

Камінський А.Б.,

доктор економічних наук,
доцент кафедри економічної кібернетики
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка

Ломовацька Я.В.,

аспірант кафедри економічної кібернетики
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка

ДОСЛІДЖЕННЯ ІНФОРМАЦІЙНОЇ ПРОЗОРОСТІ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ УКРАЇНИ

На основі розробленої авторами спеціальної методології досліджено інформаційну прозорість українських недержавних пенсійних фондів відкритого типу.

On the basis of special methodology elaborated by the authors, research is made into the informational transparency of Ukrainian non-government open-type pension funds.

Ключові слова: НПФ, інформаційна прозорість, рівень розкриття інформації.

Недержавні пенсійні фонди (НПФ) є важливим сегментом сучасної світової фінансової системи, виконуючи фінансову, інвестиційну й соціальну функції. Фінансова функція НПФ проявляється головним чином у тому, що вони дають змогу акумулювати значний обсяг заощаджень у вигляді добровільних пенсійних внесків та трансформувати їх у інвестиції. Інвестиційна функція НПФ полягає в тому, що в системі НПФ може формуватися потужний довгостроковий інвестиційний ресурс, використання котрого, як показує досвід розвинутих країн, сприяє економічному зростанню. І соціальна функція проявляється в тому, що НПФ надають можливість їх учасникам сформувати індивідуальний розмір пенсії, який визначається виключно бажаннями й можливостями індивіда. Іншими словами, система НПФ надає інструментарій для формування матеріального забезпечення у старості за власною ініціативою.

У фінансових системах розвинутих країн частка активів НПФ у активах небанківських фінансових установ є істотною. Наприклад, на кінець III кварталу 2010 р. сукупні активи приватних пенсійних фондів США становили 5561,4 млрд дол.¹, або 24,1% всіх активів небанківських фінансових установ країни.

В Україні недержавне пенсійне забезпечення інституціонально розвивається з 2003 р., після прийняття Закону “Про недержавне пенсійне забезпечення”².

¹ Flow of Funds Accounts of the United States. Third Quarter 2010 // Federal Reserve Statistic Release Z.1, December 9, 2010. — P. 77: [Електр. ресурс]. — <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf>.

² Про недержавне пенсійне забезпечення: Закон України від 09.07.2003 № 1057-IV: [Електр. ресурс]. — <http://zakon.rada.gov.ua>.

Відповідно до законодавства в нашій країні можуть функціонувати НПФ трьох типів: відкриті, корпоративні і професійні. Учасниками відкритого НПФ можуть бути будь-які фізичні особи незалежно від місця й характеру їхньої роботи, корпоративного — виключно фізичні особи, котрі перебувають (чи перебували) у трудових відносинах із роботодавцями-засновниками й роботодавцями-платниками цього фонду, а НПФ професійного типу — фізичні особи, професійна діяльність яких пов'язана з визначеною у статуті такого фонду. Слід зазначити, що в Україні переважають відкриті НПФ — близько 80 % від їх загальної кількості.

Станом на кінець III кварталу 2010 р. у Державному реєстрі фінансових установ України представлено 102 НПФ та 43 адміністратори НПФ. Сукупна сума активів НПФ — 1057,3 млн грн, що, звичайно, небагато порівняно з їх величиною в розвинутих країнах. У структурі активів інших фінансових небанківських установ частка активів українських НПФ становить лише 0,7 % (рис. 1).

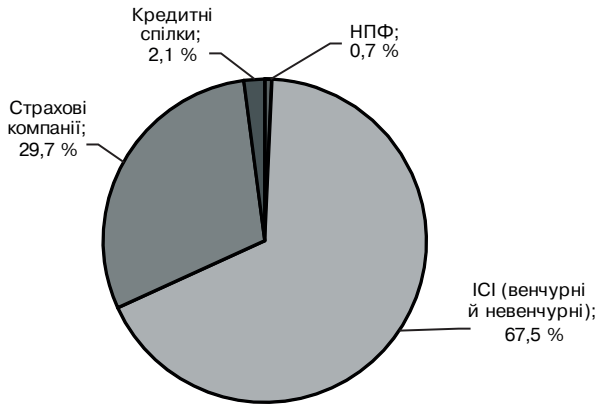


Рис. 1. Структура активів небанківських фінансових установ України

Порівняно невеликий обсяг активів українських НПФ пояснюється багатьма причинами. Основними з них, на наш погляд, є недовіра людей до НПФ, необізнаність більшої частини населення щодо умов функціонування системи недержавного пенсійного забезпечення, високі ризики довгострокових накопичень пенсійного типу в умовах політичної й економічної нестабільності у країні, досить короткий час існування системи недержавного пенсійного забезпечення.

Разом із тим реформування системи пенсійного забезпечення, започатковане в Україні наприкінці 2010 р., привертає увагу до недержавного пенсійного забезпечення. Так, проектом Закону України “Про заходи щодо законодавчого забезпечення реформування пенсійної системи”³ передбачене запровадження обов’язкового накопичувального рівня пенсійної системи з метою інвестування частини пенсійних внесків, облікованих на індивідуальних накопичувальних пенсійних рахунках.

³ Законопроект підготовлений Кабінетом Міністрів України від 13.12.2010 № 7455.

У світі існують різні форми обов'язкових накопичувальних систем. Це може бути єдиний державний накопичувальний фонд, який здійснює інвестування, або певна система делегування коштів обов'язкового накопичувального рівня в управління приватним пенсійним фондам (КУА). Можливі також гібридні варіанти. За статистичними даними, у 73 % випадків упровадження накопичувального рівня відбулося із залученням НПФ. Одним із пояснень даного факту є те, що такі фонди мають досвід роботи із залучення й інвестування пенсійних внесків. До того ж приватний сектор, як правило, здійснює управління інвестиційним ресурсом ефективніше, ніж державний.

Увагу до НПФ привертає також реформа солідарного рівня пенсійної системи, запропонована згаданим вище проектом закону. Зазначені в ньому зміни в солідарній системі призведуть до певного зниження пенсійного забезпечення багатьох пенсіонерів, заробітна плата яких перебуває на середньому рівні⁴. А обмеження на граничний розмір пенсій може торкнутися категорії високооплачуваних працівників. Відповідно до логіки пенсійної реформи працівники мають більшою мірою самі подбати про розмір майбутньої пенсії. Як зазначив Прем'єр-міністр М. Азаров, головна ідея пенсійної реформи полягає в тому, щоб “зацікавити кожного громадянина думати про розмір пенсії, яку він отримуватиме в майбутньому”⁵. Частково це можливо в межах запропонованого накопичувального рівня та з допомогою інструментарію діючої системи добровільного недержавного пенсійного забезпечення.

Отже, в результаті пенсійної реформи об'єктивно зростатиме інтерес до системи функціонування НПФ. Разом із цим актуалізується проблема асиметрії інформації, що супроводжує функціонування кожного інституту спільного інвестування, яким є НПФ.

Функціонування обов'язкового накопичувального рівня (другого рівня пенсійної системи) та рівня добровільного недержавного пенсійного забезпечення (третього рівня) передбачає делегування коштів (пенсійних внесків) у довірче управління та породжує відносини “принципал — агент”. Такі відносини завжди обтяжені проблемою асиметрії інформації, за якої учасники системи пенсійного забезпечення, як правило, перебувають у ситуації меншої інформаційної насиченості, ніж менеджери, котрі здійснюють управління інвестиційними ресурсами. Асиметрія інформації породжує два істотних ризики: несприятливого вибору (*adverse selection*) та моральний (*moral hazard*). Перший ризик пов'язаний із тим, що учасники обов'язкового накопичувального й добровільного недержавного пенсійного рівнів в умовах браку інформації можуть вибрати не оптимальний для них НПФ. Другий ризик характеризується тим, що акумульовані в НПФ пенсійні

⁴ Див. попередню експертну оцінку основних положень проекту Закону України “Про заходи щодо законодавчого забезпечення реформування пенсійної системи” фахівців Федерації профспілок України, розміщену на сайті www.fpsu.org.ua 24 грудня 2010 р.

⁵ Кожен повинен думати про свою пенсію // Урядовий кур'єр. — 2010. — № 245, 29 груд. — С. 1, 6.

внески можуть бути використані не найкращим для учасників фонду чином (тобто частково чи повністю не в інтересах учасників пенсійних програм).

Одним із важливих і ефективних способів зниження ризиків асиметрії інформації є надання необхідних відомостей, або інформаційна прозорість. Конкретизуємо це поняття на основі підходу Т. Вишванас і Д. Кауфмана⁶, відповідно до якого інформаційна прозорість (транспарентність) визначається як інституціональна відкритість, котра, у випадку НПФ, дає змогу його учасникам мати всю необхідну інформацію щодо інвестування їхніх пенсійних внесків. Інформаційна прозорість має п'ять атрибутів: доступність, своєчасність, значимість, якісність і надійність. Доступність означає можливість доступу учасниками пенсійних програм до необхідної інформації, причому в такій формі, в якій вони можуть її належним чином сприймати й інтерпретувати. Своєчасність — вчасне розкриття інформації щодо інвестиційних рішень фонду. Значимість, або релевантність, означає, що інформація повинна бути корисною для прийняття рішень. Нарешті, якісність і надійність — недопущення подання викривленої чи неточної інформації з боку НПФ, адміністратора чи КУА.

Слід наголосити: на сьогодні питання інформаційної прозорості фінансових установ є надзвичайно актуальною проблемою у світі. Значимість інформаційної прозорості фінансових інститутів підкреслювалася на саміті керівників країн G20, присвяченому світовій фінансовій кризі, що відбувся в березні 2009 р. Із метою підвищення інформаційної прозорості розробляються певні стандарти добровільного розкриття інформації. Як приклад можна навести систему, за якою міжнародна рейтингова компанія “Standard & Poor’s” регулярно оцінює інформаційну прозорість найбільших компаній світу⁷.

У дослідженні, результати якого подані в цій статті, авторами було поставлене завдання розробити методологію оцінки та оцінити рівень інформаційної прозорості схеми функціонування НПФ відкритого типу. Увага була зосереджена на фондах відкритого типу, бо вони домінують серед українських НПФ, а також тому, що корпоративні фонди мають щільну прив'язку до засновників, а професійні НПФ поки не дістали широкого розвитку в Україні. Під час дослідження автори спиралися на досвід оцінювання інформаційної прозорості найбільших українських інвестиційних фондів⁸.

Для проведення дослідження була сформована вибірка з українських НПФ відкритого типу, які на той момент (жовтень — грудень 2010 р.) мали величину активів понад 1 млн грн, котра включала 27 НПФ. У ролі інформаційної бази концептуально передбачалося використання виключно публічної інформації,

⁶ *Vishwanath T., Kauffman D.* Toward transparency: new approaches and their applications to financial markets // *The World Bank Research Observer*. — 2001. — Vol. 16. — P. 41–57.

⁷ *Patel S.A. et al.* Measuring transparency and disclosure at firm level in emerging markets // *Emerging Markets Review*. — 2002. — № 3. — P. 325–337.

⁸ *Камінський А.Б., Соломка Я.В.* Дослідження інформаційної прозорості інститутів спільного інвестування // *Фінанси України*. — 2010. — № 3. — С. 74–81.

поданої в інтернет-ресурсах НПФ, адміністратора фонду, КУА та банка-зберігача. Зрозуміло, що використання тільки інтернет-ресурсів дещо звужує інформаційні джерела, а проте приймається в нашій методології як значиме наближення. Обговорення даного питання в розрізі оцінки інформаційної прозорості компаній можна знайти у статті “Чи впливає якість розкриття інформації через інвестиційні відносини на інформаційну асиметрію?”⁹. На нашу думку, практично вся відкрита інформація щодо функціонування НПФ може бути подана в інтернет-ресурсах, через що ми вважаємо використання такого наближення доцільним.

Утім, інформація щодо функціонування НПФ може міститися й у інших інтернет-ресурсах. В Україні існує електронна система оприлюднення відомостей про діяльність НПФ у інтернет-ресурсах Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України¹⁰. Використання цих двох видів ресурсів (власне фондів і регулятора) залежить від мети дослідження. Метою нашого дослідження була оцінка рівня добровільного розкриття інформації у схемах функціонування українських НПФ, тому ми використали інформацію, подану в інтернет-ресурсах НПФ, адміністраторів і КУА. Такий підхід, у певному сенсі, надає можливість оцінити рівень корпоративної культури в аспекті взаємодії НПФ із учасниками пенсійних програм. Методологія включала оцінювання інформаційної прозорості за 120-ма критеріями, які структуровані в 6 інформаційних блоків (рис. 2).

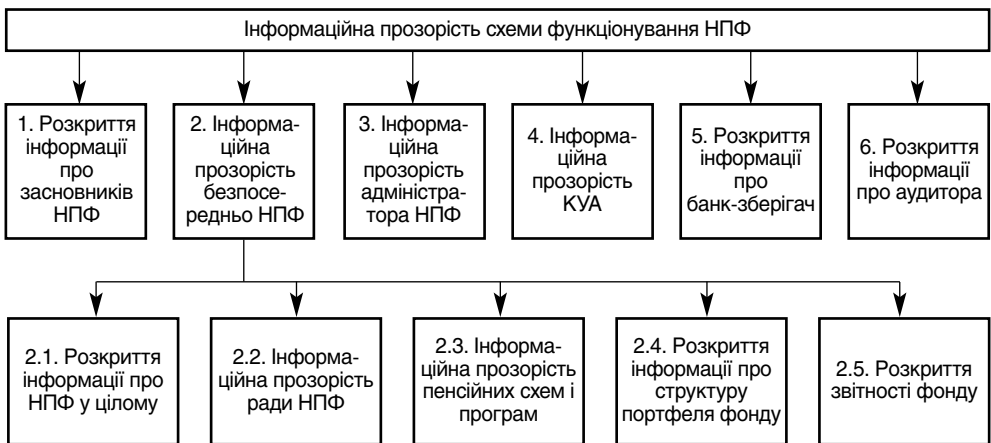


Рис. 2. Структура оцінювання інформаційної прозорості функціонування недержавного пенсійного фонду

Пояснимо логіку необхідності розкриття інформації за кожним блоком. Інформаційний блок 1 містить критерії щодо розкриття інформації про засновників НПФ. Логіка полягає в тому, що засновники мають безпосередній вплив на

⁹ Chang M., D'Anna G., Watson I., Wee M. Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry? // Australian Journal of Management. — 2008. — Vol. 33, Issue 2. — P. 375—390.

¹⁰ Режим доступу до електронної системи: <http://npf.dfp.gov.ua>.

менеджмент НПФ (раду фонду), а отже й на вибір адміністратора, КУА, банка-зберігача, на формування інвестиційної стратегії тощо. Розкриття інформації про засновників дає змогу виявити існування можливого взаємозв'язку засновників і зазначених структур або їх належність до певної фінансової чи промислової групи.

Інформаційний блок 2 структурований нами у п'ять інформаційних компонент. Перша компонента містить критерії оцінки розкриття інформації про НПФ у цілому. Тобто оцінюється ступінь розкриття інформації про цілі фонду, його місію, доступність тексту інвестиційної декларації, умови й порядок участі в ньому, права та обов'язки учасників НПФ тощо. Друга компонента містить критерії оцінки розкриття інформації про раду фонду. Потенційний учасник НПФ повинен мати можливість дізнатися, хто є членами ради, її головою, ознайомитися з їх професійно-кваліфікаційними характеристиками. Важливість транспарентності в роботі ради пояснюється її повноваженнями. Саме вона укладає від імені НПФ договори з адміністратором, КУА, зберігачем і аудитором. Окрім цього, рада фонду здійснює контроль цільового використання активів пенсійного фонду, а тому несе за це відповідальність. Зазначене зумовлює важливість інформації щодо складу ради та процедур її роботи. Третя компонента другого блоку включає критерії оцінки розкриття інформації про пенсійні програми фонду — їх порядок, терміни, права й обов'язки учасників. Четверта компонента присвячена структурі інвестиційного портфеля фонду. Ми вважаємо обов'язковою наявність відкритого доступу до опису інвестиційної стратегії, а також відомостей про структуру портфеля фонду, його великі вкладення, інформацію щодо системи показників, за якими оцінюється ефективність управління портфелем фонду. Важливість розкриття подібної інформації обґрунтовується в межах сучасних неокласичної й неоінституціональної теорій¹¹. Нарешті, п'ята компонента має презентувати звітність фонду. Важливою складовою при цьому повинна бути інформація про динаміку чистої вартості одиниці пенсійних внесків та розкриття методики вимірювання одиниці пенсійних внесків.

Інформаційний блок 3 містить критерії оцінки рівня прозорості у функціонуванні адміністратора НПФ. Адміністратор виконує надзвичайно важливу функцію в роботі з учасниками фонду — веде персоніфікований облік, укладає пенсійні контракти від імені фонду, забезпечує здійснення пенсійних виплат тощо. Оскільки саме він безпосередньо працює з учасниками фонду, транспарентність його діяльності є цілком логічною.

Інформаційний блок 4 присвячений розкриттю інформації про КУА, яка здійснює управління активами фонду та реалізує затверджену інвестиційну стратегію. На наш погляд, ключовим моментом має бути інформація щодо професійно-кваліфікаційного й репутаційного рівня менеджерів КУА. Також важливою є інформація про власників КУА, тому що вони можуть чинити значний вплив на її менеджерів.

¹¹ Камінський А.Б. Інформаційна прозорість у діяльності ІСІ: теоретичне обґрунтування і практика реалізації // Фінанси України. — 2010. — № 11. — С. 60–70.

Інформаційні блоки 5 і 6 включають розкриття інформації про банк-зберігач та аудитора. Ці блоки не є рівновеликими попереднім блокам та містять лише декілька критеріїв, пов'язаних із розкриттям загальних інформаційних відомостей (найменування й функції).

Для відбиття різної значимості критеріїв були введені ваги критеріїв (табл. 1).

Таблиця 1. Розподіл кількості критеріїв оцінки прозорості та їх значимості у вигляді сукупної ваги блоків

Інформаційний блок	Кількість критеріїв оцінювання	Вага (значимість) критеріїв, %
1. Інформація про засновників НПФ	9	5,52
2. Інформація безпосередньо про НПФ	51	52,09
3. Інформація про адміністратора НПФ	23	16,45
4. Інформація про КУА НПФ	29	23,70
5. Інформація про банк-зберігач НПФ	6	1,84
6. Інформація про аудитора НПФ	2	0,41
Загалом	120	100,00

Розроблена методологія включає розрахунок індексу інформаційної прозорості НПФ за формулою:

де X_k — результат оцінки НПФ за критерієм k . X_k може приймати значення 0, якщо відповідна інформація відсутня, 1 — якщо інформація розкрита повністю, та 0,5 — якщо інформація розкрита частково;

α_k — вага (значимість) критерію k .

За методологією вважається, що НПФ, який матиме $I = 100\%$, “ідеально” розкриває інформацію для учасників. Насправді індекс прозорості перебуватиме в межах від 0 до 100 %.

Індекс прозорості окремих блоків/компонент розраховується аналогічним чином.

Перейдемо до результатів проведеного дослідження. Загалом по вибірці значення індексу прозорості I варіюється від 0 до 73,31 %. Найбільше значення індексу, 73,31 %, показав ВПФ “Соціальний стандарт”. Для шести НПФ із вибірки індекс прозорості дорівнює 0 % через цілковиту відсутність актуальної інформації в можливих джерелах розкриття або самих таких джерел. Нижня межа значення індексу прозорості серед НПФ із ненульовим індексом становить 10,77 %. Середнє значення індексу за всією вибіркою дорівнює 26,59 %, серед НПФ зі змістовним (не нульовим) розкриттям — 34,17 %. Ступінь розкриття інформації за окремими блоками й компонентами подано в табл. 2.

Як видно з таблиці, розкриття інформації в системі функціонування НПФ коливається на рівні 20—30 %. Кращі значення індексів мають лише компонента, відповідальна за розкриття інформації про НПФ у цілому, та блок 5 “Інформація

Таблиця 2. Розкриття інформації в досліджуваних НПФ за блоками й компонентами

Блоки/Компоненти	Середнє значення індексу прозорості блоків/компонент, %
1. Інформація про засновників НПФ	23,54
2. Інформація безпосередньо про НПФ	25,56
2.1. Інформація про НПФ у цілому	41,97
2.2. Інформація про раду НПФ	16,78
2.3. Інформація про пенсійні схеми і програми	25,66
2.4. Інформація про структуру портфеля НПФ	20,11
2.5. Звітність НПФ	19,84
3. Інформація про адміністратора НПФ	30,47
4. Інформація про КУА НПФ	26,18
5. Інформація про банк-зберігач НПФ	37,41
6. Інформація про аудитора НПФ	13,23

про банк-зберігач”. Водночас індекси прозорості для компоненти, яка стосується інформації про раду фонду, та блоку “Інформація про аудитора” мають значення, значно нижчі за 20 %.

Для глибшого аналізу розкриття інформації на ринку НПФ було досліджено інформаційну прозорість активів досліджуваних фондів¹². Виявилося, що лише 10 % сукупної вартості чистих активів належить фондам із рівнем прозорості понад 50 %. У цілому по ринку прозорість у аспекті вартості чистих активів відображена у вигляді “піраміди розкриття” (рис. 3). Як бачимо, близько 75 % вартості чистих активів перебуває у фондах, рівень розкриття котрих становить менше ніж третину (33,3 %) від “ідеального” рівня.

Підсумовуючи викладене, слід зазначити таке. Дослідження виявило дуже низький рівень інформаційної прозорості схем функціонування українських НПФ: загалом розкривається трохи більше чверті значимої інформації. Низьким рівнем розкриття інформації (20—30 %) характеризуються практично всі складові схеми функціонування НПФ. Єдине, що розкривається дещо краще, — це загальні відомості про фонд (місцезнаходження, цілі, місія, порядок участі у фонді, права та обов’язки учасників тощо). Водночас рівень інформаційної прозорості ради фонду нижчий від середнього — 17 %. Враховуючи те, що до повноважень ради належать такі ключові питання, як затвердження інвестиційної декларації (по суті, вибір інвестиційної стратегії), укладання договорів із адміністратором, КУА, зберігачем і аудитором, даний факт породжує низку ризиків участі у НПФ.

Шість НПФ із вибірки, в яких у сукупності перебуває близько 83 млн грн активів, мають індекс інформаційної прозорості 0 %, тобто дійсний чи потенційний учасник не може взяти жодних актуальних відомостей із інтернет-ресурсів цих фондів. А що стосується всіх активів НПФ відкритого типу, то лише 10 % із

¹² На основі даних на кінець II кварталу 2010 р.

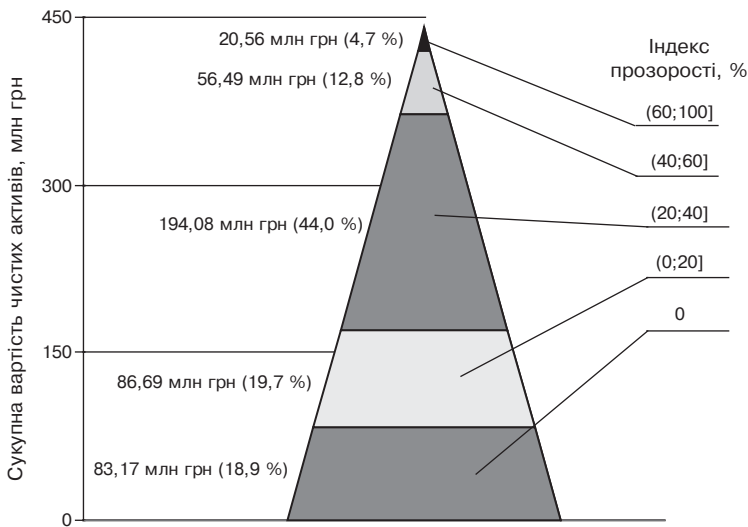


Рис. 3. Піраміда розкриття інформації на українському ринку НПФ відкритого типу

них розміщено у фондах із рівнем розкриття інформації понад 50%. Отже, переважна частина активів фондів перебуває в непрозорому середовищі.

Окремою проблемою є своєчасність подання інформації. У частини НПФ інтернет-ресурси на момент дослідження не оновлювалися тривалий час, навіть роками. Є випадки, коли в договорах із адміністраторами чи КУА відбулися зміни, а відповідна інформація не була відображена в інтернет-ресурсах.

Потребує розв'язання також проблема доступності висвітлення інформації для потенційних учасників. У багатьох фондах інформація подається у формі фрагментів Закону України “Про недержавне пенсійне забезпечення”, без будь-якої адаптації до діяльності конкретного фонду. Враховуючи вельми низький рівень обізнаності переважної більшості громадян із принципами функціонування НПФ, даному аспекту варто приділити особливу увагу.

На нашу думку, на ринку недержавного пенсійного забезпечення доцільно запровадити певний стандарт добровільного розкриття значимої інформації для учасників стосовно змісту інформації, доступної форми її подання та своєчасності розкриття. Є сенс запровадити також стандарт інформаційної прозорості для НПФ, що мають намір отримати ліцензію на надання послуг у накопичувальній системі пенсійного страхування та стати суб'єктами другого рівня пенсійної системи.