции.

Статистику по суверенным фондам различных стран ведет и обобщает SWFI. Данный институт составляет рейтинг крупнейших суверенных фондов по суммарным активам. По состоянию на 20 мая 2021 г. в рейтинг включено 100 фондов.

В работе будут рассмотрены фонды Российской Федерации, Китая, Республики Казахстан и Монголии (табл. 1). Необходимо отметить, что в рейтинге SWFI также отдельно представлены суверенные фонды особого административного района Китая — Гонконга, однако в рамках данного исследования эти фонды рассмотрены не будут. Для сравнения в табл. 1 также представлен крупнейший в мире суверенный фонд, расположенный в Норвегии, а именно Государственный пенсионный фонд — Глобальный (ГПФ-Г), который занимает первое место в рейтинге SWFI с суммарными активами 1,289 трлн долл. США. Управление активами данного фонда в научной литературе и в экономической практике признано эффективным и получило название «норвежская модель». Многие управляющие фондами стремятся внедрить элементы норвежской модели в целях повышения доходности фондов.

¹ Sovereign Wealth Fund Institute. Top 100 Largest Fund Rankings by Total Assets. URL: <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>.

Так, в рейтинге SWFI представлено два фонда Китая, два фонда России, три фонда Казахстана, два фонда Монголии. Далее будет кратко охарактеризовано управление данными фондами.

Китайская инвестиционная компания (China Investment Corporation, CIC) представляет собой второй в мире суверенный фонд по сумме активов после эталонного норвежского фонда. Целью создания CIC являлись диверсификация валютных поступлений от экспорта и максимизация прибыли, а также исправление ситуации, когда золотовалютные резервы инвестированы в низкодоходные активы [2, с. 38]. Стабильно крупное положительное сальдо торгового баланса и накопление Народным банком Китая средств от операций с иностранной валютой способствовали быстрому росту активов CIC [там же]. Структура инвестиционного портфеля CIC² представлена на рис. 1.

Обладая такими объемами средств, CIC имеет возможность наращивать влияние китайского правительства при помощи прямых инвестиций в крупнейшие компании, которые, в свою очередь, имеют механизмы воздействия на правительства западных стран [3, с. 28]. С учетом изложенного можно сделать вывод, что CIC является не только крупнейшим участником мирового финансового рынка, но и крупнейшим игроком на мировой политической арене.

Важно отметить, что китайский фонд CIC по сумме активов приближается к норвежскому ГПФ-Г, однако в перерасчете на душу населения эти фонды сравнивать нецелесообразно ввиду колоссальной разницы в численности населения этих стран. Так, по ин-

² China Investment Corporation. URL: http://www.china-inv.cn/chinainven/Investments/Portfolio_Management.shtml.

Рис. 1. Инвестиционный портфель Китайской инвестиционной корпорации по состоянию на 31 декабря 2019 г., %

формации мирового атласа данных Кноема по численности населения за 2019 г.³, активов норвежского фонда на душу населения в стране приходится 241 115 долл. США, в то время как активов Китайской инвестиционной корпорации — 748 долл. США на одного жителя Китая.

Вторым китайским суверенным фондом является Национальный фонд социального обеспечения (National Social Security Fund, SSF), который занимает девятое место в рейтинге SWFI. SSF является фондом, обеспечивающим функционирование системы социального страхования в Китае. Управляется Национальным советом фонда социального обеспечения. Одна из его задач — решение проблемы старения населения

³ Мировой атлас данных // Knoema.ru. URL: <https://knoema.ru/atlas>.

Таблица 1

Суверенные фонды Норвегии, КНР, РФ и Монголии

Место в рейтинге SWFI	Суверенный фонд	Страна	Активы, долл. США
1	Государственный пенсионный фонд — Глобальный	Норвегия	1 289 460 000 000
2	Китайская инвестиционная корпорация	Китай	1 045 715 000 000
9	Национальный фонд социального обеспечения	Китай	372 068 000 000
14	Фонд национального благосостояния	Россия	183 360 000 000
21	Самрук-Казына	Казахстан	64 271 700 000
22	Национальный фонд Казахстана	Казахстан	57 111 000 000
40	Российский фонд прямых инвестиций	Россия	13 000 000 000
83	Фонд будущего наследия Монголии	Монголия	268 925 000
95	Национальная инвестиционная корпорация	Казахстан	109 534 000
97	Mongolia Fiscal Stability Fund	Монголия	46 725 200

страны с учетом большой его численности, что относит данный фонд к фондам сберегательного типа. В годовом отчете фонда за 2019 г. не представлена детальная структура распределения активов, однако приведены данные по соотношению внутренних и внешних инвестиций. Так, средства фонда инвестированы преимущественно на внутреннем рынке. Распределение в долях представлено на рис. 2⁴.

Такой принцип управления применяется Государственным пенсионным фондом — Норвегия (ГПФ-Н), который является отдельным фондом и вместе с ГПФ-Г образует Государственный пенсионный фонд в Норвегии. Средства ГПФ-Н разрешено вкладывать на внутреннем финансовом рынке Норвегии и соседних стран — Дании, Швеции и Финляндии. Данный фонд располагает меньшими средствами в сравнении с ГПФ-Г, что позволяет контролировать макроэкономические показатели на внутреннем рынке, такие как инфляция и курс национальной валюты.

С момента создания Национальный фонд социального обеспечения Китая имеет среднегодовую доходность инвестиций 8,14 %, а совокупный инвестиционный доход составляет 1 246 406 млрд юаней⁵. На душу населения

⁴ Годовой отчет Совета Национального фонда социального страхования. URL: http://www.ssf.gov.cn/cwsj/ndbg/202009/t20200910_7798.html.

⁵ National Council for Social Security Fund. Годовой отчет за 2019 г. URL: http://www.ssf.gov.cn/cwsj/ndbg/202009/t20200910_7798.html.

Рис. 2. Соотношение внутренних и внешних активов в портфеле Национального фонда социального обеспечения КНР по данным на 2019 г., %

приходится 266 долл. США активов фонда. Исходя из суммы средств двух суверенных фондов Китая величина активов на душу населения составляет 1 014 долл. США.

Китайские фонды не являются сырьевыми фондами, в отличие от норвежского. Тем не менее Китай успешно применил опыт управления фондами Норвегии, и оба фонда, учрежденных в КНР, входят в топ-10 рейтинга суверенных фондов.

Фонд национального благосостояния (ФНБ) Российской Федерации является сырьевым. Данный факт возвращает к проблемам истощения природных ресурсов и сохранения процесса получения доходов от сырьевого сектора будущими поколениями даже в случае истощения природных ресурсов. Следовательно, остро стоит вопрос эффективности управления российским фондом. Для того чтобы сохранить выгоды для будущих поколений от добычи нефти и газа, необходима трансформация сырьевых доходов в инвестиционные по норвежской модели.

Российский суверенный фонд имеет сложную историю, в которой было как разделение стабилизационного фонда на два разных фонда — резервный фонд и ФНБ, преследующих разные цели, так и последующее объединение этих фондов в один на базе ФНБ. Данные преобразования, по мнению авторов, дестабилизировали процесс управления фондами и негативно сказались на его эффективности.

Средства ФНБ можно инвестировать в долговые обязательства государств и международных финансовых институтов, размещать на депозиты и акции юридических лиц. Преимущественно на средства ФНБ покупается иностранная валюта: евро, фунты стерлингов, японские иены и китайские юани. В начале июня 2021 г. стало известно, что фонд полностью откажется от доллара в структуре активов⁶. Данное решение связано с угрозой санкций и политическими рисками. Из долевого инструментария в портфеле ФНБ присутствуют только акции российских эмитентов. Таким образом, в настоящее время активы фонда представляют собой вложения с высоким уровнем ликвидности и низким уровнем риска [4, с. 16]. При действующей консервативной политике управления средствами ФНБ нарастить его капитализацию до размеров норвежского фонда не представляется возможным [5, с. 661].

⁶ Власти решили полностью отказаться от доллара в ФНБ // РБК. URL: <https://www.rbc.ru/finances/03/06/2021/60b896829a7947ff39ed48fb>.

Также необходимо отметить низкую прозрачность фонда, в частности отсутствие сводного отчетного документа, где была бы представлена детальная структура портфеля фонда, отражающая вложения средств в каждый вид активов в долях (как в Китайской инвестиционной корпорации).

Сумма средств ФНБ, приходящаяся на душу населения в Российской Федерации, равна 1 270 долл. США.

Второй фонд, представленный в сводном рейтинге SWFI, — Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ). Фонд создан Правительством РФ в 2011 г. для инвестиций в компании быстрорастущих секторов экономики. Фондом заключен ряд стратегически важных соглашений о сотрудничестве, которые играют важную роль в привлечении прямых иностранных инвестиций в развитие экономики Российской Федерации. Данный фонд не направлен на долгосрочное накопление, а предназначен для развития национальных компаний, соответственно, считаем нецелесообразным определять сумму фонда в расчете на душу населения.

В контексте исследования РФПИ необходимо отметить, что в среднем фонды прямых инвестиций способны увеличивать стоимость портфельных компаний посредством улучшения их операционной эффективности [6, с. 170].

Первый из двух фондов Республики Казахстан, представленных в сводном рейтинге,

Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына», призван обеспечить решение задач по преодолению кризисных явлений в экономике и продвижению к долгосрочным целям по модернизации и диверсификации экономики страны. Деятельность фонда направлена на увеличение стоимости и устойчивое развитие его портфельных компаний, а также на осуществление инвестиций для развития других секторов национальной экономики. Следовательно, фонд «Самрук-Казына», как и РФПИ, направлен исключительно на развитие национальных компаний, и расчет показателя суммы средств фонда на душу населения также нецелесообразен.

Национальный фонд Казахстана, напротив, формируется за счет доходов от нефти и, соответственно, является сырьевым фондом благосостояния. Данный фонд выполняет сберегательную и стабилизационную функции, т.е. это гибридный фонд. Управление фондом осуществляется по норвежской модели, структура инвестиционного портфеля Национального фонда Казахстана представлена на рис. 3⁷.

⁷ О проекте Указа Президента Республики Казахстан «Об утверждении отчета о формировании и использовании Национального фонда Республики Казахстан за 2019 г.» : постановление Правительства Респ. Казахстан от 28 мая 2020 г. № 329. URL: <https://adilet.zan.kz/rus/docs/P2000000329>.

Рис. 3. Структура портфеля Национального фонда Казахстана на 31 декабря 2019 г., %

Необходимо отметить, что в портфеле Национального фонда Казахстана 20,75 % составляют акции, которые представляют собой более рискованный инструмент, чем облигации. Также особое внимание необходимо уделить глобальному тактическому распределению активов, которое, в сущности, является краткосрочным трейдингом, основанным на ожидаемых рыночных тенденциях. Для этих целей выделено 1,41 % средств фонда.

Национальная инвестиционная корпорация Национального банка Казахстана — суверенный фонд будущих поколений (сберегательного типа). Корпорация создана для диверсификации валютных резервов Казахстана, соответственно, она управляет активами, вверенными Национальным банком Казахстана. Горизонт инвестиций фонда составляет 10–20 лет. Целевой портфель фонда диверсифицируется по трем категориям активов:

- высокодоходные рискованные активы 30–40 %;
- диверсификаторы 25–40 %;
- медиаторы риска 20–35 %⁸.

Очевидно довольно высокое значение допустимой доли инвестиций в рискованные, но высокодоходные активы, что является признаком управления фондом по норвежской модели.

Что касается Монголии, в рейтинге представлены два фонда данной страны. Фонд будущего наследия Монголии представляет собой сырьевой фонд, который законодательно является собственностью всех граждан Монголии⁹. Инвестиционная цель фонда — обеспечить максимально возможную

доходность в долгосрочной перспективе, избегая при этом чрезмерного риска¹⁰.

В 2015 г. Институтом управления природными ресурсами была осуществлена оценка законодательства Монголии в части управления Фондом будущего наследия и сформулированы рекомендации по его улучшению, среди которых повышение прозрачности и консервативная стратегия инвестирования¹¹. В 2019 г. была учреждена Корпорация Фонда будущего наследия для управления его активами. На наш взгляд, учреждение отдельного института по управлению фондом является положительным трендом и в перспективе повысит его доходность и эффективность. Однако остается открытым вопрос прозрачности фонда. Так, в настоящее время Фонд будущего наследия Монголии продолжает характеризоваться низкой прозрачностью, что затрудняет дальнейшее исследование.

Объем средств Фонда будущего наследия, приходящихся на душу населения Монголии, — 83 долл. США. В сравнении с рассмотренными выше фондами Китая, России и Казахстана данный показатель крайне низок.

Фонд финансовой стабильности Монголии является фондом стабилизационного типа. В фонд поступают излишки, образованные при высоких ценах на продукцию горнодобывающей промышленности, преимущественно медь, уголь и золото [7, р. 132]. Данный фонд отличается крайней непрозрачностью и недостатком внешнего аудита, что также затрудняет ход исследования данного института. На душу населения Монголии приходится 14 долл. США средств фонда.

⁸ Национальная инвестиционная корпорация Национального банка Казахстана. URL: <https://www.nicnbk.kz>.

⁹ Создана «Корпорация фонда будущего наследия» // Монголия сейчас. URL: <http://www.mongolnow.com/sozdana-korporatsiya-fonda-budushhego-naslediya>.

¹⁰ Future Heritage Fund // International Forum of Sovereign Wealth Funds. URL: <https://www.ifswf.org/members/future-heritage-fund>.

¹¹ Discussion of Mongolia's Draft Future Heritage Fund Law // Natural Resource Governance Institute. 2015. May. URL: https://resourcegovernance.org/sites/default/files/NRGI_MongoliaFutureHeritageFund.pdf.

Таблица 2

Сумма активов фондов Норвегии, КНР, РФ и Монголии, рассчитанная на душу населения соответствующей страны, долл. США

Суверенный фонд	Страна	Активы	Сумма активов фонда на душу населения
Государственный пенсионный фонд — Глобальный	Норвегия	1 289 460 000 000	241 115
Китайская инвестиционная корпорация	Китай	1 045 715 000 000	748
Национальный фонд социального обеспечения	Китай	372 068 000 000	266
Фонд национального благосостояния	Россия	183 360 000 000	1 270
Национальный фонд Казахстана	Казахстан	57 111 000 000	3 085
Фонд будущего наследия Монголии	Монголия	268 925 000	83
Национальная инвестиционная корпорация	Казахстан	109 534 000	6
Фонд финансовой стабильности Монголии	Монголия	46 725 200	14

В табл. 2 рассчитан показатель, отражающий сумму активов рассмотренных фондов, приходящуюся на душу населения соответствующей страны¹².

В ходе исследовательской работы была выявлена высокая эффективность управления суверенными фондами в Китае, эффективная перспективная политика управления фондами в Казахстане. По российскому ФНБ сделан вывод, что слиш-

ком консервативная политика управления фондом замедляет прирост его инвестиционного портфеля. Сформулирована рекомендация по усложнению структуры инвестиционного портфеля — включение в него более рискованных инструментов в целях повышения доходности. Суверенные фонды Монголии характеризуются абсолютной непрозрачностью и невозможностью сделать выводы об эффективности деятельности данных фондов.

¹² URL: knoema.ru.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Чебанов С.В. «Зеленая» экономика: роль суверенных фондов / С.В. Чебанов // Мировая экономика и международные отношения. — 2019. — Т. 63, № 3. — С. 5–12.
2. Ноздрев С.В. Китай в системе мировых финансов / С.В. Ноздрев // Мировая экономика и международные отношения. — 2016. — Т. 60, № 10. — С. 29–40.
3. Кодачигов Р.В. Особенности инвестиционной деятельности фондов национального благосостояния Китая / Р.В. Кодачигов, Е.М. Дудник // Экономика, социология и право. — 2016. — № 5. — С. 26–30.
4. Дорофеев М.Л. Особенности управления Фондом национального благосостояния РФ в современных условиях / М.Л. Дорофеев // Известия Высших учебных заведений. Сер.: Экономика, финансы и управление производством. — 2020. — № 1. — С. 12–19.
5. Дорофеев М.Л. Актуальные проблемы управления средствами Фонда национального благосостояния и пути их решения / М.Л. Дорофеев // Научные ведомости белгородского государственного университета. Сер.: Экономика. Информатика. — 2019. — Т. 46, № 4. — С. 652–668.
6. Утенов Г.Г. Оценка результативности инвестиционного проекта по приобретению компаний фондом прямых инвестиций / Г.Г. Утенов // Вестник университета. — 2020. — № 2. — С. 164–171.
7. Turgenbayar B. The Assessment of Mongolian Sovereign Funds / B. Turgenbayar. — DOI <https://doi.org/10.5564/mjia.v21i0.1438> // Mongolian Journal of International Affairs. — 2020. — Vol. 21. — P. 116–142.

Информация об авторах

Михеева Анна Семёновна — доктор экономических наук, заведующий лабораторией экономики природопользования, Байкальский институт природопользования СО РАН, г. Улан-Удэ, Российская Федерация, e-mail: asmiheeva@binm.ru.

Петрова Анастасия Андреевна — инженер лаборатории экономики природопользования, Байкальский институт природопользования СО РАН, г. Улан-Удэ, Российская Федерация, e-mail: aapetrova@binm.ru.

Для цитирования

Михеева А.С. Анализ эффективности управления суверенными фондами благосостояния / А.С. Михеева, А.А. Петрова. — DOI 10.17150/2500-2759.2021.31(3).356-362 // Известия Байкальского государственного университета. — 2021. — Т. 31, № 3. — С. 356–362.

Authors

Anna S. Mikheeva — D.Sc. in Economics, Head of the Laboratory of Environmental Economics, Baikal Institute of Nature Management, Siberian Branch of the Russian Academy of Sciences, Ulan-Ude, the Russian Federation, e-mail: asmiheeva@binm.ru.

Anastasia A. Petrova — Engineer, Laboratory of Environmental Economics, Baikal Institute of Nature Management, Siberian Branch of the Russian Academy of Sciences, Ulan-Ude, the Russian Federation, e-mail: aapetrova@binm.ru.

For Citation

Mikheeva A.S., Petrova A.A. Analysis of the Effectiveness of Management of Sovereign Wealth Funds. *Izvestiya Baikal'skogo gosudarstvennogo universiteta* = *Bulletin of Baikal State University*, 2021, vol. 31, no. 3, pp. 356–362. DOI: 10.17150/2500-2759.2021.31(3).356-362. (In Russian).