

**ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»**

На правах рукопису

ЯРОШЕНКО ОЛЕНА ВАСИЛІВНА

УДК 368.914 : 658.155.4] (043.5)

**МЕХАНІЗМ ЗАЛУЧЕННЯ І ВИКОРИСТАННЯ
ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ
ФОНДІВ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

**Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук**

Науковий керівник

Кривенко Лариса Володимирівна,
доктор економічних наук, професор



Суми – 2011

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ І ВИКОРИСТАННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ НПФ	12
1.1. Сутність недержавних пенсійних фондів як економічної категорії	12
1.2. Зарубіжний досвід діяльності НПФ в аспекті формування і використання фінансових ресурсів	33
1.3. Управління активами і пасивами недержавних пенсійних фондів: теоретичний підхід	50
Висновки до першого розділу	72
РОЗДІЛ 2 РОЗВИТОК МЕХАНІЗМУ ЗАЛУЧЕННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ НПФ	76
2.1. Загальна модель механізму залучення і використання фінансових ресурсів НПФ.....	76
2.2. Методичне забезпечення оцінювання рівня розвитку ринку послуг НПФ в системі недержавного пенсійного забезпечення	89
2.3. Моделі і методи управління фінансовими ресурсами НПФ.....	101
2.4. Порядок оцінки ефективності діяльності НПФ	115
Висновки до другого розділу	127
РОЗДІЛ 3 НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО УДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РЕСУРСАМИ НПФ В УКРАЇНІ	129
3.1. Формування системи оцінки фінансово-господарської діяльності НПФ на різних стадіях життєвого циклу.....	129
3.2. Фінансові стратегії ефективного управління залученням і використанням коштів НПФ.....	137

3.3. Напрямки залучення ресурсів недержавним пенсійним фондом	158
3.4. Оцінка ефективності інвестування активів недержавних пенсійних фондів	170
Висновки до третього розділу	201
ВИСНОВКИ	206
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	209
ДОДАТКИ	232

Державний вищий навчальний заклад
 “УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution
 “UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
 OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”



ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Реформування пенсійного забезпечення обумовлене низкою об'єктивних чинників, головними з яких є дисбаланс демографічної структури населення та малий розмір пенсійних виплат для більшості пенсіонерів на тлі стрімко зростаючого дефіциту Пенсійного фонду України. Єдиним шляхом подолання зазначених проблем може бути розвиток системи недержавного пенсійного забезпечення (НПЗ). З практичних набуток розвинених країн відомо, що найбільш конкурентоспроможними, законодавчо захищеними та системно функціонуючими фінансовими посередниками, здатними мобілізувати достатні обсяги довгострокових фінансових ресурсів та трансформувати їх в інвестиційний ресурс, є саме недержавні пенсійні фонди (НПФ). При цьому слід відмітити складність і багатогранність процесу управління фінансовими ресурсами НПФ, що потребує комплексного підходу, який передбачає нерозривну єдність активів і пасивів, які є взаємозалежними та взаємообумовленими. Це потребує удосконалення та подальшого розвитку методичних підходів та інструментарію управління активами і пасивами. В аспекті зазначеної проблематики особливої актуальності набуває вдосконалення механізму залучення і використання фінансових ресурсів НПФ.

Значний вклад у розвиток теорії, методології та методів функціонування сучасних пенсійних систем загалом та діяльності НПФ, зокрема, здійснено багатьма вітчизняними вченими, серед яких: Є. Григоренко, В. Ємець, Г. Залко, М. Карлін, Н. Ковальова, Ю. Конопліна, Н. Коробенко, Д. Котляр, Г. Кравчук, Л. Кривенко, Д. Леонов, Е. Лібанова, І. Новікова, М. Свердел, Р. Сіржук, Ю. Смоляр, А. Федоренко, В. Яценко, а також зарубіжними: М. Амманн, М. Баздаріч, В. Бончік, Е. Бронштейн, Ф. Буус, П. Гусєва, Е. Девіс, А. Жарков, С. Кесслер, Дж. Тоблер, А. Тулов, К. Функе, Г. Хендрікс, Т. Хест, І. Цисар, Е. Четиркін, К. Чурсіна, Ю. Якубов та ін. Ґрунтовні наукові результати, які дозволили

досягти чіткого осмислення науково-методологічних засад управління фінансовими ресурсами організацій, закладено у працях провідних дослідників світової і вітчизняної науки: Л. Буряка, О. Василика, Т. Геніберга, Л. Гитмана, А. Спіфанова, А. Загороднього, М. Міллера, В. Опаріна, А. Поддєрьогіна, П. Самуельсона, Ф. Фабощі, Л. Хариса, О. Хотомлянського, У. Шарпа та ін.

Високо оцінюючи наукові напрацювання вітчизняних і зарубіжних вчених з проблематики, що досліджується, слід зауважити, що поза увагою як науковців, так і практиків залишилося науково-методичне обґрунтування формування механізму залучення і використання фінансових ресурсів, визначення його елементів з точки зору впливу циклічних процесів у діяльності НПФ. Зазначені обставини зумовили вибір теми дисертаційного дослідження, визначили його об'єкт, предмет, мету і завдання.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційну роботу виконано відповідно до тематики науково-дослідних робіт ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України”. Наукові результати, теоретичні положення та висновки дисертаційного дослідження були використані при виконанні науково-дослідної теми “Формування страхового ринку України в контексті сталого розвитку” (№ держреєстрації 0107U012113), де автором удосконалено підходи до активізації процесу залучення широкого кола користувачів до системи НПЗ, та “Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів” (№ держреєстрації 0109U006782), де автором удосконалено процес щоденного розрахунку чистої вартості активів НПФ та чистої вартості одиниці пенсійних внесків.

Мета і завдання дисертаційного дослідження. Метою дисертаційного дослідження є розвиток теоретичних та розробка науково-методичних підходів до подальшого формування ефективного механізму залучення і використання фінансових ресурсів НПФ. Досягнення поставленої мети передбачає вирішення наступних завдань:

- узагальнити теоретичні положення щодо визначення економічної сутності НПФ та поглибити наукові уявлення про зміст ключових понять, через які

розкриваються особливості його функціонування;

- проаналізувати сучасний стан, проблеми та перспективи розвитку НПФ в Україні, розглянути зарубіжний досвід їх функціонування, узагальнити і систематизувати теоретико-методологічні засади управління процесом формування і використання фінансових ресурсів НПФ;
- дослідити теоретичні підходи до побудови системи управління активами і пасивами НПФ та визначити в ній місце механізму залучення і використання фінансових ресурсів (далі – МЗВФР);
- визначити сутність і структуру МЗВФР, обґрунтувати концептуальні основи формування фінансових ресурсів НПФ, виокремити і систематизувати вітчизняні моделі управління активами пенсійних фондів та формалізувати критерії ефективного залучення і використання активів та пасивів НПФ, врахувавши особливості їх структури;
- провести системний аналіз теоретичних положень та науково-методичних підходів до формування і оцінювання фінансової стратегії управління активами, запропонувати дієвий алгоритм визначення етапу розвитку НПФ, а також поглибити методичний підхід до проведення розрахунку чистої вартості активів НПФ;
- визначити сучасні та перспективні напрямки залучення фінансових ресурсів, встановити вплив фінансових потоків на ключові показники діяльності НПФ;
- провести аналіз найбільш поширених інструментів для інвестування активів НПФ з метою визначення їх впливу на результативність діяльності НПФ та запропонувати науково-методичний підхід до оцінки якості управління фінансовими ресурсами НПФ.

Об'єктом дослідження є сукупність економічних відносин, що виникають у процесі залучення та використання фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів у системі недержавного пенсійного забезпечення.

Предметом дослідження є науково-методичне забезпечення механізму залучення та ефективного використання фінансових ресурсів НПФ.

Методи дослідження. Теоретичною основою дисертаційного дослідження є фундаментальні положення і принципи сучасної теорії фінансів, праці вітчизняних і закордонних вчених з питань розвитку системи НПЗ та управління фінансовими ресурсами НПФ, дослідження науковців, що стосуються діяльності суб'єктів господарювання на ринку цінних паперів.

Для вирішення поставлених завдань у дисертації використовувалися наступні методи дослідження: абстрактно-логічний і системно-структурний – при визначенні і уточненні категоріально-понятійного апарату; порівняльний аналіз та групування – при формалізації структури фінансових ресурсів НПФ та формуванні моделей управління активами пасивного і активного типу; метод експертних оцінок – при побудові реляційних моделей для визначення життєвого циклу НПФ; розрахунково-аналітичний метод – при обґрунтуванні впливу складових розрахунку чистої вартості активів НПФ на чисту вартість одиниці пенсійних внесків.

Інформаційно-довідкову базу дослідження становили Конституція України, закони і законодавчі акти України, нормативно-правові акти і статистичні матеріали Державної комісії з регулювання ринку фінансових послуг України, Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України, Національного банку України, дані Державного комітету статистики України, періодичні видання.

Наукова новизна результатів дослідження, які виносяться на захист, полягає у теоретичному обґрунтуванні та практичному вирішенні комплексу завдань, пов'язаних з удосконаленням механізму залучення і використання фінансових ресурсів НПФ. Автором у дисертаційній роботі:

вперше:

- запропоновано науково-методичний підхід до формалізації етапів життєвого циклу НПФ на основі визначення критичних параметрів переходу між ними, який враховує кількісну (за рахунок зростання пенсійних внесків) та якісну (інвестиційну) динаміку активів, що дозволяє формалізувати ефективні стратегії управління фінансовими ресурсами для забезпечення стабільного розвитку НПФ;

удосконалено:

- науково-методичний підхід до оцінювання та прогнозування рівня потенційного розвитку ринку послуг НПФ в системі НПЗ, який базується на розрахунку різниці між рівнем абсолютного охоплення населення послугами системи НПЗ та фактичним рівнем активності на ринку пенсійного страхування, який, на відміну від існуючих, враховує кількість укладених пенсійних контрактів всіма фінансовими посередниками, що здійснюють пенсійне страхування, та чисельністю трудових ресурсів в регіоні, що дозволяє спланувати обсяги потенційних пенсійних внесків до НПФ.
- науково-методичний підхід до оцінки ефективності діяльності НПФ, що базується на показнику “чиста вартість активів”, який, на відміну від існуючих, виключає з розрахунку поточну невиконану заборгованість перед учасниками НПФ, що дозволяє уникнути необґрунтованого заниження обсягу грошових коштів на індивідуальних рахунках учасників фонду;
- науково-методичний підхід до оцінки фінансового стану НПФ на основі критеріїв надійності, економічної ефективності, ліквідності та зворотності пенсійних накопичень, який, на відміну від існуючих, передбачає врахування стадій життєвого циклу НПФ при визначенні їх критичних значень, що дозволяє формалізувати вибір відповідної фінансової стратегії (прискорений ріст, обмежене зростання, скорочення діяльності НПФ);

набули подальшого розвитку:

- концептуальні основи побудови механізму залучення і використання фінансових ресурсів НПФ, що базується на формуванні трьох взаємопов'язаних центрів відповідальності (залучення, примноження, використання фінансових ресурсів), та, на відміну від існуючих, враховує рівень потенційного розвитку ринку послуг НПФ в системі НПЗ, а також особливості діяльності НПФ на різних етапах його життєвого циклу, що дозволяє узгодити фінансові потоки НПФ;
- визначення змісту понять:
 - “недержавний пенсійний фонд” (фінансова установа, яка формує довго-

строкові фінансові ресурси за рахунок пенсійних внесків суб'єктів господарювання і домогосподарств та трансформує їх в інвестиційний капітал з метою забезпечення прийняттого рівня майбутніх пенсійних виплат і яка самостійно несе відповідальність за результати своєї діяльності);

- “фінансові ресурси НПФ” (сукупність коштів грошових фондів та частина грошових коштів нефондового характеру, що перебувають у розпорядженні НПФ і створені за рахунок залучених (внесків вкладників фонду) і власних (інвестиційного фінансового результату) джерел фінансування, і які використовуються для формування активів і погашення поточних зобов'язань НПФ);
 - “інвестиційний портфель НПФ” (цілеспрямовано сформована сукупність фінансових активів НПФ з метою забезпечення прийняттого рівня майбутніх пенсійних виплат, що використовується у довгостроковому періоді у відповідності з розробленою інвестиційною стратегією і розглядається як цілісний об'єкт управління);
- науково-методичний підхід до формування фінансової стратегії НПФ, що базується на оцінюванні його ліквідності після фінансування усіх витрат, пов'язаних з його розвитком, та визначенні величини і динаміки грошових коштів, який, на відміну від існуючих, враховує відповідність стратегії стадіям життєвого циклу НПФ, дозволяє узгодити фінансові потоки до НПФ та забезпечити його стабільний розвиток.

Практичне значення одержаних результатів дослідження полягає в тому, що основні положення, викладені в дисертації, доведені до рівня методичних розробок і практичних рекомендацій. Вони призначені для використання в практиці механізмів управління активами і пасивами НПФ компаніями з управління активами; допоможуть у діяльності адміністраторів НПФ, регуляторів пенсійного ринку та вкладників і учасників у процесі оцінки діяльності НПФ та прийняття управлінських рішень.

Рекомендації та висновки дослідження щодо критерію оцінки комплексного управління активами і пасивами пенсійного фонду були використані при

розробці внутрішньої нормативної документації Управлінням Пенсійного фонду України в Зарічному районі м. Суми (довідка від 22.04.2011 № 8252/9-10), Механізм визначення життєвого циклу НПФ та комплексні оптимізаційні критерії формування його фінансової стратегії використані ПрАТ “Полтавський олійноекстракційний завод – Кернел Груп” при обранні НПФ для впровадження пенсійних програм (довідка від 21.04.2011 № 895) та ТОВ “Компанія з управління активами “ІФГ Капітал” (довідка від 20.01.2012 № 7/1). Модель визначення рівня обґрунтованості рішень економічних суб’єктів щодо свідомого чи випадкового вибору інвестиційних інструментів використана при розробці стратегії управління активами клієнтів у ТОВ “Капіталтраст сек’юритиз”, м. Київ (довідка від 21.05.2010 № 14).

Результати дисертаційного дослідження впроваджені у навчальний процес ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України” з дисциплін “Бюджетна система”, “Бюджетний менеджмент”, “Соціальне страхування” (акт від 10.01.2012) та “Економіка праці і соціально-трудова відносини”, “Економіка підприємства” (акт від 20.06.2011).

Особистий внесок здобувача. Результати наукового дослідження, які вносяться на захист, отримані автором самостійно і знайшли своє відображення у наукових працях. У списку публікацій окремо зазначено особистий внесок дисертанта у тих працях, які опубліковані у співавторстві.

Апробація результатів дисертації. Основні положення і результати наукового дослідження були оприлюднені і отримали схвальну оцінку на науково-практичних, в тому числі міжнародних конференціях, зокрема: “Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації” (м. Тернопіль, 2009), “Українська наука XXI століття” (м. Київ, 2009); “Dynamika naukowych badań-2009” (м. Пшемишль, Польща, 2009), “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 2009, 2010); “Nauka i inowacja – 2010” (м. Пшемишль, Польща, 2010), “Стратегія розвитку національної економіки в умовах зміни ролі та місця людини в системі суспільного виробництва” (м. Харків, 2010.), “Міжнародна стратегія економічного розвитку регіону” (м. Суми, 2010), “Підприємницька діяльність в

Україні: проблеми розвитку та регулювання” (м. Київ, 2010); “Региональные финансы – 2010: доступные ресурсы реальному сектору” (м. Курськ, РФ, 2010).

Публікації: Основні положення дисертації опубліковані у 20 наукових працях загальним обсягом 5,9 друк. арк., з яких 5,5 друк. арк. належать особисто автору. Дві статті виконані у співавторстві. Особистий внесок автора в одній з них – визначення перешкод для щоденного розрахунку чистої вартості активів та одиниці пенсійних внесків НПФ та впровадження нових термінів [86]. В іншій – розробка показника оцінки ступеня розвитку як окремого недержавного пенсійного фонду, так і всього пенсійного ринку, визначення перешкод, що впливають на розвиток системи НПЗ [62]. 12 статей надруковані у фахових виданнях та 8 статей – в інших виданнях, у тому числі у збірниках матеріалів конференцій.



State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"
Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ І ВИКОРИСТАННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ НПФ

1.1. Сутність недержавних пенсійних фондів як економічної категорії

В усьому світі важливою складовою фінансового ринку є недержавні пенсійні фонди, які в Україні тільки почали розвиватися як альтернатива солідарній пенсійній системі. Потреба в реформуванні сучасної пенсійної системи виникла під впливом негативних демографічних чинників на тлі посилення проблем економічного і соціального характеру, що в своїй сукупності обумовлюють хронічний дефіцит у Пенсійному фонді України. Нова пенсійна система повинна виконувати нову та донедавна не характерну для неї функцію – задовольняти потреби економіки в довгострокових фінансових ресурсах.

Розглядаючи сутність і принципи механізму залучення і використання фінансових ресурсів НПФ, потрібно дослідити категорійно-понятійний апарат, за допомогою якого буде розкрито сутність цього механізму та проаналізовано його вплив на ефективність діяльності НПФ в цілому. Так, зокрема потрібно визначитися з наступними ключовими категоріями: «недержавний пенсійний фонд», «фінансові ресурси НПФ», «активи НПФ», «пасиви НПФ». Одночасно виникає необхідність розкрити сутність поняття «інвестиційний портфель НПФ».

Питання розвитку економічних відносин, що виникають у процесі залучення і використання фінансових ресурсів НПФ є частиною загальної проблеми прискорення реформування діючої пенсійної системи в Україні, яка базується на принципах солідарності поколінь. Важливість її доведено науковцями, погляди яких відображено у чисельних наукових публікаціях [10, 53-56, 58, 64-68,

70, 129]. Проблеми соціального захисту населення вирішуються у дослідженнях вітчизняних науковців переважно з двох точок зору: соціальної та економічної. Економічний аспект досліджуваної науковцями проблеми, зокрема В. Ф. Столяровим, Л. І. Васечко [129], В. І. Борейко [10], полягає у тому, що вони стосуються сфери пенсійного страхування як системи відносин перерозподілу національного доходу. У публікаціях Н. Ковальнової [53-54], Д. Леонова [64-68], А. Федоренко [134, 135] здійснюється кількісна оцінка впливу діяльності НПФ на інвестиційні процеси в економіці. Узагальнений аналіз показників практичної діяльності НПФ з 2005 року здійснюється Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг (далі – Держфінпослуг). Соціальний бік питання більш детально освітлюється у роботах М. В. Мниха [93], Б. О. Надточого [97], Е. М. Лібанової [70], О.М. Залєтова [44], Н.Ю. Борисенко [11], Н. П. Коробенко [58], у яких вирішуються проблемні аспекти соціального захисту населення як форми прояву соціальної відповідальності держави перед громадянами згідно зі ст. 3 Конституції України [57, стр. 143]. Загальним аспектом у цих дослідженнях є те, що в основу розвитку системи соціального захисту населення, в тому числі і пенсійного забезпечення, покладено принцип трипартизму: рівноправними учасниками є держава, роботодавці та наймані працівники. Історичний процес формування такої моделі соціального партнерства можна знайти в роботах російських економістів Е. Гайдара [20], М. Ковальнової [53, 54], Д. Науменко [98]. Однак, на нашу думку, механізм залучення і використання фінансових ресурсів НПФ в сучасній системі пенсійного забезпечення залишається малодослідженою проблематикою у публікаціях вітчизняних науковців.

Проведений нами історичний аналіз розвитку сучасної пенсійної системи дає змогу переконатися, що ефективною вона може бути лише при сприятливих демографічних умовах [79, стр. 116]. Проте в Україні склалася ситуація, характерна для останнього етапу розвитку системи соціального захисту: погіршення демографічної ситуації призвело до виникнення кризи розподільчої пенсійної системи, що обумовило необхідність у частковому перенесенні функцій пенсійного забезпечення на самого робітника та його роботодавця через систему

НПЗ. Зміст пенсійного реформування полягає в переході до трирівневої пенсійної системи: солідарної, обов'язкової накопичуваної та недержавного пенсійного забезпечення (див. рис 1.1).

На думку українських дослідників Конопліної Ю. [55, 56], Свердел М. [124], подальша розбудова накопичувальної складової пенсійної системи в Україні має призвести до прямих позитивних наслідків для функціонування вітчизняної пенсійної системи, а також матиме непрямий позитивний вплив на економічні процеси в країні.



Рисунок 1.1 – Система пенсійного забезпечення, яка запроваджується в Україні

Джерело: складено автором на основі [119].

Прямий позитивний вплив нової пенсійної системи на соціальні і економічні аспекти розвитку нашої країни на їх думку має проявитися у наступних аспектах:

1. Залежність величини пенсії від здійснених внесків має зменшити викривлення на ринку праці (витіснення робочої сили у сферу тіньової економіки), адже люди перестають розглядати внески в пенсійний фонд як додатковий податок.

2. Заощаджені внески та отриманий за їх рахунок інвестиційний дохід перетворюються в пенсійний дохід шляхом ануїтету або поступового зняття з рахунку. Це означає, що люди зацікавлені виходити на пенсію якомога пізніше для того, щоб отримувати більшу пенсію. Як наслідок, пенсійний вік збільшується автоматично, без втручання держави. Таким чином, кількість досвідчених кадрів, що присутні на ринку праці, не зменшується.

3. Пенсійні фонди, управління якими здійснюють суб'єкти недержавного сектора, розміщують капітал, виходячи з економічних, а не політичних міркувань, таким чином підвищуючи норму прибутку як для самого фонду, так і для економіки в цілому, здійснюють диверсифіковане інвестування, підтримують розвиток фінансового сектора шляхом створення платоспроможного попиту на нові фінансові інструменти та інститути, що одночасно веде до створення нових робочих місць, а значить, і підвищує зайнятість [56, стр. 6; 124].

Непрямі позитивні наслідки розвитку недержавних пенсійних фондів для української економіки полягають у наступному:

1) політична стабілізація через поліпшення рівня життя пенсіонерів у майбутньому;

2) недержавні пенсійні фонди є великими інституціональними інвесторами на фондовому ринку;

3) недержавні пенсійні фонди внаслідок певних обмежень інвестиційної діяльності найчастіше є міноритаріями, зацікавлені лише у стабільності емітента та зростанні курсової вартості цінних паперів (не впливають на управління підприємством, не проводять політику, спрямовану на руйнацію або поглинання емітента) [56, стр. 6; 124].

Механізм функціонування сучасної системи НПЗ є доволі складним через особливу структуру системи управління фінансовими ресурсами, обумовлену

необхідністю посиленого контролю за діяльністю суб'єктів цієї системи (див. рис. 1.2).



Рисунок 1.2 – Структурно-логічна схема діяльності системи недержавного пенсійного забезпечення в Україні

Джерело: складено автором на основі [119].

Представлена загальна схема формування та використання фінансових ресурсів системою НПЗ відображає складність функціонування недержавних пенсійних структур, яка впливає на загальний механізм управління фінансовими ресурсами НПФ, одночасно захищаючи пенсійні кошти від нецільового використання. Особливістю системи НПЗ є те, що вона представлена різними за принципами діяльності структурами: НПФ, страховими компаніями та банківськими установами.

Слід звернути увагу на дослідження Конопліної Ю. [55] стосовно найбільшої привабливості для клієнта фінансової інституції у сфері НПЗ. Зокрема

науковець вважає, «що кожний із досліджених фінансових інститутів (банки, НПФ і страхові організації) мають свої переваги і недоліки стосовно надання ними послуг з недержавного пенсійного забезпечення, тому і однозначно виявити найбільш привабливий у цьому відношенні для клієнта фінансовий інститут неможливо. Іншими словами, всі зазначені фінансові інститути мають на сьогодні свою нішу на ринку послуг недержавного пенсійного забезпечення, хоча загальна місткість даного ринку залишається незадовільною внаслідок низьких доходів населення та незначних темпів зростання ВВП.

За умови зростання доходів населення та збереження сучасної нормативно-правової бази найбільш раціональною моделлю поведінки майбутнього пенсіонера є використання послуг двох або навіть і всіх трьох видів фінансових інститутів одночасно» [55, стр. 64]. Ми погоджуємось з думкою дослідниці стосовно важливості кожної структури для розвитку системи НПЗ, тому не вважаємо за необхідне доводити переважаючу роль НПФ, а ставимо за мету проаналізувати перспективи розвитку НПФ на сучасному етапі їх функціонування.

Розберемо докладніше зміст і сутність категорії «недержавний пенсійний фонд». Одне з визначень категорії «пенсійний фонд», яке неформально характеризує сутність НПФ та зустрічається у літературі західних країн, НПФ – це «грошовий мішок» [148, стр. 22]. З наукової точки зору, дослідники намагаються розширити та доповнити зміст категорії «недержавний пенсійний фонд», пропонуючи власні визначення. Так, наприклад, А. Тулов визначає НПФ – як консервативний фінансовий інститут соціальної інфраструктури суспільства, основна задача якого полягає у збереженні пенсійних накопичень [131]. На думку російського науковця Е. Четиркіна, «НПФ – некоммерческие организации, предназначенные для пенсионного обеспечения ограниченного круга участников, объединенных в рамках отдельных профсоюзов, крупных предприятий или компаний» [147, с. 20].

В енциклопедичному довіднику І. О. Мітюкова і ряду інших авторів зазначено, що «недержавний пенсійний фонд – фонд, створений для поліпшення

пенсійного забезпечення громадян через виплати недержавних пенсій і захист їхніх збережень від інфляції» [139, стр. 643].

Український дослідник В. Яценко [156] характеризує сутність НПФ через його функціональне призначення: «недержавний пенсійний фонд – це приватно керований фінансовий заклад, що накопичує та інвестує пенсійні заощадження громадян впродовж тривалого терміну, затим здійснює платежі або впродовж визначеного терміну, або довічно після виходу на пенсію. Отже, приватний пенсійний фонд – це не просто альтернативний засіб накопичення та інвестування заощадження, він повинен забезпечувати довгострокові платежі після виходу на пенсію» [156, стр. 52].

Розглянемо офіційні визначення НПФ, що зустрічаються у нормативно-правових актах. Недержавні пенсійні фонди є елементом третього рівня нової пенсійної системи, що створюється в Україні і їх діяльність регулюється низкою законодавчих документів. Так, зокрема, у законі України «Про недержавне пенсійне забезпечення» (далі – Закон про НПЗ), визначено, що «недержавний пенсійний фонд – юридична особа, яка має статус неприбуткової організації (непідприємницького товариства), функціонує та проводить діяльність виключно з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників пенсійного фонду з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснює пенсійні виплати учасникам зазначеного фонду» [119].

Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» у якості визначення конкретизує пруденційну сферу регулювання діяльності цієї структури без характеристики цього поняття, а саме: «недержавний пенсійний фонд – це недержавний пенсійний фонд, який створений та діє відповідно до законодавства про недержавне пенсійне забезпечення» [116].

На підставі проведеного аналізу, на нашу думку, поняття «недержавний пенсійний фонд» визначає статус цієї структури, проте не розкривається з точки зору механізму формування та використання фінансових ресурсів НПФ (див. табл. 1.1), тому потрібно сформулювати авторське бачення економічного змісту цієї категорії.

Таблиця 1.1 – Основні підходи до визначення категорії «недержавний пенсійний фонд»

Автори	Переваги підходу	Недоліки підходу
А. Тулов, І. Мітюков, Є. Четиркін	Здійснено визначення основної мети діяльності НПФ, зроблено акцент на соціальну функцію	Не розкрито механізм функціонування НПФ
В. Яценко, Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення»	Вказано основні джерела формування фінансових ресурсів НПФ, мету їх залучення та шляхи її реалізації	Не розкрито місце та особливості механізму формування і використання фінансових ресурсів в діяльності НПФ

Джерело: складено автором .

Проте спочатку розглянемо детальніше особливості функціонування НПФ, проаналізуємо ключові показники їх діяльності з метою виокремлення основних напрямів формування та використання їх фінансових ресурсів.

НПФ є фінансовою установою, що займається об'єднанням коштів, що надходять до нього на добровільних засадах на користь майбутніх отримувачів пенсійних виплат – учасників такого фонду. Їх головна мета – надати можливість у майбутньому отримувати додаткові до загальнообов'язкового державного пенсійного страхування пенсійні виплати, яку вони реалізують шляхом акумулювання внесків вкладників на особистих іменних рахунках та шляхом при множення цих внесків за рахунок доходу від інвестування.

Зважаючи на високу соціальну значимість діяльності цих структур, вона повинна бути захищена від зловживань третіми особами. Елементи такого захисту полягають у складній структурі управління НПФ, та різних, один одного контролюючих функціях суб'єктів, що його обслуговують (див. табл. 1.2).

За даними Держфінпослуг чисельність зареєстрованих НПФ постійно збільшується. Так за період 2005-2011 рр. їх кількість зросла з 54 до 97 одиниці, проте починаючи з 2009 р. відбувається їх скорочення (зі 109 на кінець 2008 до 97 у 3 кварталі 2001 р.).



Таблиця 1.2 – Функції суб'єктів, що обслуговують недержавний пенсійний фонд

Суб'єкт	Функції
Рада НПФ (є єдиним органом управління НПФ у кількості не менш 5 чоловік)	Укладання договорів з адміністратором, компанією з управління активами, зберігачем і аудитором; заслуховування звітів про діяльність цих суб'єктів; затвердження інформації про фінансовий стан фонду; контроль цільового використання пенсійних активів.
Адміністратор недержавного пенсійного фонду (діє на підставі ліцензії)	Залучення вкладників, укладання пенсійних контрактів, ведення індивідуальних пенсійних рахунків, облік пенсійних внесків, розрахунки пенсійних виплат, здійснення пенсійних виплат, надання НПФ агентських і рекламних послуг, ведення бухгалтерського обліку, складання та оприлюднення звітності.
Компанія з управління активами (КУА)	Аналіз ринку фінансових інструментів, розміщення активів згідно з інвестиційною декларацією НПФ, забезпечення прибутковості вкладень пенсійного капіталу, надання звітності.
Банк-зберігач	Відкриття та ведення рахунків НПФ, зарахування пенсійних внесків, виконання розпоряджень адміністратора й КУА або Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку щодо припинення такого виконання, ведення обліку та зберігання цінних паперів та ін. документів, пов'язаних з формуванням пенсійних активів, контроль діяльності КУА й адміністратора, подання звітності.
Незалежний аудитор (кожного року новий)	Аудиторська перевірка діяльності пенсійного фонду, адміністратора, КУА, банку-зберігача проводиться не рідше рази на рік за рахунок коштів суб'єкта, що перевіряється.
Торговець цінними паперами (ТЦП)	Купівля-продаж цінних паперів за розпорядженням КУА, надання звітності.

Джерело: складено автором на основі [119].

Законом про НПЗ визначено три види пенсійних фондів, що можуть здійснювати свою діяльність у сфері добровільного пенсійного страхування: корпоративні, професійні, та відкриті пенсійні фонди. Між ними існує ряд відмінностей у вимогах до складу засновників та учасників цих видів фондів, які узагальнено у таблиці 1.3. В межах предмету нашого дослідження ми не виокремлюємо жоден з видів НПФ, оскільки законодавство не створює різні регуляторні вимоги щодо їх діяльності, тому механізм їх функціонування повинен бути універсальним.

Таблиця 1.3 – Характеристика пенсійних фондів за їх видами

Вид пенсійного фонду	Засновники	Учасники	Кількість зареєстрованих НПФ станом на 30.09.2010
Корпоративний	Юридична особа-роботодавець (одна або декілька), до яких можуть приєднуватися роботодавці-платники;	Виключно громадяни, які перебувають (перебували) у трудових відносинах із: <ul style="list-style-type: none"> • роботодавцями-засновниками; • роботодавцями-платниками. 	10
Професійний	<ul style="list-style-type: none"> • об'єднання юридичних осіб-роботодавців; • об'єднання фізичних осіб, в т. ч. професійні спілки (або їх об'єднання); • фізичні особи, пов'язані за родом їхньої професійної діяльності. 	Виключно громадяни, які пов'язані за родом їхньої професійної діяльності (заняття), визначеної у статуті фонду.	9
Відкритий	Будь-які юридичні особи.	Громадяни України, іноземці та особи без громадянства незалежно від місця та характеру їх роботи	83

Джерело: складено автором на основі [34, 119].

Швидкому розвитку кількості НПФ сприяв достатньо повно сформований юридичний простір, завдяки якому регулюються процедури, які необхідно здійснити для початку роботи НПФ, ліцензування адміністраторів НПФ; визначено порядок ведення адміністратором системи персоніфікованого обліку учасників НПФ та подання звітності, її оприлюднення тощо. Крім того, на думку окремих фахівців, швидкі темпи зростання кількості НПФ свідчать про те, що великі підприємства та вітчизняні фінансово-промислові групи прогнозують перспективність створення подібних структур, проте згодні інвестувати кошти тільки у власні НПФ, вбачаючи в цьому можливість залучити ці фінансові ресурси у розвиток власного бізнесу та отримати повний контроль над діяльністю фонду. Визначити потрібну кількість НПФ для ефективного функціонування пенсійної

системи можна буде лише через декілька років, коли у фондів буде достатньо накопичених активів для того, щоб ефективно їх вкладати у високодохідні фінансові інструменти з урахуванням встановлених лімітів інвестування [34]. Тому в подальшій перспективі, на нашу думку, можливе їх несуттєве скорочення переважно шляхом злиття. Територіальною особливістю створення НПФ є їх нерівномірне розміщення. У Києві зосереджено 67% усіх фондів, в той час у таких областях, як Вінницька, Волинська, Житомирська, Закарпатська, Київська, Кіровоградська, Луганська, Рівненська, Тернопільська, Хмельницька, Чернівецька та Чернігівська до цього часу не створено жодного фонду [34]. В другому розділі ми дослідимо причини такого нерівномірного розповсюдження НПФ, що дозволить виявити та сформулювати дієвий інструментарій для поліпшення ефективності залучення фінансових ресурсів окремого НПФ.

Крім кількісного і географічного аспектів діяльності НПФ їх сучасний стан охарактеризовано у таких показниках діяльності, як структура активів і пасивів НПФ. Розглянемо зміст цих категорій більш детально.

Згідно зі ст. 1 Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» *пенсійні активи* – це активи пенсійного фонду, страхової організації, банківської установи, сформовані відповідно до цього Закону, за рахунок яких здійснюються пенсійні виплати [119]. У ч. 3 ст. 6 цього Закону визначено, що активи пенсійного фонду (пенсійні активи) формуються за рахунок внесків до пенсійного фонду (пенсійних внесків) та прибутку (збитку) від інвестування пенсійних внесків [119]. На нашу думку це є ключовим аспектом, оскільки ми робимо висновок про те, що *зазначені джерела будуть по різному впливати на формування фінансових ресурсів НПФ*. Тому ми вважаємо за необхідне розмежувати джерела формування активів на кількісний параметр та інвестиційний.

Згідно зі ст. 1 Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» *пенсійні кошти* – це сума зобов'язань у грошовому виразі пенсійного фонду перед його учасниками, страхової організації перед застрахованими особами згідно з договорами страхування довічної пенсії або банківської установи перед

вкладниками, які відкрили пенсійні депозитні рахунки [119]. Зі ч. 3 ст. 7 Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» випливає, що пенсійні кошти являють собою пенсійні внески, що сплачені на користь учасників фонду, та розподілений на користь учасників фонду прибуток (збиток). Таким чином, хоча визначення «пенсійних активів» і «пенсійних коштів» є різними, на думку Вітки Ю. ці поняття за змістом є тотожними [18, стр. 112]. В нашій роботі під «активами» чи «пенсійними активами» будуть розумітися грошові кошти учасників НПФ, у вигляді різноманітних інвестиційних інструментів. Обмеження щодо вибору інструментів інвестування пенсійних коштів визначаються Законом про НПЗ, їх узагальнення представлено в таблиці 1.4.

Таблиця 1.4 – Загальні обмеження напрямів інвестування пенсійних активів

№ п/п	Вид пенсійного активу	Обмеження в інвестуванні – не більше ніж: (у відсотках до загальної вартості пенсійних активів)
1	Банківські депозити та ощадні сертифікати	50 (10 % в одному банку)
2	Корпоративні цінні папери одного емітента	5
3	Корпоративні цінні папери засновника фонду	5 (10 % протягом перших 5 років)
4	Державні цінні папери (дохід гарантовано КМУ)	50
5	Державні цінні папери (дохід гарантовано Радою Міністрів АРК) та облігації місцевих позик.	20
6	Облігації українських емітентів	40
7	Акції українських емітентів	40
8	Іноземні корпоративні цінні папери	20
9	Іпотечні цінні папери	40
10	Об'єкти нерухомості	10
11	Банківські метали	10
12	Інші активи, не заборонені законодавством України	5

Джерело: складено автором на основі [119].

Формування зобов'язання фонду («пасиви НПФ») також регламентується Законом України «Про НПЗ». За економічним змістом пасиви НПФ можна по-

ділити на головні та другорядні. Пенсійні виплати є головними зобов'язаннями фонду та складають найбільшу частину пенсійних виплат для зрілого фонду. Ці пасиви повинні бути у переважаючій частині прогнозованими, оскільки у протилежному випадку це ускладнює забезпечення фінансової стійкості і, відповідно, надійності фонду. Другорядними зобов'язаннями є витрати на обслуговування діяльності фонду. Законом про НПЗ визначається база, із якої нараховується оплата послуг, і передбачається встановлення уповноваженими державними органами обмежень такої оплати. Для адміністратора відкритого НПФ граничний розмір оплати послуг становить 6% від суми внесків за рік. Для КУА сумарний розмір винагороди за рік не може перевищувати 4,2% середньоарифметичних значень чистої вартості активів фонду, які знаходяться в її управлінні. Сумарний розмір сплаченої за рік зберігачу винагороди не може перевищувати 0,5% від середньорічної вартості активів пенсійного фонду, які відповідно до договору знаходяться на зберіганні.

Важливим є те, що НПФ не може залучати кредитні ресурси, оскільки статтею 40 Закону України «Про НПЗ» зазначено, що «особи, що здійснюють управління активами від імені фонду, під час провадження такої діяльності не мають права ... від імені пенсійного фонду надавати позику або брати позику чи кредит, які підлягають поверненню за рахунок пенсійних активів фонду» [119].

Процес формування пасивів у частині залучення пенсійних внесків і використання активів для недержавного пенсійного фонду являє собою організований *механізм* з чітко визначеними наступними етапами:

- 1) адміністратор фонду укладає один або декілька пенсійних контрактів з вкладником фонду на користь його учасників;
- 2) вкладник фонду згідно обраної пенсійної схеми, яка визначає умови та порядок недержавного пенсійного забезпечення учасника фонду, періодично перераховує пенсійні внески до зберігача;

- 3) компанія з управління активами, на основі аналізу ринку фінансових інструментів, надає розпорядження зберігачу про розміщення залучених коштів у активи НПФ;
- 4) зберігач здійснює ведення обліку та зберігання цінних паперів і інших документів, пов'язаних з формуванням пенсійних активів;
- 5) адміністратор проводить розрахунки пенсійних виплат та веде облік пенсійних внесків на індивідуальних пенсійних рахунках;
- 6) адміністратор обліковує розмір агентських та рекламних послуг, пов'язаних з формуванням пенсійних активів.

На першому та другому етапах створюється власний капітал фонду, а на четвертому, п'ятому – головні та другорядні зобов'язання. Третій та четвертий етапи є важливими у плані формування майбутньої інвестиційної політики фонду, оскільки є прогнозованою частиною майбутніх надходжень. В подальшому вони перетворюються на частину активів, яка буде формувати майбутній інвестиційний дохід. Шостий етап містить в собі прогнозовану частину майбутніх зобов'язань, що також є передбачуваною величиною та яка повинна бути врахована менеджментом при розробці інвестиційної політики.

Зважаючи на функціональне призначення пенсійних фондів захищати пенсійні накопичення від інфляції та примножувати їх за рахунок інвестиційного прибутку з метою здійснення майбутніх пенсійних виплат учасникам, активи та пасиви НПФ мають ряд особливостей:

- 1) активи НПФ можуть перебувати у формі різних об'єктів інвестування (цінних паперів, об'єктів нерухомого майна, грошових коштів тощо);
- 2) активи завжди мають грошове вираження і обліковуються на індивідуальних пенсійних рахунках учасників НПФ;
- 3) пасиви формуються у чітко визначених напрямках: пайовий капітал, зобов'язання перед учасниками та адміністративні витрати, які мають обмеження за кожною статтею.

Проведене дослідження дозволило виявити основні джерелами формування фінансових ресурсів НПФ: пайові внески вкладників на користь учасни-

ків; прибуток; кредиторська заборгованість, що постійно знаходиться в розпорядженні суб'єкта господарювання. Слід зазначити, що ключовими показниками оцінки діяльності НПФ є чиста вартість активів пенсійного фонду (ЧВА), як різниця між вартістю активів пенсійного фонду на день проведення підрахунку та загальною сумою зобов'язань пенсійного фонду, що підлягають виконанню на день проведення підрахунку; чиста вартість одиниці пенсійних внесків (ЧВОПВ) – це розрахункова вартість одиниці пенсійних внесків, що визначається шляхом ділення чистої вартості активів пенсійного фонду на загальну кількість одиниць пенсійних внесків на день підрахунку. ЧВОПВ на день надходження першого пенсійного внеску до пенсійного фонду встановлюється у розмірі 1 гривня.

Розберемо детальніше, що є господарською, а що є фінансовою діяльністю НПФ. Якщо дотримуватися термінології Господарського кодексу України, то діяльність НПФ називається «некомерційне господарювання» (ст. 52 ГК України) і «некомерційна господарська діяльність» (ст. 53, 54 ГК України), тобто самостійна систематична господарська діяльність, що здійснюється суб'єктами господарювання, спрямована на досягнення економічних, соціальних та інших результатів без мети одержання прибутку [23]. НПФ функціонує та провадить діяльність виключно з метою накопичення пенсійних внесків. Ця ознака конкретизується ч. 2 ст. 6 Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення», у відповідності до якої недержавне пенсійне забезпечення є для пенсійних фондів виключним видом діяльності [17].

Таким чином, виходить, що механізм залучення пенсійних внесків, накопичення їх на індивідуальних пенсійних рахунках, управління ними і здійснення пенсійних виплат є господарською діяльністю НПФ.

Для з'ясування сутності *фінансової діяльності НПФ у сфері господарювання* звернемося до думки фахівців. Так, зокрема Вінник О. М. зазначає, що «...це діяльність, пов'язана з обігом коштів (фінансів). Вона може здійснюватися суб'єктами господарювання на професійних засадах з метою задоволення відповідних потреб інших осіб (професійна фінансова діяльність). Різновидами

такої діяльності є грошове та інше фінансове посередництво, страхування, а також допоміжна діяльність у сфері фінансів і страхування, а суб'єктами такої діяльності є фінансові установи.

Фінансовими послугами визнаються операції з фінансовими активами, що здійснюються фінансовими установами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів, з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів» [16].

Отже для НПФ результатом фінансової діяльності є ефективність інвестиційної діяльності, яка полягає в якісному прирості активів.

Розглянемо сучасний стан розвитку НПФ за ключовими показниками їх структури (табл. 1.5).

Таблиця 1.5 – Динаміка основних показників фінансово-господарської діяльності НПФ України за 2005-2011* рр

Основні показники діяльності НПФ	Досліджуваний період							
	До 2005 включно	2006	2007	2008	2009	2010	1-3 квартал 2011*	2005-2011*
Приріст НПФ за період	54	25	17	13	1	-9	-4	97
Приріст адміністраторів НПФ за період	37	4	9	0	-3	-4	-3	43
Пенсійні активи, що сформовані за період, млн. грн.:	46	96	139	331,2	245,7	286,4	162,1	1144,3
Приріст кількості учасників за укладеними пенсійними контрактами (за відповідний період) (тис. осіб),	88,4	104,9	85,4	203,8	14,6	72,1	-10,9	569,2
Кількість укладених пенсійних контрактів за відповідний період (тис. шт.), з них:	30,6	10,9	14,4	6,4	0,2	7,2	2,5	69,7
з фізичними особами	21,3	7,2	12,7	6,2	1	6,1	3,7	54,5
фізичними особами-підприємцями	0,01	0,01	0,03	0,03	0	0	0,02	0,1

з юридичними особами	9,3	3,7	1,7	0,2	-0,8	1,2	-1,3	15,2
----------------------	-----	-----	-----	-----	------	-----	------	------

Продовження таблиці 1.5

Загальна сума пенсійних внесків за відповідний період (млн. грн.), з них:	36,4	78,0	120,0	348,5	171,7	170,8	134,8	925,4
від фізичних осіб	2,2	3,1	8,7	12,0	5,8	8,9	6,9	40,7
від фізичних осіб-підприємців	0,008	0,011	0,025	0,116	0	0,1	0	0,2
від юридичних осіб	34,2	75,0	111,2	336,4	165,9	161,9	127,7	884,6
Сума інвестиційного доходу за відповідний період, млн. грн.	9,7	35,6	22,8	18,7	149,9	196,3	85,8	433,9
Сума пенсійних виплат за відповідний період, млн. грн.	1,7	2,3	5,1	18,2	62,8	68,1	42,3	158,2
Сума витрат, що відшкодовуються за рахунок пенсійних активів за відповідний період, млн. грн.	1,3	4,8	10,5	15,1	15,5	17,5	14,9	64,6

Джерело: складено автором на основі даних [34].

* Примітка.. Дані наведені на кінець третього кварталу 2011 р.

За даними таблиці 1.5 спостерігається стала тенденція стрімкого нарощування загальної вартості активів НПФ. Так, станом на 31.12.10 їх загальна вартість склала 1144,3 млн. грн., що на 87 % більше, ніж налічувалося на кінець 2008 року (612 млн. грн.). Значні темпи зростання активів свідчать про розвиток системи НПЗ, але по відношенню до номінального ВВП (за даними Державного комітету статистики України за 2010 р. номінальний ВВП дорівнює 1 трлн. 086935 млн. грн.) залучена сума активів складає лише 0,11 % [36]. Для порівняння: у Франції таке співвідношення становить 7 % (найнижчий показник у західній Європі), в Німеччині – 11 %. Максимальне співвідношення активів до ВВП має Швейцарія – 148 %, Нідерланди – 132 %, США – 105 % [170].

Аналіз надходжень пенсійних внесків за період 2005-2010 рр. свідчить, що

тенденція до збільшення кількості учасників відбувається за рахунок вкладників-роботодавців на користь своїх працівників, а не самими працівниками (див. табл. 1.5). Особливо така тенденція спостерігалася в 2005 та 2006 роках – на початку запровадження системи НПЗ. У той період до НПФ надійшло у вигляді пенсійних внесків від фізичних та юридичних осіб приблизно 25 млн. грн. та 79 млн. грн. відповідно.

Одним з основних якісних показників, які характеризують систему недержавного пенсійного забезпечення, є сплачені пенсійні внески. Аналізуючи динаміку сплачених пенсійних внесків за 2005-2010 роки слід зазначити, що їх надходження за цей період є нестабільним. Приймаючи 2008 р. за найкращий період у розвитку НПФ, порівняємо його з 2010 р. Середній розмір таких внесків з розрахунку на одного учасника НПФ у 2010 р. склав 300 грн. (170800 тис. : 569,2 тис. осіб), у той же час аналогічний показник 2008 р. є більшим – 722 грн. (348500 тис. грн.: (88,4+104,9+85,4+203,8) тис. осіб = 722 грн., дані для розрахунку взяті з табл. 1.5).

Динаміка розвитку основних показників діяльності НПФ (табл. 1.5) свідчить про наступні тенденції:

- починаючи з 2009 року відбулося різке уповільнення приросту кількості нових НПФ та адміністраторів НПФ, що свідчить про досягнення пенсійним ринком повної інфраструктурної насиченості у відповідності до поточного обсягу попиту на послуги цих структур на сучасному етапі розвитку системи НПЗ;
- пенсійні активи нарощуються значними темпами, пік нарощування припав на найбільш сприятливий період 2008 рік;
- початок економічної кризи у 2009 році позначився на кількості вкладників-юридичних осіб, чисельність яких почала скорочуватися, а приріст вкладників-фізичних осіб значно уповільнився, фізичні особи-СПД зовсім не зацікавлені в участі в системі НПЗ;
- спостерігається збільшення суми інвестиційного доходу на тлі сталого показника суми витрат, що відшкодовуються за рахунок пенсійних активів, що

свідчить про поліпшення якості інвестиційної діяльності, яка на тлі економічного спаду виявилася достатньо високою.

Консолідований портфель інвестованих коштів, акумульований нами у таблиці 1.6 починаючи з 2005 року, свідчить про деформовану його структуру, коли основна частка активів НПФ зосереджена на депозитних рахунках у банківських установах (простежується посередницька роль по залученню коштів своїх вкладників до банківської системи).

Таблиця. 1.6 – Структура консолідованого портфелю інвестованих пенсійних коштів за період впровадження системи НПЗ

Напрями інвестування	Частка активу у загальній структурі портфелю по роках, %					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Грошові кошти розміщені на вкладних (депозитних) банківських рахунках	70,0	34,1	38,6	56,3	40,0	34,7
Цінні папери, доходи за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами	0,5	1,0	1,5	1,1	0,8	0,4
Цінні папери, доходи за яким гарантовано КМУ	-	1,5	1,3	3,6	16,4	14,9
Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України	10,5	39,1	23,8	22,6	18,9	15,4
Акції українських емітентів	7,0	11,5	25,0	9,0	8,8	18,1
Іпотечні цінні папери	-	0,02	0,2	0,1	0,05	-
Об'єкти нерухомості	-	0,9	0,9	1,0	2,1	5,6
Банківські метали	1,6	3,1	2,7	3,7	3,7	2,8
Активи не заборонені законодавством України	-	4,1	2,6	1,5	6,3	5,0
Кошти на поточних банківських рахунках	10,4	4,7	3,3	2,2	2,8	3,1

Джерело: складено на основі даних [34].

Причини такої деформації та шляхи її подолання потрібно детально дослідити, що буде нами зроблено у подальшому.

Для того, щоб сформувавши повне уявлення про НПФ як економічну категорію з метою визначення місця механізму залучення і використання фінансо-



вих ресурсів НПФ, слід детально проаналізувати категорію «фінансові ресурси НПФ».

Досліджуючи категорію «фінансові ресурси», можна відмітити, що в економічній літературі існує багато підходів до визначення її змісту і ролі у відтворювальному процесі (табл. 1.7).

Різноманіття визначень зумовлено тим, що, як і будь-яке економічне явище, ця категорія має різні форми прояву. Крім того, кожен дослідник адаптує зміст використовуваних термінів до вирішення завдань власного дослідження для того, щоб найповніше розкрити досліджувану проблему.

Нами здійснено узагальнення існуючих підходів до сутності фінансових ресурсів, яке необхідне для виявлення особливостей їх формування для НПФ. Зважаючи на попередньо зроблену систематизацію основних теоретичних положень щодо категорії «фінансові ресурси» загалом та особливостей активів і пасивів НПФ зокрема, в результаті нами сформовано власне бачення сутності категорії «фінансові ресурси НПФ» – це сукупність коштів грошових фондів та частина грошових коштів нефондового характеру, що перебувають у розпорядженні НПФ і створені за рахунок залучених (внесків вкладників фонду) і власних (інвестиційного фінансового результату) джерел фінансування, і які використовуються для формування активів і погашення поточних зобов'язань НПФ.

Таблиця 1.7 – Систематизація поглядів до розуміння сутності категорії «фінансові ресурси»

Автор		Визначення
Макроекономічний підхід	О. М. Бірман	Виражена у грошах частина національного доходу, що може бути використана державою на цілі розширеного відтворення і на загальнодержавні витрати» [5, стр. 31]
	Н. Сичов	Грошові нагромадження і грошові фонди, що створюються підприємствами, об'єднаннями у процесі розподілу і перерозподілу суспільного продукту і національного доходу [125, стр. 13]
	А. Загородній	Це сукупність коштів, що перебувають у розпорядженні держави та суб'єктів господарювання [42, стр. 404]
	О. Василик, К. Павлюк	Це грошові фонди, які створюються в процесі розподілу, перерозподілу і використання валового національного продукту, створено-

	го за певний період в державі [15, стр. 25]
--	---

Продовження таблиці 1.7

Мікроекономічний підхід	О. Хотомлянський, І. Сіненко	Це засоби, які акумулюються підприємством із внутрішніх і зовнішніх джерел до грошових фондів з метою забезпечення процесу розширеного відтворення шляхом трансформації їх в інші види ресурсів, а також з метою досягнення високих фінансових результатів [144, стр. 146].
	Г. Нам	Слід розуміти всі грошові кошти, що є в розпорядженні підприємств. До фінансових ресурсів належать грошові фонди й та частина грошових коштів, яка використовується в не фондівій формі [138].
	В. Опарін	Це не всі кошти, а лише ті гроші, які «роблять» гроші, тобто сума коштів, спрямованих в основні засоби та в обігові кошти підприємств [104, стр. 10].
	Ю. Петленко	Грошові кошти, залучені в господарський оборот підприємства із різних джерел, сформованих під впливом організаційно-правових форм господарювання, призначених для покриття його власних потреб [108, стр. 7].
	Л. Буряк	Це частина коштів суб'єктів господарювання, яка перебуває у їхньому розпорядженні і спрямовується на виробничий, соціальний розвиток, матеріальне заохочення [13, стр. 25].
	С. Хачатурян	Фінансовими ресурсами доцільно вважати частину коштів підприємства у фондівій і не фондівій формі, яка формується у результаті розподілу виробленого продукту, залучається до діяльності підприємств з різних джерел і спрямовується на забезпечення розширеного відтворення виробництва [141, стр. 81].
	А. Єпіфанов, І. Сало, І. Д'яконова	... це застосування різноманітних приймів і методів для досягнення максимального прибутку підприємств, фірм, корпорацій, іншими словами – збільшення загальної вартості капіталу, вкладеного у справу при мінімальному ризику [40, стр. 9].

Складено автором.

Дослідження економічної сутності активів НПФ та джерел їх формування поряд з визначенням чіткої структури його пасивів дозволили сформулювати визначення категорії «фінансові ресурси НПФ». Як результат, нами було з'ясовано дію механізму залучення і використання фінансових ресурсів НПФ. Зважаючи на виявлену відсутність в економічній літературі необхідного підходу до визначення «НПФ» як економічної категорії, у якому мало б місце відображення дії механізму формування і використання фінансових ресурсів в діяльності НПФ, ми пропонуємо сформоване нами авторське бачення.

Недержавний пенсійний фонд – це фінансова установа, яка формує довгострокові фінансові ресурси за рахунок пенсійних внесків суб'єктів господарювання і домогосподарств та трансформує їх в інвестиційний капітал з метою забезпечення прийняттого рівня майбутніх пенсійних виплат і яка самостійно несе відповідальність за результати своєї діяльності.

Для подальшого формування елементів механізму залучення і використання фінансових ресурсів НПФ потрібно узагальнити існуючі теоретичні набутки з приводу управління активами і пасивами цих структур та вивчити міжнародний досвід їх діяльності.

1.2. Зарубіжний досвід діяльності НПФ в аспекті формування і використання фінансових ресурсів

У тих країнах, де реформи системи пенсійного забезпечення почалися раніше, сучасний пенсійний ринок досяг значного розвитку і має суттєвий позитивний вплив на загальноекономічні процеси. Такими країнами переважно є ті, що входять до Організації по економічному співробітництву і розвитку (ОЕСР), так звані «багаті країни». Їх набутий досвід став взірцем для наслідування іншим країнам, в тому числі для України. Як наслідок, сформувалася загальносвітова тенденція до побудови тривірневих пенсійних систем.

Сучасна структура пенсійного забезпечення в світі поділяється на три рівні або стовпи (pillar – англ., стовп):

- 1-й стовп – державне пенсійне забезпечення з обов'язковою участю (фінансування за принципом “pay-as-you-go, PAYG”).
- 2-й стовп – професійні пенсійні схеми для зайнятих в конкретній галузі, на підприємстві або певною професійною діяльністю (“occupational”).
- 3-й стовп – персональні пенсійні схеми працівників у фінансових структурах, що надають відповідні послуги (“personal”) [168, 59].

Класифікація сучасної пенсійної системи вперше зустрічається в документі ОЕСР «Забезпечення процвітання в старіючому суспільстві» [168]. Наведений розподіл структури пенсійних систем подано в документації Світового банку та Міжнародної організації праці [157, 171].

Забезпечення діяльності другого та третього рівня (стовпа) пенсійної системи здійснюється недержавними пенсійними фондами. За визначенням, що зустрічається в документації ОЕСР, пенсійний фонд – це накопичувач активів у формі незалежного законного формування, ресурси якого формуються з внесків до пенсійних планів з винятковою метою фінансування майбутніх пенсійних виплат. Члени плану / фонду мають законодавче, беніфіцарне або контрактне право на активи пенсійного фонду. Ці фонди можуть бути у формі спеціально створеної організації зі статусом юридичної особи (наприклад, у формі трастової компанії, автономного фонду, корпорації) чи у формі незалежного фонду без статусу юридичної особи, керованого компанією з управління активами, або у формі будь-якої іншої фінансової інституції, що діє в інтересах членів плану / фонду [171].

Важливо розглянути види НПФ, які функціонують на сучасних пенсійних ринках. Проаналізувавши ряд публікацій ОЕСР [157, 168, 170, 171] з приводу пенсійної проблематики, нами розроблено власну класифікацію існуючих типів пенсійних фондів. Треба зазначити що подібний розподіл пенсійних фондів у вітчизняній науковій літературі не зустрічається.

I. За характером доступу до участі у пенсійних планах фонду НПФ поділяються на:

1. Відкриті пенсійні фонди, які підтримують хоча б один пенсійний план без обмежень стосовно учасників (є доступним всім бажаючим).
2. Закриті пенсійні фонди підтримують пенсійні плани, які доступні лише учасникам за певною професійною ознакою або працівниками окремих компаній. В середині цієї групи можна виділити декілька підгруп за такими ознаками.

2.1 обмеження за працедавцями: фонди одного працедавця, корпоративні фонди (для фінансово пов'язаних підприємств), промислові пенсійні фонди (для підприємств одної галузі), колективні пенсійні фонди (для не пов'язаних підприємств);

2.2 обмеження за учасниками: пенсійні фонди пов'язаних осіб (для тих, хто має відношення до управління фондом), індивідуальні пенсійні фонди (на індивідуальних рахунках акумулюються активи одного учасника та його спадкоємця і здійснюється управління на відносинах трасту).

II. За функціональною ознакою пенсійні фонди розподіляються на такі типи:

1. Суспільні пенсійні фонди, діяльність яких регулюється законами соціального характеру.
2. Приватні пенсійні фонди, діяльність яких регулюється законами приватного сектора.

III. За юридичним статусом можна виокремити такі фонди:

1. Фонди зі статусом юридичної особи (фонди, що діють на відносинах трасту, корпоративні пенсійні фонди, автономні пенсійні фонди).
2. Фонди без статусу юридичної особи (балансові пенсійні фонди і інші фінансові інститути).

За оцінкою ОЕСР станом на 2006 рік в сумі загальних пенсійних накопичень найбільшу частку займають надходження до автономних пенсійних фондів (66 %) (таблиця 1.8).

Балансовий пенсійний фонд за своїм функціональним призначенням є тожним корпоративному пенсійному фонду нашої країни. На відміну від українського корпоративного НПФ, ця структура не є окремою юридичною особою або окремим майновим комплексом [45, стор. 57]. Зазначений метод фінансування менш поширений в країнах ОЕСР (лише 2,1 % від загальної суми інвестицій, що надійшли до пенсійної системи в 2006 році). Проте балансові пенсійні фонди є достатньо поширеними в Канаді, Іспанії, Швеції, Німеччині. Закони

зобов'язують власників фондів в цих країнах страхувати ризик банкрутства підприємства.

Таблиця 1.8 – Розподіл сукупних пенсійних активів по основним інституційним інвесторам в 2006 році (млн дол. США)

Країна	Автономні пенсійні фонди	Балансові пенсійні фонди	Поліси пенсійного страхування	Інші	Разом по всіх	Відсоток пенсійних активів до ВВП
«Зрілі пенсійні ринки» (пенсійні активи > 20 % ВВП)						
Ісландія	21 672	n.a. ¹ .	.. ²	797	22 469	132,7
Нідерланди	860 877	n.a.	53,154 (€) ³	n.a.	914 031	130,0
Швейцарія	462 095	n.a.	..	..	462 095	122,1
Австралія	687 265	n.a.	..	..	687 265	94,3
Великобританія	1 831 290	n.a.	285,906 (€)	n.a.	2 117 197	77,1
США	9 721 120	n.a.	2 356 445	3 808 000	15 885 565	73,7
Фінляндія	149 497	..	13 588	n.a.	163 085	71,3
Канада	678 952	143 982	59 027	424 162	1 306 124	53,4
Ірландія	110 093	n.a.	..	..	110 093	49,9
Данія	89 570	n.a.	237 715	57 618	384 902	32,4
Японія	1 020 807	n.a.	n.a.	n.a.	1 020 807	23,4
«Зростаючі пенсійні ринки» (пенсійні активи 5-20 % ВВП)						
Португалія	26 581	n.a.	..	3 604	30 185	13,6
Нова Зеландія	13 120	n.a.	n.a.	..	13 120	12,4
Мексика	96 470	..	n.a.	1 243	97 714	11,5
Польща	37 964	n.a.	260	..	38 224	11,1
Угорщина	10 978	n.a.	n.a.	..	10 978	9,7
Швеція	36 397	7 165	166 462	8 028	218 052	9,5
Іспанія	92 527	20 088	14,465 (€)	28 275	155 355	7,6
Норвегія	22 874	n.a.	..	n.a.	22 874	6,8
«Нові пенсійні ринки» (пенсійні активи < 5 % ВВП)						

Австрія	15 611	12,217 (e)	..	n.a.	27 828	4,8
Чеська Республіка	6 462	n.a.	n.a.	n.a.	6 462	4,6
Бельгія	16 769	n.a.	42,604 (e)	..	59 373	4,3

Продовження таблиці 1.8

Німеччина	122 764	329,186 (e)	59,971 (e)	..	511 921	4,2
Італія	55 681	..	6 013	n.a.	61 693	3,0
Корея	25 829	n.a.	30 622	11 771	68 222	2,9
Словаччина	1 537	n.a.	n.a.	n.a.	1 537	2,8
Туреччина	3 965	n.a.	n.a.	n.a.	3 965	1,0
Франція	25 094	..	129 109	1 004	155 207	1,1
Греція	23	n.a.	..	n.a.	23	0,0
Люксембург	..	..	..	..	..	..
Разом по країнах ОЕСР	16 243 885	512 637	3 455 341	4 344 502	24 556 367	n.a

Джерело: складено на основі статистичних даних ОЕСР [170].

Примітки:

1. n.a. – не застосовується (not applicable).
2. .. – не доступні.
3. (e) – за попередньою оцінкою ОЕСР.

Досліджуючи проблему пенсійного реформування в різних країнах Організація з економічного розвитку і співробітництва застосовує показник «розмір пенсійних активів», який дає можливість оцінити ступінь розвитку не лише окремо взятого НПФ, а і всієї пенсійної системи країни в цілому. Співставлення розміру сукупних пенсійних активів з ВВП дає можливість оцінити ступінь розвитку пенсійного ринку. За дослідженням, яке представлено у офіційному виданні ОЕСР за 2007 рік, у деяких країнах цей показник навіть перевищує 100% (Ісландія, Нідерланди, Швейцарія) [170, стор. 8]. Існуючі сучасні типи розвитку пенсійних ринків у цьому дослідженні запропоновано класифікувати за співвідношенням «пенсійні активи – ВВП» на такі групи: зрілі ринки (пенсійні активи > 20 % ВВП), зростаючі ринки (пенсійні активи 5-20% ВВП), нові ринки (до 5% від ВВП) (табл. 1.8). Межі поділу ринків на групи, які обґрунтовуються

комітетом ОЕСР у методиці оцінки ступеня розвитку пенсійних систем, ми використаємо для дослідження відмінностей в управлінні активами недержавних пенсійних фондів країн, які розглядаються комітетом [170, стор. 8].

На нашу думку простежується пряма залежність між рівнем економічного розвитку та розміром пенсійного ринку країни. Накопичені пенсійні кошти є додатковим інвестиційним ресурсом для виробничого сектору, що позитивно впливає на динаміку макроекономічних показників.

Окремо від пенсійних фондів слід виділити страхові компанії, які також займають активну позицію на пенсійних ринках. Частка пенсійних активів у цих структурах досягає 14 % від їх загальної сукупності (див. табл. 1.8). В окремих країнах (наприклад, в Данії (62 %), Франції (83 %), Швеції (76 %), Кореї (45 %)) розмір внесків до страхових компаній є переважаючим. На пенсійних ринках країн ОЕСР, вони мають значний вплив на розвиток соціальної та економічної сфери (США - 15 %, Італії - 9 %, Фінляндія - 8 %). Ці дані свідчать, що страхові компанії поряд з пенсійними фондами є важливою складовою пенсійного та фінансового ринку.

Сучасний масштаб діяльності недержавних пенсійних структур у світі можна охарактеризувати показником загальних інвестицій до них за 2004-2006 роки (таблиця 1.9).

Таблиця 1.9 – Загальні інвестиції до пенсійних фондів за 2004-2006 роки
(в млн доларів)

Регіональний індикатор	2004	2005	2006	Середній темп приросту за 2004-2006 рр.
По всіх країнах ОЕСР	13 670 059	15 008 637	16 243 886	9,01 %
За деякими країнами не членами ОЕСР	516 724	535 679	616 388	9,22 %
10 країн з найбільш розвиненими пенсійними ринками	12 700 087	13 801 613	14 831 847	8,07 %
Євросона	1 143 070	1 324 623	1 475 517	13,62 %
Азія	1 091 358	1 270 927	1 267 584	7,77 %
Латинська Америка	205 787	266 342	331 485	26,92 %

країни BRIC	160 164	203 290	243 490	23,30 %
По всьому світу	14 186 783	15 544 316	16 860 274	9,02 %

Джерело: складено за матеріалами [170].

З наведеного розподілу пенсійних ринків за територіальною ознакою видно, що НПФ розповсюджені в країнах Євразії та Азії. Найбільші за розміром пенсійні ринки зосереджені в країнах ОЕСР. Їх сукупна частка у загальних світових пенсійних активах за 2004-2006 роках відповідно становила у середньому 96%. Швидкі темпи приросту спостерігаються у країнах Латинської Америки та BRIC (Бразилія, Росія, Індія, Китай) – 27% та 23 % відповідно. Значний пенсійний ринок Європейського союзу продовжує нарощувати свої масштаби в середньому на 7% щорічно. Слід відмітити, що світовий пенсійний ринок зосереджений в десяти провідних країнах. Частка сукупних активів фондів цих країн у загальносвітовому обсязі становила 90 % і 88 % у 2004 та 2006 роках відповідно.

Проведене дослідження дозволяє дійти висновку, що існує взаємна залежність між прибутковістю інвестиційної діяльності фонду та розміром сукупних внесків учасників. Тому що рівень розвитку пенсійної системи чи будь-якого пенсійного фонду визначає здатність забезпечити виплати по своїм зобов'язанням на очікуваному рівні. Джерелом цих виплат є накопичені внески учасників, збільшені на інвестиційний прибуток. Щоб бути учасником фондового ринку та використовувати ті інвестиційні інструменти, що мають достатній рівень прибутковості та надійності, потрібні значні грошові ресурси. Відповідно розмір сукупних внесків має пряму залежність від здатності фонду виправдати очікування своїх інвесторів.

Починаючи з 2008 року сучасний світ переживає період великої рецесії. Фінансові ринки провідних країн-лідерів опинилися під впливом глобальної кредитної кризи, що не могло не позначитись на діяльності НПФ. Науковці [3, 62, 63] у своїх дослідженнях головною причиною невиконання зобов'язань пенсійним фондом перед учасниками вважають групу інвестиційних ризиків (або ризик актуарних активів), до якої можна віднести ймовірність настання таких

небажаних подій як недоотримання очікуваної (бажаної) інвестиційної доходності, зниження поточної ліквідності інвестиційного портфеля фонду. Бончиком В. акцентується увага на тому, що реальна загроза здатності фонду відповідати по своїх зобов'язаннях створює ризик недоотримання пенсійних внесків від вкладників у майбутньому [9, стор. 15]. Проте науковцями мало висвітлюється причини порушення фінансової рівноваги недержавних пенсійних фондів переважно в найбільш розвинених країнах, таких як США та країн ЄС. Особливості здійснення інвестиційної діяльності пенсійними фондами в таких країнах давали змогу тривалий час спостерігати потужний розвиток приватної пенсійної системи з одночасним нарощуванням інвестиційного потенціалу для економічного зростання. Але ці ж країни виявилися найбільш незахищеними від проблем на фондових ринках.

Як свідчить світова практика, традиційна структура активів НПФ складається з переважаючої частки акцій та/або облігацій державних чи приватних підприємств. Пенсійні фонди є активними інституційними інвесторами на фондових ринках, що діють самостійно або опосередковано через взаємні фонди. Країни, у яких пенсійні ринки характеризуються як зрілі (Ісландія, Нідерланди, Швейцарія, Австралія, Великобританія, США, Фінляндія, Чилі, Данія, Ізраїль та Китай), вкладають переважно в акції, як найбільш прибуткові активи та інвестують до взаємних фондів. В таких країнах, як Швейцарія, Канада та Австралія, участь у взаємних фондах є найбільш поширеною формою розміщення фінансових ресурсів НПФ. Концентрація потужних активів під контролем НПФ цих країн та взаємодія пенсійних установ із фондовим ринком протягом тривалого періоду є причиною виникнення такого позитивного економічного ефекту як постійне підвищення протягом тривалого періоду курсу акцій разом з їх прибутковістю.

Проте тісний зв'язок між НПФ та фондовим ринком має не лише позитивні моменти. Від краху американського фондового ринку, який називають найсильнішим з часів Великої депресії, пенсійні фонди зазнали значних втрат, оскільки є найбільшими гравцями на ньому. У США 64, 6% всіх активів НПФ

розміщені в акції та облігації. Починаючи з вересня 2007 року за оцінками експертів пенсійні фонди втратили біля 20% своєї вартості. Загальний розмір пенсійних активів досягає 73,7 % від сукупного ВВП країни, тому розмір збитків в пенсійних фондах, за даними бюджетного комітету Конгресу США, за останні 15 місяців досяг 2 трлн. доларів.

Початок кризи характеризувався масовим виведенням капіталу з американського фондового ринку не тільки закордонними інвесторами, а й найбільшими американськими НПФ. Вони здійснили переорієнтацією інвестицій в закордонні цінні папери [106].

Розглянемо найбільш розповсюджені заходи по зниженню ризику діяльності пенсійних фондів, а саме: створення правового поля діяльності для НПФ та примусова диверсифікація активів цих структур.

Законодавчі і нормативні акти в різних країнах мають різні цілі. Основною метою пруденційного регулювання у країнах з молодими пенсійними ринками є мінімізація ризиків та максимізація майбутніх пенсійних виплат в умовах недостатнього практичного досвіду діяльності пенсійних фондів. В країнах з розвинутими пенсійними ринками законодавча база є більш ліберальною та фактично спрямована на зниження ризику за допомогою його диверсифікації.

Нами було проаналізовано законодавчу базу таких країн, як Чехія, Литва, Латвія, Словенія, Естонія, Польща, Угорщина [170] та виявлено спільні ознаки, за якими можна об'єднати існуючі законодавчі акти в три групи, а саме:

- закони, що регламентують порядок діяльності фондів з приводу розрахунку та виплати пенсій, порядку їх обліку;
- закони, що встановлюють обов'язкові вимоги щодо створення та регулювання діяльності фондів (мінімальний уставний фонд, перелік постачальників послуг і т. ін.);
- закони, які обумовлюють обов'язкові інвестиційні обмеження.

Диверсифікація активів пенсійних структур передбачає застосування інвестиційних обмежень, що передбачає використання певних прийомів, а саме:

- мінімізація інвестиційних ризиків шляхом примусової диверсифікації по видах активів;
- обмеження частки інвестицій на ті ринки капіталу, що тільки розвиваються, як найбільш ризикові;
- обмеження інвестицій у місцеві фондові ринки з причини відсутності можливості для належної диверсифікації активів;
- обмеження частки іноземних інвестицій з метою залучення активів НПФ у розвиток вітчизняної економіки.

З метою досягнення власних економічних цілей кожна країна обирає той чи інший напрямок розвитку власних пенсійних ринків. В більшості країн пенсійні фонди, участь в яких є добровільною, мають більш ліберальні обмеження для власної інвестиційної діяльності.

На нашу думку, ліберальні законодавчі обмеження в розвинених країнах призвели до потужної концентрації фінансових ресурсів НПФ в інструменти фондового ринку, що стало причиною їх значних втрат навіть за умови розумної диверсифікації.

Узагальнюючи досвід діяльності НПФ країн з розвинутою пенсійною системою слід виділити 3 основних методи портфельного регулювання: якісні портфельні обмеження (правило розсудливої людини); кількісні портфельні обмеження та їх комбінація. Розглянемо основні відмінності підходів до інвестиційного регулювання (від найбільш жорстких методів до найліберальніших) на прикладі країн з розвиненими пенсійними ринками (див табл. 1.10).

Країни Латинської Америки та Центральної і Східної Європи більш схильні до застосування методу кількісних обмежень. Кількісний підхід передбачає різноманітні інвестиційні обмеження, які управлінці зобов'язані дотримуватися при формуванні портфелю від імені пенсійного фонду.

Інвестиційні обмеження та пруденційні правила в різних обсягах застосовуються в усіх країнах незалежно від обраного методу портфельного регулювання. В країнах, фінансові ринки яких знаходяться на нижчих ступенях розвитку, інвестиційні ліміти встановлені практично по всіх класах активів.

Таблиця 1.10 – Досвід управління фінансовими ресурсами недержавних пенсійних фондів в різних країнах світу

Регіон	Країни	Інвестування тільки в дозволені інструменти	Встановлення лімітів по окремих інструментах	Ліміти для набору інструментів	Ліміти по емітентах	Ліміти за ризиком	Мінімальний рівень прибутковості	Ліміти закордонного інвестування
Латинська Америка	Аргентина	так	так	ні	так	так	так	так
	Болівія	так	так	так	так	так	ні	так
	Бразилія	так	так	ні	так	так	так	так
	Чилі	так	так	так	так	так	так	так
	Колумбія	так	так	так	так	так	так	так
	Коста-Ріка	так	так	так	так	так	ні	так
	Сальвадор	так	так	так	так	так	так	так
	Перу	так	так	так	так	так	так	так
	Мексика	так	так	так	так	так	ні	так
	Уругвай	так	так	так	так	так	так	так
Центральна та східна Європа	Чехія	так	так	ні	так	ні	ні	так
	Естонія	так	так	ні	так	ні	ні	так
	Угорщина	так	так	ні	так	ні	ні	так
	Польща	так	так	так	так	ні	так	так
	Казахстан	так	так	ні	так	ні	так	так



Продовження табл. 1.10

Регіон	Країни	Інвестування тільки в дозволени інструменти	Встановлення лімітів по окремих інструментах	Ліміти для набору інструментів	Ліміти по емітентах	Ліміти за ризиком	Мінімальний рівень прибутковості	Ліміти закордонного інвестування
	Литва	ні	ні	ні	ні	ні	ні	ні
	Латвія	ні	ні	ні	ні	ні	ні	ні
	Словенія	ні	ні	ні	ні	ні	ні	ні
Півн.	Канада	ні	так	ні	так	ні	ні	так
	США	ні	ні	ні	ні	ні	ні	ні
Західна Євро-	Нідерланди	ні	ні	ні	ні	ні	ні	ні
	Швеція	ні	так	ні	так	ні	ні	ні
	Великобританія	ні	ні	ні	ні	ні	ні	ні
Азіатськоні-	Австралія	ні	ні	ні	ні	ні	ні	ні
	Гонконг	ні	ні	ні	ні	ні	ні	ні
	Японія	ні	ні	ні	ні	ні	ні	ні

Джерело: [159, стор. 5.]



Також існують обмеження на концентрацію власності (максимальна частка випуску акцій компанії, яку дозволено тримати), на придбання активів окремих емітентів, та інші обмеження, в тому числі заборона операцій, які підвищують ризики втрати активів.

Дослідження ряду науковців [9, 39, 53] доводять існування певних загальних підходів до управління ресурсами пенсійних фондів. По-перше, до переліку класів фінансових активів, які можна тримати в інвестиційному портфелі НПФ, у національних законодавствах включено ті види інвестицій, що в умовах національного ринку мають «прийнятні» рівні ризиків неплатоспроможності та ліквідності. По-друге, характер обмежень на вкладення в окремі класи активів зумовлений станом розвитку національного фінансового ринку та економіки в цілому, пропозицією відповідних активів на ринку, розвитком організованого ринку цінних паперів та корпоративної культури, історичними традиціями, а також негативним досвідом інвестування в деякі класи активів. По-третє, в більшості країн значна частка інвестицій НПФ здійснюється в інструменти з фіксованою доходністю, що свідчить про консервативність підходів до інвестування. По-четверте, має місце переважання інвестицій на внутрішні ринки, що можна пояснити прагненням мінімізувати валютний ризик а також політикою держав на спрямування пенсійних коштів на розвиток національних економік [53, стор. 6].

Проведений аналіз методів управління пенсійними портфелями у приватних пенсійних фондах у різних країнах дозволяє дійти висновку, що жорсткість чи ліберальність інвестиційних обмежень залежить від різних внутрішніх економічних чинників, а саме: розвитку фондового ринку, безпеки збереження пенсійних заощаджень, ролі НПФ у системі інвестиційного забезпечення країни.

Узагальнення досвіду управління фінансовими ресурсами недержавних пенсійних фондів в країнах з різними типами пенсійних ринків дають змогу виділити основні підходи до їх інвестиційних стратегій. Аналізуючи структуру активів НПФ «зрілих пенсійних ринків» можна відмітити, що основні інвестиції здійснюються в акції та облігації, як основні інструменти фондового ринку.

Слід зазначити, що частка акцій в сукупній структурі активів є переважаючою (рис. 1.3).

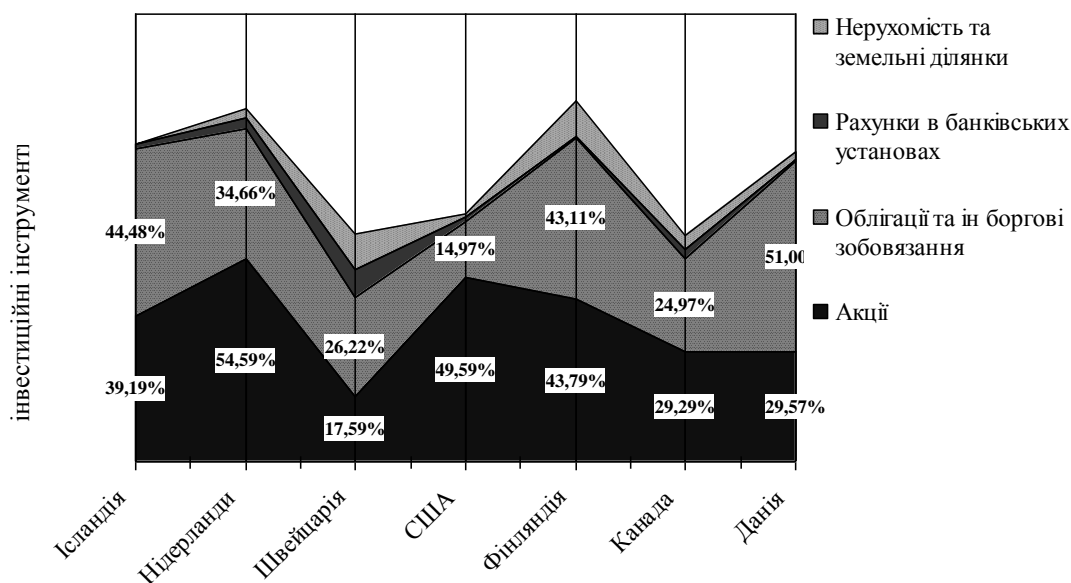


Рисунок 1.3 – Структура активів НПФ «зрілих» пенсійних ринків

Складено автором.

Останнім часом намітилась тенденція зміни співвідношення акцій до державних облігацій у сукупному інвестиційному портфелі фондів у бік останніх. Близько 20% пенсійних схем, що використовуються пенсійними фондами різних європейських країн (Ісландія, Швейцарія, Данія) передбачають подібну стратегію формування пенсійних активів. За результатами дослідження, проведеного консалтинговою групою Mercer Human Resource Consulting у Великобританії, інвестиційні стратегії місцевих компаній з управління активами найбільших пенсійних фондів мають такі спільні тенденції: поступово зменшується частка акцій (з 68% до 64%) в сторону включення до портфелю інвестицій більшої кількості облігацій; частка іноземних інвестицій поступово зростає (до 40%) [103, стор. 4]. Результати цього дослідження, яке було проведено на базі 360 пенсійних схем, активи яких перевищували 25 млн. фунтів стерлінгів, дають можливість розширити аргументацію стосовно виникнення загальної тенденції до перегляду пенсійними фондами своїх інвестиційних портфелів у порі-

внянні з минулими роками. Облігації стають все більш популярним інструментом не лише в Великобританії, а також в інших розвинутих країнах світу.

Країни, що мають «зростаючі пенсійні ринки» (Бразилія, Колумбія, Португалія, Мексика, Польща, Угорщина, Швеція, Іспанія та Норвегія), концентрують велику частину активів НПФ у однотипні інструменти, зокрема, у державні облігації (рис. 1.4). Таку стратегію можна пояснити недостатністю надійних інвестиційних інструментів у цих країнах, тому гарантовані державні облігації є найбільш зручними.

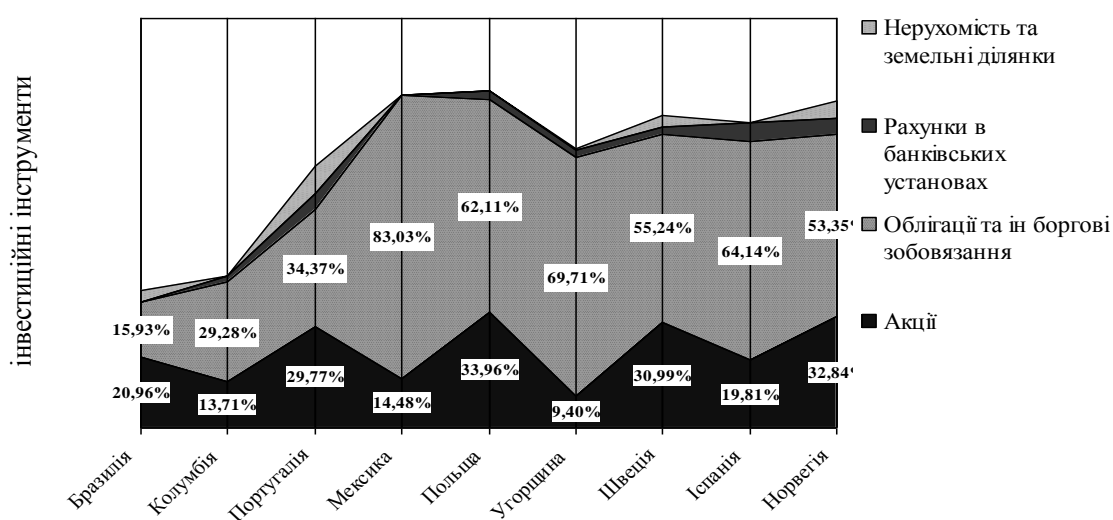


Рисунок 1.4 – Структура активів НПФ «зростаючих» пенсійних ринків
Складено автором.

Країни з «новими пенсійними ринками» (Австрія, Чеська Республіка, Бельгія, Німеччина, Естонія, Болгарія, Італія, Словенія, Корея, Словацька республіка, Російська Федерація та Туреччина) до ряду яких належить і Україна, мають відмінність у підходах до формування інвестиційних портфельів (рис. 1.5).

Особливістю є те, що значна частина активів у вигляді грошових коштів зберігається на депозитних рахунках в банківських структурах. Це обумовлено малим обсягом накопичених активів пенсійними фондами. Враховуючи існуючі кількісні інвестиційні обмеження, потрібна значна сума активів для того, щоб

мати змогу виходити на фондовий ринок та сподіватись на отримання вищих прибутків.

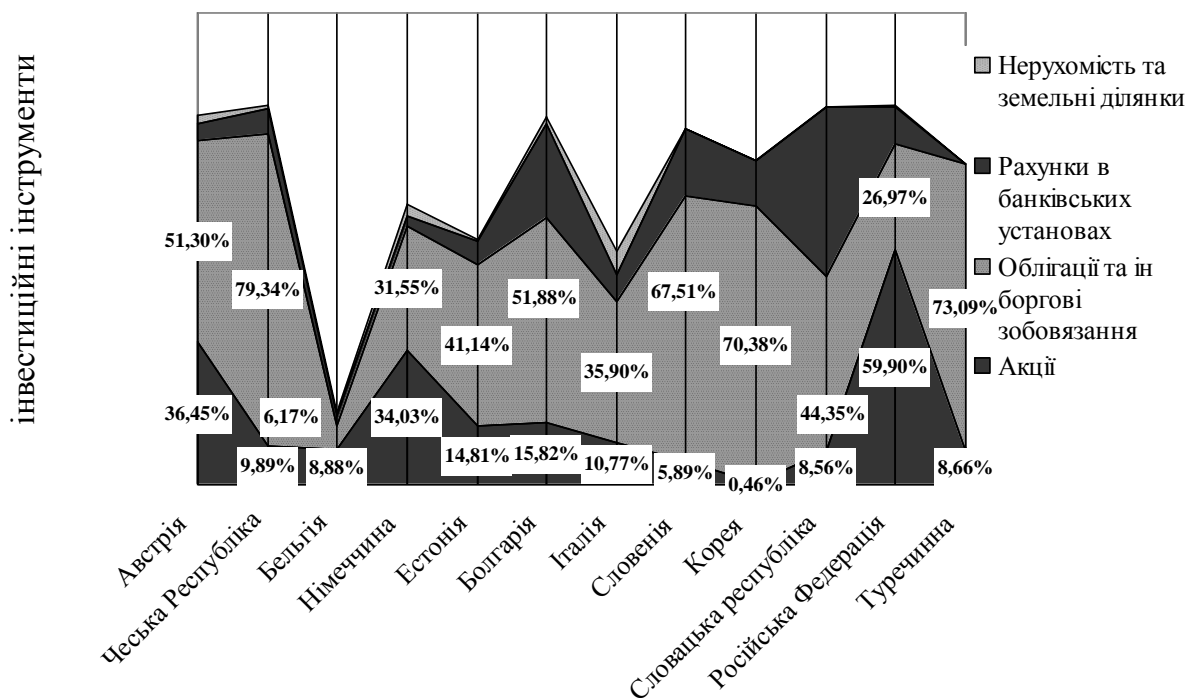


Рисунок 1.5 – Структура активів НПФ «нових» пенсійних ринків

Складено автором.

Основним завданням НПФ у країнах типу «нових пенсійних ринків» є залучення якомога більшої частини населення до участі в пенсійних програмах з метою формування ефективної структури активів. Наступною особливістю інвестиційних стратегій в недержавних пенсійних фондах цих країн є те, що розміщення активів в акції не таке поширене як в економічно розвинутих. Це пояснюється не стільки консервативністю підходів до інвестування, як слабким розвитком фондового ринку.

Сучасна система пенсійного забезпечення здійснюється через фондовий ринок, який за своєю природою є самим непередбачуваним та важко прогнозованим за своєю кон'юктурою. Ця нестабільність стала причиною суттєвого кризового стану сучасної світової пенсійної системи. Проблеми американських та європейських пенсіонерів виникли через те, що в США та Європі практично відсутні обмеження на діяльність пенсійних фондів на фінансових ринках. Пенсійні фонди могли вкладати кошти в будь-які активи при умові, що останні ма-

ють інвестиційний рейтинг за шкалою Moody's Investor Service або Standard & Poor's. Як результат, в тих же Нідерландах в середньому 55% від загальної суми активів пенсійних фондів вкладалося в акції, які значно втратили свою вартість за останній період.

В країнах зі зростаючими та новими пенсійними ринками, до ряду яких належить і Україна, законодавством передбачені обмеження на інвестиції пенсійних коштів в корпоративні цінні папери та облігації. Формально приводом для введення подібних обмежень можна вважати відсутність розвитку фондового ринку та переважання спекулятивної частини у його структурі, але така ситуація є в даному випадку тільки позитивним моментом з огляду на події в США та ЄС на пенсійних ринках.

Проведене дослідження дозволяє визначити *позитивні чинники розвитку пенсійного ринку*:

- 1) позитивна динаміка зростання сукупної частки активів недержавних пенсійних фондів по відношенню до ВВП країни, що робить ці інституції потужними інвесторами для економіки, в коштах яких зацікавлені інші суб'єкти господарювання, і з інтересами яких рахуються політичні формування;
- 2) рівень економічного розвитку країни, що обумовлює можливість оптимізувати інвестиції у фінансові ринки та знизити залежність від інфляції і від зміни середнього рівня оплати праці;
- 3) розвиток фондового ринку, що обумовлює можливість забезпечити регулювання інвестиційної діяльності пенсійних фондів на принципах «розсудливої людини».

До факторів, що стримують розвиток пенсійних фондів, на нашу думку, слід віднести такі: малий розмір активів, відсутність надійних і ефективних фінансових інструментів для інвестування та законодавче обмеження їх використання. При цьому необґрунтовані кількісні обмеження стають на заваді диверсифікації активів. Наприклад, у деяких країнах вони спричинили зменшення середнього рівня прибутковості. Пенсійним фондам також дуже важливо забезпечити інвестиційні доходи відповідно до очікувань вкладників, щоб завоювати

їх довіру. Водночас, індикатором довіри населення як до фонду, так і до приватної пенсійної системи загалом, на нашу думку, є рівень капіталізації пенсійних активів. Крім того, завжди існує ризик невиконання пенсійних зобов'язань перед учасниками пенсійних схем, який потрібно компенсувати більшими внесками. Чим більше внесків потрібно вносити вкладнику, тим менш привабливим є фонд для нього.

Наступним негативним фактором слід вважати нестабільну економічну ситуацію в країні, яка породжує два додаткових ризики: ризик інфляційних втрат майбутніх накопичень та ризик зменшення надходження внесків до фондів внаслідок зниження доходів населення. Сукупність вищенаведених чинників впливає на розподіл світового пенсійного ринку за рівнем їх розвитку на зрілі, зростаючі та нові ринки.

Проведений аналіз дозволяє зробити наступні висновки. По-перше, спостерігається стійка тенденція до нарощування активів пенсійними фондами протягом останніх п'яти років по всьому світу. По-друге, темпи приросту активів НПФ нерівномірні в залежності від регіонів. По-третє, швидке нарощування фінансових ресурсів НПФ відбувається у тих країнах, які знаходяться на початковому етапі запровадження накопичувальної системи пенсійного забезпечення та мають так звані "нові ринки". Подібні тенденції розвитку спостерігаються у вітчизняних НПФ.

1.3. Управління активами і пасивами недержавних пенсійних фондів: теоретичний підхід

Здійснюючи аналіз управління активами пенсійних фондів, треба врахувати, що будь-які активи мають джерела їх формування – пасиви. Харис Л. застосовуючи портфельний підхід до розроблення теорії грошей, зазначив, що

крім звичайних активів «особа має «від'ємні активи» або пасиви... Ці активи і пасиви співставні» [140]. Він розглядав їх як невід'ємну складову сукупного портфеля, який можна побудувати у вигляді балансу. Ми використали данні балансів різних НПФ за 2005-2007 рр., які представлені на сайті Держфінпослуг [34] та посилаючись на теорію Хариса [140], сформуваємо типову структуру портфеля НПФ.

Підхід до побудови звіту «Баланс» для недержавних пенсійних фондів, як і для інших господарських суб'єктів, відповідає вимогам Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 2 «Баланс» [111]. На нашу думку типова форма звіту не дає можливості отримати повну інформацію користувачу про склад активів і пасивів НПФ. Фактично інформація про розміщення грошових коштів учасників пенсійного фонду представлена переважно у двох рядках 045 «Інші фінансові інвестиції» та 230 «Грошові кошти та еквіваленти у національній валюті» відповідних розділів I «Необоротні активи» та II «Оборотні активи». Для НПФ з більшими обсягами активів, ця інформація може доповнюватися рядками 130, 131 «Основні засоби» та 190 «Дебіторська заборгованість за розрахунками з нарахованих доходів», що може свідчити про більшу їх диверсифікацію. Проте відображеної інформації недостатньо для того, щоб отримати уявлення про структуру сукупного портфеля фонду. На підставі наведених даних ми лише можемо зробити висновки, що період 2005-2007 рр. – це період накопичення недержавними пенсійними фондами ресурсів у вигляді грошових коштів на банківських рахунках, оскільки для виходу на фондовий ринок та інвестування в інші інструменти (переважно в акції, облігації та об'єкти нерухомості) потрібен їх значний обсяг. Також, на нашу думку, затверджена форма балансу підходить для підприємств, але не дає змоги оцінити дійсну структуру активів пенсійних фондів. Це означає, що поняття «активи пенсійних фондів» мають специфічну структуру, яка потребує інших форм звітності.

Користуючись нормативними актами, що регулюють діяльність недержавних пенсійних фондів [116, 118, 119], ми розробили структуру умовного балансу, врахувавши регуляторні обмеження стосовно складу активів і пасивів

НПФ (табл. 1.11). Більш детальні данні про набір інвестиційних інструментів у сукупному портфелі фондів можна отримати зі звіту «Відомості про об'єкти інвестування активів пенсійного фонду та зміни чистої вартості активів і чистої вартості одиниці пенсійних внесків», який подається кожним НПФ на звітну дату (квартал або рік).

Таблиця 1.11 – Схема умовного балансу недержавного пенсійного фонду

Актив	Пасив
Внутрішні державні облигації	Головні зобов'язання НПФ перед учасниками нараховані
Зовнішні державні облигації	Адміністративні витрати:
Банківські депозитні рахунки	- оплата послуг адміністратора (ВНПФ – 6 %, КНПФ і ПНПФ – 5% від суми пенсійних внесків);
Муніципальні облигації	- оплата послуг зберігача (0,5 % пенсійних активів);
Корпоративні облигації	- винагорода особі, що здійснює управління активами (4,2 % пенсійних активів)
Іпотечні цінні папери	- винагорода аудитора (за домовленістю);
Об'єкти нерухомості	- оплата послуг торговців цінними паперами та ін. посередників;
Банківські метали	- оплата витрат на перереєстрацію прав власності;
Закордонні інвестиції	- оплата послуг осіб, які надають НПФ консультації та (або) агентські послуги;
	- інші виплати, передбачені Законом України «Про НПЗ»
Сукупна сума активів	Сукупна сума зобов'язань
	Чисті активи (сукупна сума активів мінус сукупна сума зобов'язань)

Складено автором.

У зазначеному звіті представлена інформація про склад пенсійних активів в межах дозволених законодавством. Перелік цих активів визначається Законом про НПЗ та інвестиційною декларацією самого фонду, зареєстрованою у Держфінпослуг. Дозволені вітчизняним законодавством напрями інвестування пен-

сійних активів були нами розглянуті у п 1.1 цього дисертаційного дослідження (див. табл. 1.5, табл. 1.6)

Нас зацікавила структура інвестиційного портфелю Хариса Л. [140] тим, що його баланс урівноважувався різницею між активами і пасивами інвестора, яку автор визначив як «чисті активи (або чисте багатство)». Ми використали показник «чиста вартість активів пенсійного фонду», що розраховується в звітності НПФ, оскільки, на нашу думку, він є відповідним визначеному Харисом Л. показнику «чистого багатства». Це різниця між вартістю активів пенсійного фонду на день проведення підрахунку та загальною сумою зобов'язань пенсійного фонду, що підлягають виконанню на день проведення підрахунку. Оскільки активи повинні повністю покривати зобов'язання фонду, то цей показник повинен знаходитись у правій стороні балансу (зі сторони пасивів). У випадках, коли загальна сума пасивів перевищує значення суми його активів, цей показник переміщується у ліву частину балансу. Така ситуація може бути пов'язана з ускладненням стану на фондовому ринку або, навіть, фазою економічного циклу – головними зовнішніми чинниками, що впливають на сучасний фінансовий стан пенсійних фондів.

Історичним прикладом важливості повного відображення інформації про відповідність (баланс) пенсійних активів пенсійним пасивам слугує директива FAS 87, прийнята в 1986 році американською Палатою стандартів бухгалтерського обліку фінансової діяльності [149, стр. 467]. В свій час ця директива призвела до зміни інвестиційної філософії пенсійних фондів. З'явився новий термін «пенсійна надбавка» (різниця між сумою пенсійних активів та пасивів), який спонукав компанії посилити контроль за прибутком пенсійних фондів шляхом створення відповідним чином структурованого портфелю активів. Після введення FAS 87 з'явилося доволі багато складних стратегій, що обмежують коливання пенсійної надбавки. Для їх реалізації довелося суттєво обмежити інвестиції пенсійних фондів в звичайні акції і більше вкладати в цінні папери з фіксованим доходом – облігації.

Функції управління активами НПФ покладені на компанію з управління активами. До обов'язків КУА відноситься розміщення активів згідно з інвестиційною декларацією НПФ, забезпечення прибутковості вкладень пенсійного капіталу. Закон про НПЗ відокремлює функцію формування пенсійних резервів від функції розміщення цих резервів в активах. Право відкриття та ведення рахунків НПФ, зарахування пенсійних внесків, ведення обліку та зберігання цінних паперів та інших документів, пов'язаних з формуванням пенсійних активів надано банкам.

Згідно з класичною теорією управління інвестиціями, процес управління активами недержавних пенсійних фондів, як і інших інституційних інвесторів (пайових та корпоративних інвестиційних фондів, страхових компаній, довірчих товариств тощо), повинен включати такі етапи:

- 1) формування інвестиційних цілей;
- 2) формування інвестиційної політики;
- 3) обрання портфельної стратегії;
- 4) обрання інструментів інвестування (активів);
- 5) вимір і оцінка ефективності інвестицій [69, стр. 868].

Ці етапи ми врахуємо при розробці механізму залучення і використання фінансових ресурсів НПФ. Сучасна інвестиційна діяльність безпосередньо ґрунтується на застосуванні «портфельної теорії», яка передбачає, що більшість інвесторів для своєї інвестиційної діяльності обирають декілька інструментів, тобто формують інвестиційний портфель. Подібний критерій формування структури активів недержавних пенсійних фондів є вимогою Закону про НПЗ, що регулює їх діяльність.

Дослідження інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів на ринку фінансових послуг України в спеціальній економічній науковій літературі сьогодні здебільшого стосується загальних питань інвестиційної діяльності та державного регулювання в цій сфері (зокрема, слід відмітити роботи А. Федоренка, Д. Леонова, Н. Ковальнової, В. Яценка та інших). Проте визначення категорії «інвестиційний портфель НПФ» у вітчизняній науковій літературі на

сьогоднішній день не сформовано. Тому ми дослідили її сутність з точки зору специфіки діяльності НПФ та особливостей категорії «фінансові ресурси НПФ», розглянутої раніше.

На нашу думку, сутність інвестицій НПФ розкривається через структуру і призначення його інвестиційного портфеля, як інституційного інвестора. Як вже зазначалось раніше, основною метою формування інвестиційного портфеля НПФ є накопичення пенсійних внесків громадян, збереження і примноження їх вартості у довгостроковій перспективі. Інвестиційний характер мають вкладання коштів НПФ на довгостроковий період виключно з метою одержання доходу дивідендів та процентів з цінних паперів. Проте вкладання НПФ у цінні папери може носити і ознаки спекулятивного характеру, які полягають в бажанні одержати дохід за короткий час від коливання курсів на цінні папери. Такий вид вкладання не можна вважати інвестицією. Тому для НПФ ознакою інвестування є довгостроковість вкладень.

У правничій та економічній літературі фінансові інвестиції зазвичай поділяються на прямі і портфельні [19, стр. 36]. Прямі інвестиції за своєю сутністю передбачають надання права на участь в управлінні юридичною особою в обмін на внесення будь-яких цінностей до її статутного капіталу. Недержавні пенсійні фонди не здійснюють прямого інвестування, а зорієнтовані на портфельні інвестиції.

Портфельні інвестиції – це господарська операція, яка передбачає придбання цінних паперів, деривативів та інших фінансових активів за грошові кошти на фондовому (біржовому) ринку. Основною ознакою портфельних інвестицій є те, що інвестор не має права на участь в управлінні підприємством, такі інвестиції передбачають лише одержання інвестором дивідендів на акції підприємства або інші цінні папери [19, стр. 36-37].

У сформованій світовій практиці фондового ринку під *інвестиційним портфелем* розуміється деяка сукупність цінних паперів, що належать фізичній чи юридичній особі, яка виступає як цілісний об'єкт керування [71, стр. 145; 72, стр. 189].

За визначенням Гитмана Л. *портфель* – це набір інвестиційних інструментів для досягнення загальної мети [30, стр. 800].

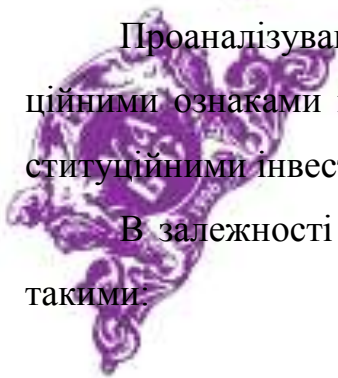
Староверова Г. С., Мойсеєнко І. П. визначають *інвестиційний портфель* як цілеспрямовану сукупність об'єктів реального і фінансового інвестування, призначену для здійснення інвестиційної діяльності в середньостроковому періоді у відповідності з розробленою інвестиційною стратегією підприємства і розглядається як цілісний об'єкт управління [94; 128, стр. 363].

На наш погляд перше визначення є дещо узагальненим і не відображає повного значення цього поняття. Друге визначення характеризує портфель приватних інвесторів. Проте пенсійні фонди відносяться до складу інституційних інвесторів (за визначенням В. Шарпа, Л. Гитмана.) [22, стр. 16].

Зважаючи на ряд особливостей діяльності НПФ термін «інвестиційний портфель НПФ» потребує певного уточнення. По-перше, недержавний пенсійний фонд, як інституційний інвестор, обмежений законодавчо у можливості формування портфеля реальних інвестиційних проектів, які є пріоритетом для виробничих підприємств для забезпечення власного розвитку. По-друге, здійснення інвестиційної діяльності НПФ націлено на довгостроковий період, і лише в окремих випадках – на короткостроковий. По-третє, НПФ мають велику соціальну значимість їх діяльності. Отже, на нашу думку, *інвестиційний портфель недержавного пенсійного фонду доцільно визначити як цілеспрямовано сформовану сукупність фінансових активів НПФ з метою забезпечення прийнятнього рівня майбутніх пенсійних виплат, що використовується у довгостроковому періоді у відповідності з розробленою інвестиційною стратегією і розглядається як цілісний об'єкт управління.*

Проаналізувавши ряд робіт [22, 129] ми згрупували за різними класифікаційними ознаками існуючі види інвестиційних портфелів, що формуються інституційними інвесторами.

В залежності від поставленої інвестиційної мети, портфелі можуть бути такими:



Портфель, зорієнтований на зростання – портфель, який будується з розрахунку на довгострокове збільшення вартості інструментів, що входять до його складу.

Портфель, зорієнтований на дохід – портфель, який складається з розрахунку на поточні дивіденди та відсотки.

З точки зору диверсифікації ризиків, портфелі є такими:

Консервативний портфель – портфель, який формується в основному за рахунок об'єктів інвестування зі середнім (або мінімальним) рівнем ризику (темпи росту доходу і капіталу значно нижчі).

Агресивний портфель – це портфель росту або доходу при максимальних значеннях своїх цільових показників та найбільших ризиках.

Ефективний (зважений) портфель – це портфель, який забезпечує найбільшу дохідність для заданого рівня ризику або має найменший ризик при заданому рівні дохідності.

З точки зору досягнення інвестиційної мети:

Збалансований портфель характеризується повною реалізацією цілей його формування: відбором інвестиційних інструментів у найбільш повній відповідності поставленій меті.

Розбалансований портфель – представляє собою раніше оптимізований портфель, що вже не задовольняє інвестора у зв'язку з суттєвими змінами зовнішніх умов інвестиційної діяльності або внутрішніх чинників.

Вищенаведена класифікація є неповною, оскільки сучасна портфельна теорія і практичний портфельний менеджмент постійно розвивається, тому з'являються нові класифікаційні ознаки. Проте нами були розглянуті класичні види існуючих інвестиційних портфелів. Ми вважаємо, що нові їх види можуть бути лише похідними від класичних або дещо видозміненими зі збереженням основних характеристик.

При формуванні інвестиційного портфелю слід враховувати альтернативність його цілей (табл. 1.12). Досягти основну мету і її альтернативну одночасно неможливо. Потрібно обирати одну з них у відповідності до потреб фонду.

Вітчизняні та закордонні вчені, а саме: Федоренко А. [134], Григоренко Є. [28, 29], Гитман Л. [22, стор. 813] підкреслюють існування проблеми вибору для КУА між забезпеченням високого рівня прибутковості та мінімізацією ризику при обранні портфельної стратегії (так зване «протиріччя ризику та доходності»). Для захисту пенсійних резервів від інфляції, здешевлення тарифів та збільшення пенсійних накопичень пенсійні фонди повинні інвестувати у високодохідні активи. Це означає збільшення інвестиційного ризику. Вимоги до надійності інвестиційних вкладень, встановлені Законом про НПЗ, мають на меті досягнення збереження пенсійних вкладень та забезпечення поточної ліквідності для своєчасної виплати пенсій. Це спонукає НПФ інвестувати в надійні, але в той же час низькодохідні активи. Основна задача фонду – поєднання зазначених суперечливих потреб в інвестиційній декларації.

Таблиця 1.12 – Протиріччя вибору цілей формування інвестиційного портфеля

Основні цілі	Альтернативні цілі
Високі темпи росту капіталу в довгостроковому періоді	Підвищення рівня поточної доходності інвестиційного портфеля; зниження рівня інвестиційних ризиків
Підвищення рівня поточної доходності інвестиційного портфеля	Зниження рівня інвестиційних ризиків
Зниження рівня інвестиційних ризиків	Підвищення темпів росту доходу і капіталу
Забезпечення достатньої ліквідності інвестиційного портфеля	Високі темпи росту капіталу в довгостроковому періоді

Джерело: [129], обробка та переклад автора.

Існують два підходи до управління портфелем: традиційний підхід та сучасна портфельна теорія. Традиційний підхід до управління портфелем – це забезпечення збалансованості шляхом включення до портфеля акцій та боргових зобов'язань різних підприємств та галузей. Зазвичай обираються цінні папери добре відомих компаній, які вважаються менш ризиковими. Обсяг ринку таких паперів повинен бути достатнім для підтримання ліквідності.

Сучасна портфельна теорія була розроблена Гаррі Марковицем в 50-ті роки. Процедура побудови портфелю спирається на від'ємну кореляцію доходності інвестиційних інструментів: від'ємна кореляція вкладень може компенсувати невдачі одних інструментів за рахунок підвищення доходності інших. Це підхід до формування портфельної стратегії з використанням різних статистичних методів, а саме: дисперсія доходності активів; кореляція доходності пари цінних паперів або віддачі цінних паперів і ринку в цілому; коефіцієнт регресії (фактор) «бета». Це може бути використано при оцінці ефективності інвестиційної діяльності НПФ.

Портфельна стратегія вітчизняних НПФ, що обирається КУА виходячи з інвестиційних цілей та інвестиційної політики, може бути активною чи пасивною. Активна портфельна стратегія використовує доступну інформацію і будується на методах прогнозування доходності інвестицій для підвищення ефективності портфеля порівняно з простою диверсифікацією інвестицій. Оскільки з часом прогнозні розрахунки будуть змінюватися, виникає необхідність у формуванні іншого інвестиційного портфелю з кращими характеристиками ризику та доходності. Проте інвестор повинен співставляти витрати, пов'язані з перегляданням портфелю з можливою вигодою від такого перегляду. В. Шарп виділяє такі методи активного управління: вибір інвестиційного інструменту, вибір групи інвестиційних інструментів, розміщення активів, фіксація ринку [149, стр. 869].

Пасивна портфельна стратегія вимагає мінімуму інформації щодо прогнозу на майбутнє і ґрунтується на такій диверсифікації портфеля, яка забезпечує максимальну відповідність його доходності обраному ринковому індексу, або спеціально побудованому показнику. «Пасивне управління побудоване на впевненості, що ринки є ефективними, і зазвичай містить в собі інвестування в індексний фонд. Навпаки, активне управління побудоване на впевненості в тому, що існують ситуації невірної оцінки вартості цінних паперів і їх можна виявляти постійно» [149, стр. 868]. Григоренко Є. [28] зазначає, що необхідні ринкові індекси, як орієнтири пасивного інвестування в Україні, відсутні, а наявна ін-

формація носить часто сумнівний характер. Пасивна стратегія для українських НПФ може прослідковуватися в частині позикових інструментів з фіксованими доходами (державні та корпоративні облігації), особливо якщо такі цінні папери підкріплені необхідним матеріальним забезпеченням або іншими майновими гарантіями. У випадку активної портфельної стратегії завданням керуючого є пошук недооцінених активів (перш за все акцій, об'єктів нерухомості).

У вітчизняній практиці при виборі об'єктів інвестування ставка робиться на три напрямки: акції, боргові інструменти і депозити [134]. У залежності від обраної інвестиційної політики інвестиційний портфель фонду може бути сформовано як консервативний, зважений або агресивний.

Прикладом прихильника консервативної стратегії є КУА, що керує активами ВНПФ «Європейський вибір». В інвестиційній декларації фонду визначено, що їх стратегія - це «отримання середнього стабільного доходу при мінімальному ризику в цілях збереження і примноження пенсійних накопичень, використання системи контролю ризиків». Інструментарієм досягнення цієї мети є дотримання певних вимог до вибору окремих об'єктів інвестування, а саме: обов'язкова наявність забезпечення зобов'язань емітента за цінними паперами; наявність доходу за об'єктами інвестування з фіксованими ставками на рівні, що перевищує інфляційні очікування; наявність зобов'язань щодо обов'язкового викупу цінних паперів [47].

Прикладом стратегії активного інвестиційного менеджменту є політика компанії з управління активами «КІНТО». Управління пенсійним фондом здійснюється на основі економічного, фінансового, ринкового аналізу та інвестиційних оцінок [135]. Ними проголошено, що при виборі акцій орієнтир робиться на найбільш крупних українських емітентів – енергетичні, металургійні, хімічні, нафтові, машинобудівні, харчові компанії з потенціалом зростання їхніх курсових цін вище середньоринкового росту. Група фінансових аналітиків здійснює фундаментальний технічний аналіз по окремих емітентах та інструментах і з цими висновками виходить на інвестиційний комітет, який в результаті обговорення з урахуванням додаткової інформації приймає рішення: про-

давати, купувати чи тримати. Інвестування в боргові інструменти (корпоративні, державні та муніципальні облигації) здійснюється на основі аналізу сценаріїв поведінки певної доходності, даних щодо ліквідності, фінансового стану емітентів, рівня їх рейтингів. Компанія оперативно реагує на мінливу ринкову кон'юнктуру і використовує нові ринкові можливості, пов'язані з неефективністю українського фондового ринку і використанням арбітражу. На нашу думку, ця стратегія управління портфелем має ознаки традиційної портфельної теорії.

Проводячи круглі столи та обговорюючи проблеми в сфері НПЗ науковці-практики [29, 134], посилаючись на практичний досвід, в якості прикладу представляють типові структури інвестиційних портфелів різних типів (табл. А.1, А.2).

Західними і вітчизняними вченими розроблено достатньо математичних моделей для формування портфеля цінних паперів. Їх використання дає змогу більш точно оцінювати інвестиційні якості окремих паперів та їх сполучення у портфелі.

Найбільш поширеними у розвинених країнах є такі моделі портфельного інвестування: модель Марковиця, модель Шарпа, MW-метод, модель ціни, що вирівнюється. Дані моделі неприйнятні для українського фондового ринку через те, що орієнтовані на ринки з високим рівнем активності та інформованості, що для вітчизняного фондового ринку є невластивим.

Необхідно зазначити, що розроблено досить багато методів оцінки перспективного планування інвестицій. Їх можна розділити на такі групи:

1. Екстраполяційні методи.
2. Експертні методи.
3. Методи, засновані на комплексному техніко-економічному аналізі і науковому передбаченні.
4. Сценарний підхід [72].

Методи, що базуються на статистиці і прогнозуванні (екстраполяційні методи) використовують різноманіття функцій статистичного прогнозування. Недолік цієї групи методів полягає в тому, що планування за методом екстра-

поляції, враховує лише минулі тенденції. Воно не може врахувати якісних змін, які можуть статися в майбутньому. В умовах динамічних змін ринкового середовища такі прогнози не можуть бути достатньо ефективними.

Експертні методи ґрунтуються на використанні оцінок кваліфікованих фахівців (експертів). Створюються спеціальні фірми, що займаються консалтингом. Розробка інвестиційного плану може вестися експертами як індивідуально (з подальшим виведенням середніх величин і визначенням причин розбіжності в думках), так і колегіально – методом так званого мозкового штурму. Обмеженнями у використанні даної групи методів є: проблема кваліфікованості експертів; проблема їх незалежності і порядності; складність приведення думки експертів до системи конкретних кількісних показників.

Методи, засновані на комплексному техніко-економічному аналізі і науковому прогнозуванні можна вважати найбільш продуктивними, хоча і досить трудомісткими. Для її реалізації необхідний глибокий аналіз всіх внутрішніх і зовнішніх чинників. На основі такого аналізу формується основний план – інвестиційна стратегія в розрізі основних напрямків інвестування та інструментів. Складність реалізації такого роду методів на практиці полягає в тому, що інколи майже неможливо знайти і адекватно оцінити всю інформацію про стан та динаміку фондового ринку. Проте, цей підхід до планування дозволяє досить ефективно надалі визначити причини відхилення фактичних показників від запланованих.

Сценарний підхід є відносно новим для вітчизняної економіки. Суть його полягає в тому, що перспективне планування розглядається як гнучкий, багатоваріантний процес. На основі різних комбінацій розглянутих вище методів складаються як мінімум три варіанти розвитку подій: оптимістичний, песимістичний і найбільш вірогідний. Оцінюються ймовірність і чинники реалізації кожного з сценаріїв і виробляються попереджувальні заходи щодо недопущення реалізації песимістичного сценарію [72].

Оцінка ефективності інвестицій полягає в обчисленні реалізованої доходності портфеля та співставлення отриманого результату з обраним базовим по-

казником, яким у цьому разі є певна кількісна характеристика поведінки завчасно обраного набору інвестиційних інструментів. За базовий показник у міжнародній практиці, як правило, обирається один із загальновідомих фондових індексів, наприклад, індекс Standart & Poor's 500 (S & P 500) або один із спеціальних індексів, орієнтованих на конкретні типи клієнтів. Для України більш прийнятною є емпірична оцінка ефективності інвестицій, здійснювана шляхом співставлення їхньої доходності, з одного боку, з офіційним індексом інфляції, з іншого – з показниками доходності найкращих для поточного проміжку часу окремих фінансових інструментів (таких як ОВДП, корпоративних облігацій, відсотків за виданими кредитами), з оцінкою та урахуванням відповідних показників ризиків [134, стр. 27].

Ряд науковців [75, 144, 161] в своїх дослідженнях в якості базового інструменту для здійснення планування інвестиційних портфелів використовують математичні моделі оптимального програмування розміщення пенсійних активів. В якості критерію оптимізації зазвичай обирається отримана доходність, яка підлягає максимізації, з обов'язковим урахуванням законодавчих вимог до інвестиційних обмежень. Зокрема, Ф. Буус і Ю. Якубов проводять дослідження ефективності апріорно заданих динамічних інвестиційних стратегій, проте вони не розглядають при цьому питання їх формування [161]. Задача формування багатоперіодних інвестиційних стратегій досліджувалася Медведевим Г. О., Ширяєвим О. М. [75, 150]. Запропонований ними підхід потребує використання складного математичного апарату, що ускладнює їх практичне використання.

Другим напрямком досліджень науковців є питання формування інвестиційних стратегій з точки зору теорії схильності до ризику в залежності від тривалості інвестиційного періоду. Ряд авторів [1, 8, 12, 127, 161, 162, 172] намагається вирішити проблему визначення інвестиційних стратегій для учасників з різним інвестиційним інтервалом часу за допомогою вирішення оптимізаційних задач.

Так, зокрема Агасандян Г. О. розглядає задачу в рамках підходу Г. Марковиця. При цьому автор відмічає, що особлива увага повинна бути приділена завданню ступеня несхильності інвестора до ризику в залежності від тривалості його інвестиційного періоду. Він зазначає, що цю залежність «скоріш варто шукати в області психології» [1].

Бронштейн Є. М. та Прудников В. Б. [12] розробили методику формування інвестиційних стратегій учасників НПФ в залежності від тривалості періоду накопичення, яка ґрунтується на припущенні про зміну з часом ступеня несхильності до ризику. В ході дослідження автори дійшли висновку, що «можна виділити три часових інтервали, на яких інвестиційні уподобання учасників відрізняються. Так, якщо до виходу на пенсію ще далеко (більше 30 років), то учаснику треба вибрати максимально ризикову інвестиційну стратегію, інвестувавши всі накопичення в «ризикові» активи (перший інтервал). При досягненні межі «30 років до пенсії» учаснику треба почати переформовувати інвестиційний портфель в бік збільшення частки «безризикового» активу, який повинен повністю замінити «ризиковий» до моменту, коли учаснику залишиться біля 17 років до виходу на пенсію (другий інтервал). З цього моменту і до самого моменту виходу на пенсію оптимальною для учасника є стратегія вкладення всієї суми накопичень в «безризикові» активи (третій інтервал) [12, стр. 58].

Група фахівців [8, 161, 162] сходяться у своїх висновках про те, що необхідним є перегляд портфеля пенсійного фонду в залежності від віку учасників фонду. Смоляр Ю. О. [127] поділяє погляди Боді З. [8] на принципи формування інвестиційної політики ПНФ, стверджуючи, що працівники молодшого віку радше нададуть перевагу високодохідним і високо ризиковим інвестиціям, а старше покоління почуватиметься безпечніше при консервативнішому розподілі активів (табл. 1. 13).

Ф. Буус та Ю. Якубов роблять припущення стосовно необхідності в здійсненні інвестування «за стилем життя» [161, стор. 13]. Е. Девіс зазначає про необхідність для пенсійного фонду «переключитися» на активи з більш низьким

ризиком для більш старших працівників, оскільки вони наближаються до виходу на пенсію [162, стор. 3].

Таблиця 1.13 – Рівень психологічного ризику в залежності від віку інвестора, %

Рівень ризику	Молодше 25 років	Від 25 до 54 років	55 років і старше
Жодного ризику	54	55	71
Незначний ризик	30	28	21
Деякий ризик	14	16	8
Значний ризик	2	1	1

Джерело: [8].

Боді З., Кейн А. та Маркус А. в своїй праці наводять витяг з “Asset Allocation for Strength and Balance” in Vanguard, в якому міститься опис підходу, що враховує вік індивідуального інвестора: «У віці від 20 до 50 років перевагу слід надавати акціям, що забезпечують, як правило, підвищену довгострокову дохідність... Портфель, що включає 65-75 % акцій та 25 – 35% облігацій та інструментів грошового ринку, представляється цілком збалансованим. Після 50 років ризик необхідно знизити, підвищивши одночасно дохід шляхом скорочення частки акцій (можливо до 50 %) та підвищення частки облігацій та інвестицій грошового ринку. Вийшовши на пенсію, вам необхідно орієнтуватися, в основному, на отримання доходу. Основну частку (близько 60 %) вашого портфеля необхідно відвести облігаціям та інструментам грошового ринку. Як захист від інфляції можливо використовувати значну частку акцій (непоганим початковим наближенням може бути 40%-ва частка акцій в портфелі, особливо в перші роки виходу на пенсію)» (рис. 1.6) [8, стр. 487].

Фахівці з питань пенсійного забезпечення в своїх роботах наводять емпіричне правило, визначене З. Боді, згідно якого процент акцій в пенсійному портфелі повинен бути еквівалентний значенню 100 мінус вік особи. Таким чином, особа 30-ти років повинна інвестувати 70 % своїх пенсійних накопичень в

акції, а особа 70-річного віку – 30 % в акції від свого сукупного пенсійного портфеля [172, стр.395].

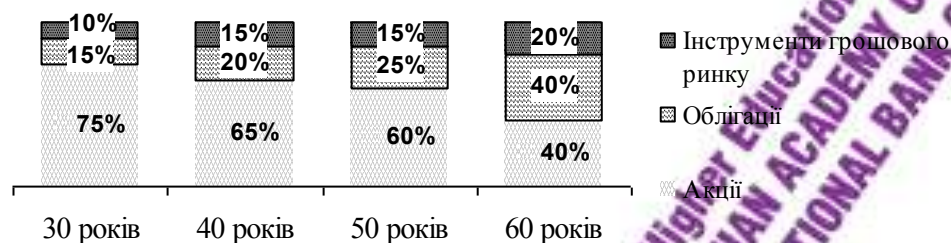


Рисунок 1.6 – Розподіл інвестиційного портфелю за підходом, що враховує вік індивідуального інвестора

Джерело: [8].

У свою чергу Кемпбелл та Вікейра стверджують, що хоча оптимальне рішення для молодих інвесторів може полягати в тому, щоб тримати значну кількість пенсійного портфеля в акціях, така рекомендація повинна бути зваженою, якщо інвестори мають рівень споживання, близький до прожиткового мінімуму [172, стр.401]. Слід зазначити, що саме ці дві характеристики є типовими для ринків, що розвиваються.

Подібні погляди відображають основну тезу інвестиційної стратегії «життєвого циклу» (або – «інвестиційної стратегії, що відрегульована за віком»), яка використовується в зарубіжних країнах при формуванні пенсійних накопичень. Ця стратегія передбачає переміщення частини портфеля пенсійного фонду із акцій в інструменти з фіксованою доходністю (облігації) відповідно до того, як зростають обсяги пенсійних виплат. Так само, для пенсійних фондів, побудованих за моделлю трасту, по мірі того, як учасник досягає більш старшого віку, частка його персональних накопичень в ризикованих інструментах (наприклад, в акціях) повинна знижуватись та замінюватись менш ризикованими (наприклад, облігаціями).

Окремо слід виділити дослідження групи фахівців з пенсійних питань [52; 136], які пропонують будувати інвестиційну стратегію відповідно до життєвого циклу клієнтів, однак пропонують розподіл цільової групи інвесторів не за віковим періодом, а періодом трудового життя (табл. 1. 13).

Таблиця 1.13 – Допустимий діапазон розміщення інвестиційних інструментів залежно від цільової групи інвесторів

Стадія життєвого циклу	Мета інвестора	Діапазон використання для інструментів, %		
		акції	облігації	готівка (валюта)
Початок кар'єри	Максимальне зростання доходності	80-100	0-10	0-10
Середина кар'єри	Зростання доходності	70-80	10-20	5-10
Кінець кар'єри	Консервативне зростання	60-70	15-25	5-20
Вихід на пенсію	Зростання і дохід	50-60	15-30	10-20
Життя на пенсії	Дохід	15-60	40-75	10-35

Джерело: [52].

Пенсійні схеми будуються в залежності від мети інвестора та пруденційних вимог. Для повної їх характеристики доцільно сформувати класифікацію пенсійних схем.

По відношенню до розмірів пенсійних внесків і виплат пенсійні схеми бувають:

- з встановленими внесками («defined contributions», DC);
- з встановленими виплатами («defined benefits», DB).
- з встановленими внесками і виплатами (гібридні схеми).

Пенсійна схема зі встановленими внесками – схема, де наперед визначаються розміри пенсійних внесків. Рівень пенсійних виплат визначається накопиченою сумою та отриманим інвестиційним доходом на накопичені пенсійні активи. Таким чином, ризики пов'язані з розміром виплат несе особа, на користь якої здійснювалися внески.

Пенсійна схема за встановленими виплатами – схема, де встановлюється гарантований рівень виплат або порядок їх обчислення (як правило, у вигляді відсотку від заробітної плати за певний час із можливістю врахування інших параметрів, наприклад, стажу). Зобов'язання вкладника по сплаті пенсійних внесків можуть бути змінені в певних межах. В західних країнах є практика перенесення ризику на роботодавця, який гарантує додаткове покриття пенсійних зобов'язань перед учасником (отримувачем виплат) у разі недостатності накопичених активів та (або) невдалого інвестування.

Якщо для порівняння названі дві схеми уявити у вигляді рівняння з однією невідомою, то в першому випадку (встановлені внески) невідомими є пенсійні виплати, а в другому (встановлені виплати) – внески. Гібридні схеми містять елементи двох попередніх.

За строком накопичення пенсійні схеми поділяють на «короткі» та «довгі». Як правило короткі схеми передбачають строк формування пенсійних накопичень за період до 10 років. Довгі схеми – понад 10 років. Проте термін довгого і короткого накопичення фонд визначає самостійно.

За тривалістю періоду пенсійних виплат:

- довічні;
- з фіксованим строком виплат (строкові).

По відношенню до права власності на пенсійні накопичення пенсійні схеми можна поділити на три групи:

- накопичувальні (трастові);
- страхові;
- змішані.

Накопичувальні пенсійні схеми передбачають можливість дострокового розірвання договорів і успадкування пенсійних накопичень у випадок смерті учасника до закінчення строку дії договору. Кошти вкладника, перераховані на користь учасника, стають власністю останнього в момент переведення або через деякий час, протягом якого їх власником є вкладник. Пенсійний фонд використовує кошти учасників і вкладників на правах довірчого управління.

Страхові пенсійні схеми передбачають солідарну відповідальність (пенсійний фонд виконує свої зобов'язання загальними активами, незалежно від того, на чиїх пенсійних рахунках вони знаходяться) без можливості дострокового розірвання договору. Страхові відносини передбачають, що пенсійні накопичення належать пенсійному фонду (до фонду переходять права власності в обмін на зобов'язання виплачувати довічну пенсію визначеного розміру).

Змішані пенсійні схеми є трастовими на етапі накопичення, на етапі пенсійних виплат вони стають страховими.

За Законом про НПЗ недержавні пенсійні фонди можуть використовувати накопичувальний (трастовий) тип пенсійних схем. При розробці та запровадженні інвестиційної стратегії пенсійного фонду може бути закладена свідома кореляція між віковою структурою учасників пенсійного фонду та структурою його портфелю за ступенем ризику. Як вже було зазначено в підрозділі 1.1, в Україні внески надходять переважно від юридичних осіб на користь своїх працівників. Тому умови формування пенсійних накопичень, як правило відповідають інтересам кадрової політики таких підприємств. Пенсійні схеми корпоративного та професійного пенсійних фондів погоджуються з представниками трудових колективів відповідних юридичних осіб-роботодавців, і до колективних договорів вносяться відповідні зміни. Внески робляться за рахунок роботодавця, за рахунок робітника або у поєднанні. Як правило розмір внесків є диференційованим і може залежати від віку працівника, або від стажу його роботи на підприємстві, або ці критерії комбінуються (табл. А.3, А.4, А.5).

Досліджуючи схильність до ризику та, відповідно, вимоги до дохідності різних фінансових інституцій Боди 3. зазначає, що пенсійні фонди орієнтуються на ставки дохідності, що прогнозуються актуаріями [162, стр.475]. Дослідник Філатов А. [136] з цим погоджується лише частково. На його думку зазначене твердження стосується виключно планів (пенсійних фондів) з визначеними виплатами. Актуарний розрахунок для таких пенсійних фондів є особливо важливим, оскільки зобов'язання пенсійного фонду перед учасником визначаються заздалегідь, а загальна сума зобов'язань перед всіма учасниками, яка підлягає

виконанню фондом, оцінюється актуарно, виходячи з оцінки можливої смертності всіх учасників такого фонду. Що стосується планів (пенсійних фондів) з визначеними внесками, їх вимоги до доходності та ризику є більш наближеними до таких, що і у індивідуального інвестора, яким міг би бути середньостатистичний учасник конкретного пенсійного фонду [162, стр. 54].

Ф. Фаббоцці зазначає, що інвестиційні цілі інституційного інвестора залежать від природи його зобов'язань [132, стр. 136]. Це впливає на відбір класів активів для побудови інвестиційних портфельів. Накопичення пенсійного фонду є вузько цільовими, що зумовлює у національних законодавствах чітку регламентацію та обмеження підстав для їх споживання. Основною підставою для початку отримання пенсійних виплат є досягнення людиною пенсійного віку. Крім того такими підставами слід вважати настання інвалідності або критичний стан здоров'я учасника фонду, що загрожує його життю. Додатковими випадками, що можуть слугувати причиною виплат з пенсійного фонду, можуть бути виїзд учасника фонду на постійне місце проживання за кордон або його смерть. При настанні останньої події виплати отримують спадкоємці.

На цій підставі ми дійшли висновку, що зобов'язання НПФ можна поділити на дві групи:

- головне зобов'язання – пенсійні виплати (складає найбільшу частку витрат зрілого пенсійного фонду);
- другорядні зобов'язання – оплата послуг, що надаються НПФ (КУА, адміністратору, зберігачу активів).

З огляду на їх природу НПФ є консервативними інвесторами. Дуже важливо для діяльності фонду мати в сукупному актуарному балансі переважаючу частку зобов'язань, що є прогнозованими, оскільки від цього залежить скільки коштів потрібно резервувати на їх виконання. Ф. Фаббоцці наводить чотирьох-рівневу класифікацію зобов'язань за ступенем невизначеності їх величини та часу виконання при припущенні, що емітент зобов'язання не відкликає його достроково (табл. 1.14).

Таблиця 1.14 – Класифікація зобов'язань інституційних інвесторів

Тип зобов'язань	Сума виплат	Час виплат
1	Відома	Відомо
2	Відома	Невизначено
3	Невідома	Відомо
4	Невідома	Невизначено

Джерело: [132].

Характеристика зобов'язань з регулярних пенсійних виплат з наведеною класифікацією на думку Леонова Д. залежить від виду пенсійної схеми – з встановленими внесками або встановленими виплатами [132, стр. 65]. По зобов'язаннях в схемах з встановленими виплатами час початку пенсійних та (або) сума виплат можуть бути як наперед відомі, так і ні. Щодо зобов'язань у схемах з встановленими внесками ні дата, ні сума пенсійних виплат не є відомі.

Переважає більшість зобов'язань НПФ характеризується невизначеністю своїх розмірів, в яких вони мають бути виконані, та часу виникнення. Це означає, що в фонді завжди повинні бути наявні достатні кошти для виконання поточних зобов'язань. Чинниками, що впливають на таку невизначеність, є ризик зниження реального рівня доходності інвестицій, використання для розрахунку неадекватних для певного регіону чи контингенту учасників таблиць смертності, ризик помилкових розрахунків наявних пенсійних зобов'язань. Ще один чинник, що підвищує невизначеність пасивів НПФ – особливості національного законодавства окремих країн (у деяких країнах дозволено учасникам брати позику для фінансування своїх поточних зобов'язань за рахунок коштів, накопичених на його ім'я в фонді) [132].

При розрахунку розміру пенсійних резервів необхідно враховувати всі ці чинники. Інакше, необгрунтоване заниження чи завищення зобов'язань фонду призведе до порушення актуарного балансу. Помилки актуарних розрахунків приведуть до певних наслідків через тривалий час, що підсилює їх негативну дію, оскільки часу на їх виправлення вже не буде. Така ситуація може вплинути на надійність НПФ. Для розрахунку розміру внутрішніх резервів можна використати пропозиції Кравчук Г. В. стосовно процесу управління внутрішніми ре-

зервами страховиків з урахуванням граничних умов зовнішнього середовища для отримання додаткових конкурентних переваг діяльності їх на ринку [61]. Проте зазначена економіко-математична модель потребує адаптації для використання її саме для НПФ.

Узагальнення досвіду показало, що однією з необхідних умов фінансової стійкості НПФ є дотримання актуарного балансу між пенсійними активами фонду і його пенсійними зобов'язаннями. Виявлені особливості дозволили зробити висновок про необхідність використання принципу портфельного підходу Хариса Л. до управління активами і пасивами фонду з урахуванням впливу змін активів на пасиви і навпаки. Розробка інвестиційних стратегій неможлива без застосування єдиного комплексного підходу до управління активами і пасивами фонду. Теоретичне обґрунтування дозволить зробити наступний крок в дослідженні питання управління активами і пасивами НПФ в другому та третьому розділах.

Висновки до першого розділу

1. Недержавний пенсійний фонд є важливою ланкою для забезпечення економічного і соціального розвитку країни, тому що недержавні пенсійні фонди є великими інвесторами і їх активи у всьому світі забезпечують "довгі" гроші. За результатами аналізу встановлених у законодавстві видів недержавних пенсійних фондів, їх функціональної характеристики обґрунтовано нове визначення у контексті мети дослідження їх функціонування: це фінансова установа, яка формує довгострокові фінансові ресурси за рахунок пенсійних внесків суб'єктів господарювання і домогосподарств та трансформує їх в інвестиційний капітал

з метою забезпечення прийняттого рівня майбутніх пенсійних виплат і яка самостійно несе відповідальність за результати своєї діяльності

2. У процесі аналізу та систематизації основних теоретичних положень щодо місця недержавних пенсійних фондів у сучасній економічній системі, автором виявлено відсутність в науковій літературі розуміння сутності окремих категорій відповідно тим особливостям, які притаманні специфіці функціонування НПФ, тому запропоновано власне визначення, а саме: категорії «фінансові ресурси НПФ» (сукупність коштів грошових фондів та частина грошових коштів нефондового характеру, що перебувають у розпорядженні НПФ і створені за рахунок залучених (внесків вкладників фонду) і власних (інвестиційного фінансового результату) джерел фінансування, і які використовуються для формування активів і погашення поточних зобов'язань НПФ); категорії «інвестиційний портфель НПФ» (цілеспрямовано сформована сукупність фінансових активів НПФ з метою забезпечення прийняттого рівня майбутніх пенсійних виплат, що використовується у довгостроковому періоді у відповідності з розробленою інвестиційною стратегією і розглядається як цілісний об'єкт управління).

3. Узагальнення хронології становлення вітчизняних НПФ, впорядкування їх нормативно-правового забезпечення та аналіз поточних тенденцій розвитку виявили факт стрімкого нарощування активів цими структурами. Порівняльний аналіз щорічних змін основних показників розвитку пенсійного ринку показав, що НПФ активно акумулюють фінансові ресурси. Виявлена тенденція доводить існування передумов для подальшого розвитку системи НПЗ, головні з них: слабкий рівень матеріального забезпечення солідарної пенсійної системи; створення належних юридичних умов для функціонування системи НПЗ. Поряд з тим, під час дослідження виявлена деформація у становленні пенсійного ринку: залучена сума активів усіма фондами складає лише 0,1 % від ВВП, а фінансові ресурси формуються переважно за рахунок юридичних осіб.

4. У процесі дослідження сучасних проблем функціонування недержавних пенсійних фондів України запропоновано основними з них вважати наступні:

недовіра населення пенсійним фондам; слабкий розвиток фондового ринку; відсутність досвіду та знань щодо принципів та механізмів функціонування НПФ.

5. У роботі проаналізовано генезис становлення, розвитку та функціонування недержавних пенсійних фондів в ряді європейських країн, зокрема: 1) створено власну класифікаційну структуру існуючих типів пенсійних фондів за характером доступу до участі у пенсійних планах фонду, за їх функціональною ознакою, за юридичним статусом тощо; 2) визначено еволюційний розвиток їх інвестиційної діяльності в залежності від ступеня розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення в країнах, та встановлено пряму залежність між рівнем її економічного розвитку та розміром фінансових ресурсів пенсійного ринку в ній; 3) визначено розподіл сучасних пенсійних ринків на типові групи розвитку (зрілі (3 тип), зростаючі (2 тип), нові (1 тип)), у яких відповідно до типу розвитку пенсійного ринку формується інвестиційна стратегія НПФ: для країн з ринками нового типу характерна концентрація грошових коштів на депозитних рахунках в банківських установах; у країнах з ринками зростаючого типу акумулюються активи у державні облигації; НПФ країн зрілого типу вкладають переважно в акції та інвестують до взаємних фондів; 4) систематизовано законодавчу регламентацію діяльності пенсійних фондів з приводу організаційних питань, інвестиційної діяльності та структурних вимог. Виявлено, що в країнах з ліберальними законодавчими обмеженнями, виникла потужна концентрація фінансових ресурсів НПФ в інструменти фондового ринку; 5) узагальнено позитивні чинники розвитку пенсійного ринку (рівень економічного розвитку країни, ступінь розвитку фондового ринку, позитивна динаміка акумулювання фінансових ресурсів пенсійних фондів на фінансових ринках) та негативні (необґрунтовані кількісні інвестиційні обмеження, нестабільність економічної і політичної ситуації в країні тощо).

6. У роботі узагальнено найбільш поширені теоретичні підходи до управління активами і пасивами НПФ, сформовано схему умовного балансу між активами і пасивами НПФ та виявлено протиріччя вибору цілей формування інвестиційного портфеля НПФ.

7. Основні положення, висновки та рекомендації, що містяться в розділі, знайшли своє відображення в публікаціях [79, 80, 82, 83, 84, 87, 88, 90, 91].



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

РОЗДІЛ 2

РОЗВИТОК МЕХАНІЗМУ ЗАЛУЧЕННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ НПФ

2.1. Загальна модель механізму залучення і використання фінансових ресурсів НПФ

Дослідивши сутність НПФ як економічної категорії, та визначивши особливості його функціонування, ми дійшли висновку, що діяльність НПФ складається з трьох центрів управління: 1) залучення фінансових ресурсів, 2) примноження фінансових ресурсів та 3) використання фінансових ресурсів. Функціональні обов'язки кожного центру розподіляються відповідно між адміністратором НПФ, компанією з управління активами та банком-зберігачем, система відносин між якими характеризує загальну діяльність НПФ. Результативність та ефективність діяльності НПФ оцінюється за допомогою показників “чиста вартість активів” (ЧВА) та “чиста вартість одиниці пенсійних внесків” (ЧВОПВ).

Узагальнюючи теоретичні аспекти, за допомогою яких сформовано моделі і методи управління фінансовими ресурсами, ми виокремлюємо основні етапи побудови механізму залучення і використання фінансових ресурсів НПФ у вигляді логічної схеми їх управління, яка представлена на рис. 2.1.



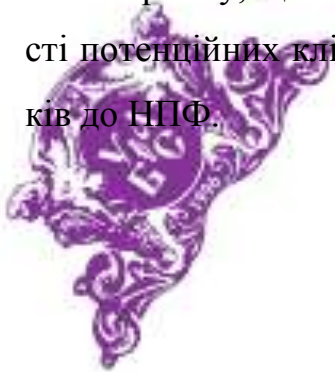


Рисунок 2.1– Логічна схема основних етапів механізму залучення і використання фінансових ресурсів НПФ

Джерело: складено автором.

Побудова ефективного механізму залучення і використання фінансових ресурсів НПФ являє собою комплексний процес управлінських дій щодо залучення і використання фінансових ресурсів для формування активів і виконання зобов'язань з метою накопичення і примноження пенсійних заощаджень на користь учасників (рис.2.2).

Основою ефективного функціонування механізму залучення фінансових ресурсів НПФ є підготовчий процес, об'єктами якого є визначення фактичної частки ринку, що належить НПФ в певному регіоні з метою визначення кількості потенційних клієнтів для формування прогнозованої частини фінансових потоків до НПФ.



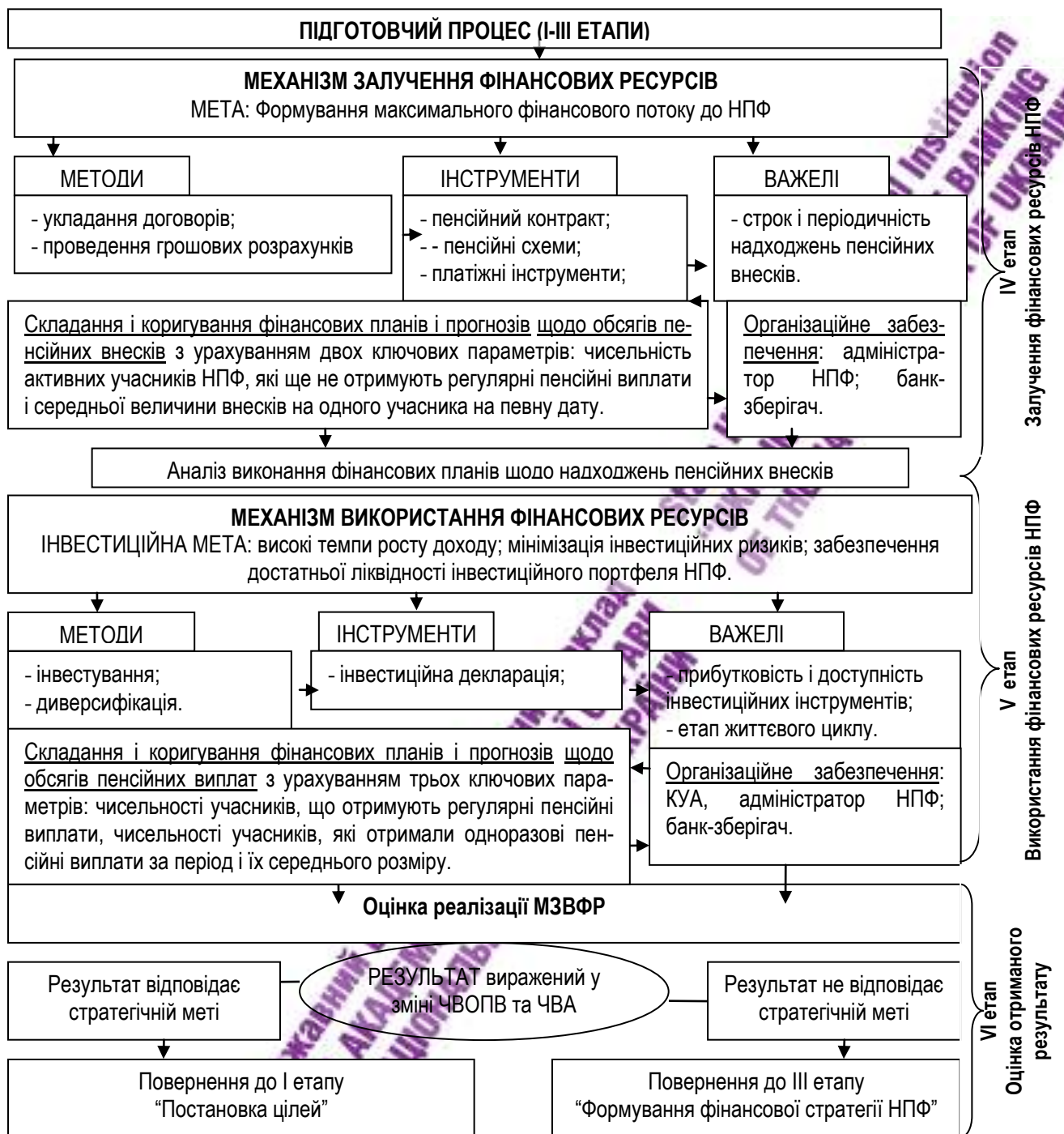


Рисунок 2.2– Механізм залучення і використання фінансових ресурсів НПФ

Джерело: складено автором.

У загальному вигляді підготовчий процес реалізації механізму залучення і використання фінансових ресурсів з необхідним для його реалізації інструментарієм наведено на рисунку 2.3



Рисунок 2.3 – Технологія реалізації підготовчого етапу

Джерело: складено автором.

Стратегічне планування діяльності НПФ ми розглядаємо як довгострокове планування на основі реалізації проміжних цілей, які можуть бути сформовані маркетинговою, інвестиційною, фінансовою стратегіями (рис. 2.4). Фінансова стратегія є визначальною в контексті предмета і об'єкта нашого дослідження.

I. А. Бланк виокремлює наступні види головної фінансової стратегії компанії:

1. Стратегія фінансової підтримки прискороного розвитку підприємства, яка передбачає нарощування потенціалу формування фінансових ресурсів підприємства («прискорений ріст»).

2. Стратегія фінансового забезпечення обмеженого росту підприємства. Реалізується в умовах ефективного розподілу і використання фінансових ресурсів підприємства («обмежене зростання»).

3. Антикризова фінансова стратегія підприємства. Реалізується в умовах формування достатнього рівня фінансової безпеки підприємства («скорочення») [6, 7].

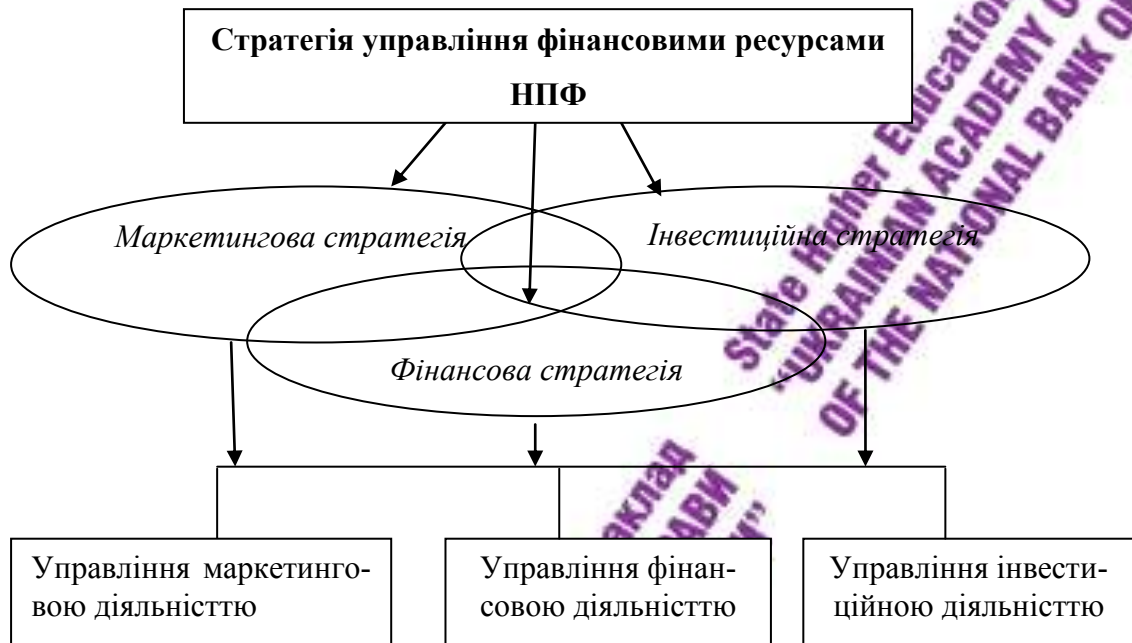


Рисунок 2.4 – Схема впливу функціональних стратегій на побудову управління НПФ

Джерело: складено автором.

Дослідження економічної літератури [6, 7, 12, 19, 21, 22, 27, 28, 29, 128, 134] та статистичних даних [34], зокрема тих, що представлені в табл. В.1, В.2, дозволяє виділити основні підходи до формування стратегічної мети діяльності НПФ (табл. 2.1).

За загальною технологією реалізації підготовчого процесу (рис. 2.3), поряд з дослідженням впливу зовнішніх чинників, необхідно здійснити попередню оцінку фінансового стану НПФ та визначити етап розвитку на якому знаходиться НПФ. Для реалізації поставленого завдання пропонуємо застосовувати критерії оцінки фінансового стану недержавного пенсійного фонду, розроблені Держфінпослуг, які можуть слугувати підґрунтям для виокремлення основних напрямів формування стратегії управління фінансовими ресурсами НПФ [63].

Таблиця 2.1 – Основні напрямки визначення головної стратегічної мети НПФ

Загальна стратегічна мета	Мета на рівні маркетингової стратегії	Мета на рівні фінансової стратегії	Мета на рівні інвестиційної стратегії
Забезпечити максимально можливу прибутковість НПФ за рахунок розширення обсягів інвестування	<ul style="list-style-type: none"> – Залучення «великих вкладників», переважно юридичних осіб (корпоративні, професійні); – Залучення широкого кола дрібних вкладників з метою охоплення найбільшої частки економічно активного населення. 	<u>Прискорений ріст</u> , (дії - формування портфеля з високодохідних інструментів на короткі терміни та прискорене зростання активів за рахунок регулярних надходжень від вкладників НПФ, основне завдання - закріплення ринку шляхом набуття авторитету серед «великих» вкладників.	<ul style="list-style-type: none"> – Високі темпи росту доходу в довгостроковому періоді; – Підвищення рівня поточної доходності інвестиційного портфеля.
Забезпечення безкризового (антикризового) розвитку та поступового збільшення обсягів господарської діяльності	<ul style="list-style-type: none"> – Залучення широкого кола вкладників, як дрібних, так і великих, які мають високий ступінь активності (здійснення регулярних пенсійних внесків) – Залучення широкого кола дрібних вкладників з метою охоплення найбільшої частки економічно активного населення. 	<p><u>Обмежене зростання</u> (дії та завдання – формування якісного інвестиційного портфеля, який забезпечує сталий приріст активів за рахунок інвестиційного прибутку та водночас має рівень ліквідності, відповідний до рівня регулярних пенсійних виплат учасникам)</p> <p><u>Скорочення</u> (завдання - забезпечення оновлення всіх функцій підприємства, основна увага приділяється забезпеченню якісного оновлення вкладників НПФ)</p>	<ul style="list-style-type: none"> – Зниження рівня інвестиційних ризиків – Забезпечення достатньої ліквідності інвестиційного портфеля – Підвищення темпів росту доходу і капіталу

Джерело: складено автором на підставі [6, 7, 12, 19, 21, 22, 27, 28, 29, 128, 134]

Наведемо їх коротку характеристику. По-перше, це досягнення за визначений період часу достатнього обсягу активів для виконання майбутніх пенсійних виплат у повному обсязі (*критерій зворотності пенсійних накопичень учасників*). Важливо, щоб фонд зміг забезпечити збереження залучених пенсійних внесків у повному обсязі. В іншому випадку виникає проблема покриття понесених збитків.

По-друге, це забезпечення інфляційної захищеності пенсійних внесків (*критерій економічної ефективності*). В умовах нестабільної економічної си-

туації та постійної девальвації національної грошової одиниці інвестування активів повинне забезпечувати їх приріст у розмірі, що перевищує темпи інфляції. Цим самим забезпечується їх збереження і приріст.

Зазначені цільові пріоритети є стратегічними, проте їх недостатньо для того, щоб забезпечити довгострокову дієздатність фонду. Одночасно НПФ повинен забезпечити досягнення рівня доходності, що перевищує доступні населенню інструменти для особистого інвестування. На сьогоднішній день найбільш популярним серед населення інвестиційним інструментом є банківські депозити. Тому, якщо реальний рівень доходності НПФ буде на такому ж рівні, це не сприятиме розвитку фонду, оскільки умови збереження через банківську систему більш вільні, особливо в аспектах строків і можливості вилучення коштів. НПФ доцільно планувати середній рівень доходності на фінансовий рік з урахуванням середньої ставки по депозитах та намагатися її перевищити.

У відповідності до законодавчих вимог інвестиційні інструменти для НПФ повинні бути низькоризикованими або взагалі без ризику. Проте ми акцентуємо увагу на тому, що одночасно існує необхідність забезпечувати рівень доходності не нижчий ніж рівень інфляції.

Наступною вимогою є додержання поточної ліквідності. Необхідно зазначити, що певна частина високоліквідних активів у сукупному портфелі повинна бути тим вища, чим більша ступінь зрілості НПФ.

Реалізація зазначених критеріїв повинна здійснюватися з урахування стадії розвитку, на якій знаходиться НПФ. Ця фінансова структура, як і будь-яка система іншого походження та призначення, незалежно від виду та масштабів діяльності, підпорядковується циклічним законам життєдіяльності. Довгостроковість функціонування НПФ обумовлює необхідність розглядати різні етапи життєвого циклу (ЕЖЦ) НПФ, які є суттєво віддаленими один від одного у часі. Систематизація та аналіз статистичної і фінансової звітності НПФ [36, 35, 34] дозволила зробити припущення, що існування ЕЖЦ для НПФ, які розподіляються на наступні етапи:

- 1) формування та становлення;

- 2) розвиток;
- 3) настання зрілості;
- 4) ліквідація фонду (або злиття з іншими фондами).

Кожен етап має свої особливості в частині формування активів та їх інвестування, тому від цього моменту буде залежати вибір фінансової стратегії фонду. Розглянемо детально кожен з ЕЖЦ та проаналізуємо як це відбивається на формуванні ефективної фінансової стратегії НПФ.

Розглянувши структуру активів 28 НПФ (табл. В.1, В.2), та її зміну у динаміці [34] ми виокремили особливості першого етапу. Вони полягають у тому, що надходження внесків до НПФ у цей період ще незначні, їх розмір малопрогнозований. У цей період інвестиційна діяльність майже не здійснюється. Як правило, фонд розміщує кошти на депозитних рахунках в банківських установах, оскільки їх ще не сформовано у достатній кількості для диверсифікації у різні інвестиційні інструменти, що дозволено законодавством для новостворених НПФ протягом певного періоду часу. Прикладом є НТ «ВНПФ «Форум», ВНПФ «Національний» (табл. В.1).

На другому етапі життєвого циклу НПФ спостерігається зростання його активів. Це кількісне зростання, яке характеризується збільшенням пенсійних внесків за рахунок збільшення кількості вкладників. Ці внески надходять регулярно та є прогнозованими. Оскільки пенсійні виплати є незначними і, як правило, здійснюються одноразово (через причину незначного обсягу пенсійних накопичень), вони можуть покриватися за рахунок поточних внесків. Потреби у створенні двох інвестиційних портфелів немає. Цей період є найбільш сприятливим для інвестування у довгострокові фінансові інструменти. За формальними ознаками до цього етапу можуть належати всі інші НПФ, які мають структуру активів відповідно до законодавчих вимог (табл. В.1, В.2, крім зазначених вище НПФ).

Етап зрілості характеризується періодом значного фінансового навантаження на пенсійний фонд через переважання частини учасників, строк виплат пенсії для яких вже настав, над чисельністю «молодих» учасників. Виникає по-

потреба у формуванні двох інвестиційних портфельів. Один з них повинен бути найбільш ліквідним та забезпечувати виконання поточних головних зобов'язань фонду. Інший портфель повинен забезпечити виконання майбутніх пенсійних зобов'язань фонду. Чим більша ступінь зрілості фонду, тим менша частка цього портфелю у сукупних активах НПФ. При досягненні повної зрілості портфель з малоліквідними інструментами може взагалі зникнути. Настання етапу зрілості для НПФ є критичним моментом. Фонд повинен намагатися як можна довше відстрочувати досягнення стадії повної зрілості, оскільки далі, при невдалому виборі фінансової стратегії, може настати етап ліквідації пенсійного фонду.

Етап ліквідації фонду або його злиття з іншими НПФ настає у наслідок неспроможності фонду забезпечити своїм учасникам достатній рівень доходності пенсійних внесків через причину великого навантаження на фонд поточних головних зобов'язань. Цей небажаний етап може настати після невдалої інвестиційної діяльності НПФ протягом тривалого періоду, коли вкладники та учасники почнуть вважати цей фонд непривабливим для себе та переводити грошові кошти до інших, більш ефективних НПФ.

Етапи життєвого циклу ФГД не можуть вимірюватися часовим параметром. Чинники, що визначають перехід від одного етапу до іншого можуть бути різноманітними, наприклад, вид НПФ, рівень пенсійної активності регіону, рівень економічного розвитку регіону, фінансова і маркетингова стратегії фонду. Так, корпоративний пенсійний фонд має змогу залучити пенсійні внески у значних розмірах за відносно короткий термін порівняно з відкритим НПФ, тому що середньостатистичний розмір внесків від юридичних осіб перевищує відповідні внески від фізичних осіб у декілька разів.

Наступною особливістю є те, що НПФ може відстрочувати настання 3-го етапу або повернутися до другого, якщо вдало застосує фінансову стратегію управління. Діяльність фонду повинна бути зорієнтована на нескінченний життєвий цикл. Це залежить від специфіки діяльності кожного окремого НПФ.

На третьому етапі технології реалізації підготовчого процесу відбувається формування фінансової стратегії НПФ.

Серед науковців популярним є методичний підхід до її формування на підприємстві за допомогою матриці Ж. Франсона і І. Романа [21, 27, 137]. Сутність цієї методики полягає в тому, що можливі види фінансової стратегії фірми представлені у вигляді матриці фінансових стратегій. Перевагою цього науково-методичного підходу є те, що маніпулюючи в рамках даної матриці можна розглядати проблему в динаміці, отримуючи можливість не тільки формувати фінансову стратегію, але і модифікувати її, в результаті зміни певних важливих параметрів функціонування підприємства. Проте, зважаючи на специфіку фінансово-господарської діяльності НПФ (розглянуту в пп.1.1), зазначений науково-методичний підхід потребує певної адаптації.

Матриця фінансових стратегій будується на підставі трьох показників: результат господарської діяльності (РГД), результат фінансової діяльності (РФД), результат фінансово-господарської діяльності (РФГД). Результат господарської діяльності говорить про ліквідність підприємства після фінансування усіх витрат, пов'язаних з його розвитком. Результат фінансової діяльності потрібен для визначення величини і динаміки грошових коштів підприємства у результаті його фінансової діяльності. Таким чином, РФГД є комплексним показником оцінки діяльності підприємства.

В такому випадку доцільно аналізувати результат господарської діяльності, враховуючи алгоритм розрахунку РГД, поданий Стояною Е. С. та адаптувавши його для НПФ за наступною формулою:

$$РГД = П - \Delta ДЗ + \Delta КЗ - \Delta ФВ_{кор.} - ВІ + ЗПМ, \quad (2.1)$$

де РГД – результат господарської діяльності НПФ;

П – прибуток до розподілення на індивідуальних рахунках;

$\Delta ДЗ$ – зміна дебіторської заборгованості за період;

$\Delta КЗ$ – зміна кредиторської заборгованості за період;

$\Delta\Phi B_{кор.}$ – короткострокові фінансові вкладення та інші оборотні активи окрім грошових коштів на поточних рахунках;

VI – інвестування в нерухомість за період;

$ЗПМ$ – звичайний продаж майна.

Значення РГД переважно залежить від зміни чистої вартості активів за період у результаті якісного приросту активів, який утворюється за рахунок чистого прибутку, тому для НПФ бажано, щоб РГД був більше нуля або йому дорівнював.

Визначення величини і динаміки грошових коштів у наслідок фінансової діяльності розрахуємо за формулою, яку пропонує Стоянова Е. С. [137, стор. 399]. Але врахуємо лише ті показники, які можуть виникати у діяльності НПФ*:

$$РФД = \Delta KЗ - \Delta \Phi B_{довг} + D_{\Phi B_{довг}} \quad (2.2)$$

де $РФД$ – результат фінансової діяльності НПФ;

$\Delta \Phi B_{довг}$ – приріст довгострокових фінансових вкладень за період;

$D_{\Phi B_{довг}}$ – доходи від довгострокових фінансових вкладень.

Позитивне значення РФД може утворитися через вплив наступних чинників у різній комбінації: збільшення кредиторської заборгованості перед третіми особами; зменшення довгострокового інвестування активів у поточному періоді; зростання доходу від довгострокових фінансових вкладень. Через законодавче обмеження щодо формування кредиторської заборгованості, нормальним для НПФ вважається від'ємне значення РФД, або результат, наблизений до нуля.

Примітка.

* Наприклад, Законом про НПЗ визначено, що НПФ не може залучати кредитні ресурси.

Результат фінансово-господарської діяльності (РФГД) розрахуємо за формулою:

$$РФГД = РГД + РФД, \quad (2.3)$$

де $РФГД$ – результат фінансово-господарської діяльності.

РФГД відображаються за допомогою матриці фінансової стратегії (таблиця 2.2), яка допомагає спрогнозувати критичний шлях підприємства у майбутній перспективі, намітити прийнятний рівень ризику та виявити потенційні можливості подальшого розвитку.

Таблиця 2.2 – Матриця Франсона-Романе визначення стадії фінансового розвитку НПФ

Стадія фінансового розвитку	Зростання	Стабілізація	Гальмування	Головна фінансова стратегія
	РФД << 0	РФД = 0	РФД >> 0	
РГД >> 0*	РФГД = 0	4 РФГД > 0	6 РФГД >> 0	Прискорений ріст
РГД = 0	7 РФГД < 0	8 РФГД = 0	5 РФГД > 0	Обмежене зростання
РГД << 0	9 РФГД << 0	8 РФГД < 0	9 РФГД = 0	Скорочення

Джерело: побудовано автором на підставі [21, 27, 137]

Рух по горизонталі відбувається внаслідок зміни результату фінансової діяльності, пов'язаної зі зменшенням довгострокових фінансових вкладень. Напрямок руху від від'ємного РФД до позитивного. Рух по вертикалі – це результат господарської діяльності, пов'язаний зі зростанням поточних фінансових потреб НПФ та придбанням нерухомості.

Примітка. * Знак >> або << означає, що значення набагато більше 0, що є суб'єктивною ознакою і залежить від індивідуальних характеристик НПФ та суб'єктивної думки аналітика, незначне значення РГД та РФД прирівнюється до 0.

Головна фінансова стратегія, яка розміщена відповідно кожному квадранту, є найкращим пріоритетом для подальшого фінансового розвитку НПФ. Якщо РГД та РФД мають протилежні значення у приблизно однакових розмірах або одночасно дорівнюють нулю, то РФГД також буде дорівнювати 0 (ситуація 1, 2, 3). Переміщення по цих квадрантах означає урівноваженість фінансових потоків між поточною потребою у ліквідних активах та довгостроковим інвестуванням. Ситуації рівноваги можливі у наступних комбінаціях: зменшення поточних фінансових потреб та нарощування довгострокових фінансових активів, що є умовою фінансового розвитку НПФ (ситуація 1); компенсація від'ємного якісного приросту позитивним кількісним приростом активів, чи навпаки (ситуація 2); збільшення поточних фінансових потреб та згортання довгострокових фінансових інвестицій в однакових обсягах, що означає збалансованість ліквідних активів НПФ, але і одночасне гальмування фінансового розвитку (ситуація 3). Будь яке відхилення ситуації від вище зазначених параметрів призводить до розбалансованості між наявністю ліквідних активів та потребою в них. Відрізнитися від нуля РФГД може у 4 комбінаціях: «більше нуля» (ситуація 4, 5), «набагато більше нуля» (ситуація 6), «менше нуля» (ситуація 7, 8), «набагато менше нуля» (ситуація 9).

Ситуація 7 може виникнути за умови збільшення довгострокових фінансових інвестицій ($РФД \ll 0$), та при незначному коливанні прибутку та поточних фінансових потреб, що компенсують один одного ($РГД = 0$). Такі коливання призводять до утворення епізодичного дефіциту ліквідних активів, якщо утворюється від'ємне значення кількісного приросту активів. Такі коливання погіршують фінансову платоспроможність НПФ, що може призвести до збільшення відтоку учасників та скороченню обсягів інвестування ($РГД \ll 0$). У цьому випадку потреба у поточних ліквідних активах пропорційно зростатиме, що утворить кризовий платіжний стан.

Розміщення у квадранті 8 можливе, коли довгострокові фінансові інвестиції формуються не за рахунок кількісного чи якісного приросту активів, а за рахунок утворення кредиторської заборгованості перед третіми особами, або

погашення такої кредиторської заборгованості потребує відволікання довгострокових фінансових інвестицій, а також у разі збитковості таких довгострокових вкладень при їх одночасному нарощування. Подібні фінансові стратегії є абсолютно невдалими і при їх незмінності виникає кризове становище НПФ (перехід до квадранту 9).

Ситуації у квадрантах 4, 5, 6 означають збільшення ЧВА переважно за рахунок їх якісного приросту та надання переваги поточному фінансову інвестування у наслідок збитковості довгострокових фінансових вкладень, або через недостатній обсяг активів. Для більш зрілого НПФ також виникає потреба у додержанні високого рівня ліквідності.

Таким чином, інструменти механізму залучення і використання фінансових ресурсів залежать від стадії розвитку НПФ (у проміжку часу від його створення до періоду настання регулярних пенсійних виплат у великих масштабах). А сам механізм являє собою систему взаємозв'язків між залученням і використанням фінансових ресурсів НПФ на різних рівнях (стратегічному, операційному) та дії, які направлені на узгодження фінансових потоків (постановка цілей, діагностика фінансового становища, формування фінансової стратегії залучення фінансових ресурсів, використання фінансових ресурсів, оцінка отриманого результату).

2.2 Методичне забезпечення оцінювання рівня розвитку ринку послуг НПФ в системі недержавного пенсійного забезпечення



Основою ефективного функціонування механізму залучення фінансових ресурсів НПФ є прогнозування рівня потенційного розвитку ринку послуг НПФ, що дозволив би спланувати обсяги потенційних пенсійних внесків до

них. Важливими факторами впливу на нього є зовнішні чинники, а саме: фактична частка ринку, що належить НПФ в певному регіоні, наявність конкурентних установ, що надають подібні послуги, рівень життя і доходу населення, економічна розвиненість регіону.

В ході проведення аналізу літературних джерел щодо управління активами і пасивами НПФ в пп. 1.3, виявлено відсутність необхідного інструментарію для аналізу рівня розвитку ринку послуг саме в системі НПЗ, хоча дослідження цієї проблематики проводиться в достатній мірі [60]. Перед нами постала необхідно дослідити роль та місце НПФ у сучасній пенсійній системі на макроекономічному та індивідуальному рівнях, та визначити чинники, що впливають на формування на механізми залучення їх фінансових ресурсів.

Основним джерелом їх формування фінансових ресурсів ми розглядаємо пенсійні внески суб'єктів господарювання і домогосподарств. Основними показниками, що визначають місце кожного рівня в структурі системи пенсійного забезпечення є надходження внесків до відповідного фонду, його видатки, середня чисельність пенсіонерів та середній розмір пенсійних виплат. Узагальнююча інформація по основних показниках першого та третього рівнів (представленого НПФ) діючої системи пенсійного забезпечення наведено на рисунку 2.5.

Місце НПФ в структурі пенсійного забезпечення в Україні визначається наступними характеристиками:

1. Власні надходження до НПФ у порівнянні з відповідним показником ПФУ складають 0,7% (887,3 млн. грн. проти 119343,1 млн. грн.).
2. Кількість осіб, що отримують/отримали пенсійні виплати з НПФ є незначною і в сукупній їх структурі переважаючою є частка одноразових виплат. Це свідчить про малий розмір пенсійних накопичень, які відповідно до законодавства виплачуються одноразово. Така тенденція вплинула на середній розмір виплат з НПФ, який є більшим у порівнянні з середнім розміром пенсій з ПФУ.

3. Система НПЗ не має впливу на соціальні і економічні процеси країни, тому не виконується її призначення: поліпшувати добробут громадян пенсійного віку та інвестувати розвиток економіки.



Рисунок 2.5 – Місце НПФ в структурі пенсійного забезпечення в Україні у 2010р.

Джерело: складено автором.

Результатом проведеного аналізу вітчизняної практики функціонування НПФ у пп. 1.1, є сформований у вигляді схеми рух грошових потоків у новій пенсійній системі України (рис. 2.6). Представлена схема дозволяє виокремити головні аспекти, які потрібно детально дослідити з метою виявлення причин нерівномірного розповсюдження НПФ. Це, в свою чергу, дозволяє виявити сприятливі чинники для ефективного залучення фінансових ресурсів окремого НПФ.

Характеристика місця НПФ у сучасній пенсійній системі на макроекономічному рівні надається на рис. 2.6, і містить наступні особливості: 1) *лише до-*

бровільна недержавна система пенсійних заощаджень розрахована на як на працюючих громадян, так і на економічно неактивне населення.



Рисунок 2.6 – Схема руху грошових потоків у новій пенсійній системі України

Джерело: складено автором.

Вкладниками і учасниками НПФ можуть бути різні особи. Громадяни можуть створювати додаткові заощадження для власного майбутнього добробуту чи на користь другої особи. Роботодавці можуть створювати заощадження для своїх працівників. Обмежень щодо внесків не існує;

2) третій рівень розраховано на заможну верству населення і його розвиток цілком залежить від рівня добробуту громадян. Кошти на пенсійних рахунках другого та третього рівня відносяться до категорії «довгих грошей». Вони повинні інвестуватися у визначені та дозволені фінансові інструменти;

3) накопичені фінансові ресурси є чинником економічного зростання та поліпшення добробуту громадян.

Зрілість системи недержавного пенсійного забезпечення можна визначити за ступенем розповсюдження послуг серед середніх та малих підприємств та

фізичних осіб, а також за рівнем насичуваності пропозицій конкуруючих пенсійних послуг в регіонах. Дослідження питання перспективності розвитку системи НПЗ в контексті готовності населення до участі в ній, було здійснено разом з д.е.н., проф. Кривенко Л. В. [62].

На сучасному етапі розвитку пенсійної системи фізичні особи є невизначальними пайовиками фондів, оскільки середня сума пенсійних внесків на один укладений контракт від фізичних осіб значно менша ніж від юридичних (339,8 грн. проти 14990,2 грн. у 2007 році, як докризовому періоді).

Для виявлення передумов залучення населення до участі в системі НПЗ розглянемо динаміку змін показників реального розміру грошових доходів за період 1995-2008 рр. (рис. 2.7).



Рисунок 2.7 – Основні показники грошових доходів населення в реальному виразі за 1996-2008 рр.

Джерело: побудовано за даними [36].

З наведених даних, представлених на графіку 2.7, можна отримати загальну інформацію про зміну реальних показників загального доходу та заробітної плати і пенсій зокрема. Спостерігаємо, що приріст реального доходу і приріст реальної заробітної плати майже ідентичний. Це свідчить про те, що в загальній

структурі сукупних доходів населення основною складовою є саме заробітна плата. Спостерігаємо значні коливання у реальній вартості як загального доходу населення так і заробітної плати зокрема. Як наслідок, у населення через неякісну структуру доходів та невпевненість у економічній вартості грошей у майбутніх періодах, не має схильності до утворення саме довгострокових заощаджень. Проте саме вона є важливим чинником впливу на розвиток ринку послуг НПФ.

На графіку 2.7 продемонстровано тенденцію значних щорічних коливань стосовно зміни середнього розміру пенсії за віком. Така непослідовність дій в пенсійній політиці може слугувати чинником зацікавленості населення в самостійному забезпеченні своєї пенсії.

Проаналізуємо схильність населення до створення заощаджень. В якості основних інструментів для накопичення населення обирає переважно депозити, нерухомість та валюту. Розглянемо структуру цих фінансових активів як одну з форм розподілу грошових доходів населення (рис. 2.8).

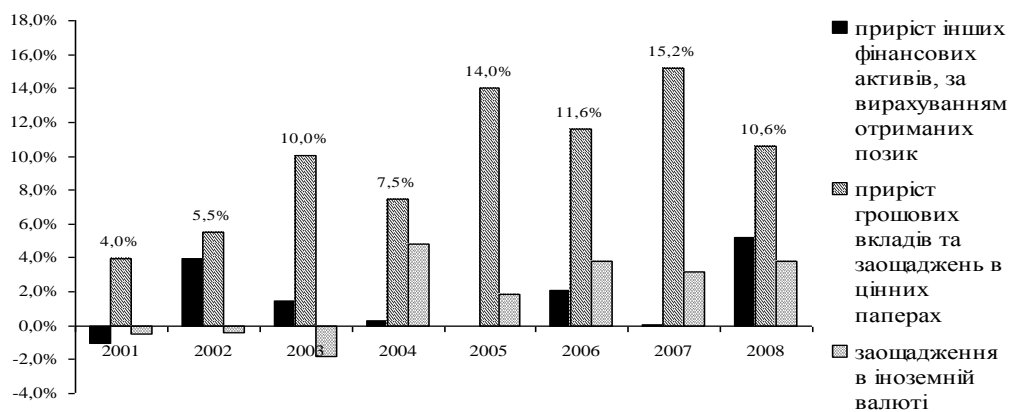


Рисунок 2.8 – Використання грошових доходів населення на заощадження в у формі різних фінансових активів

Джерело: побудовано за даними [36].

З графіку 2.8 бачимо, що населення має нестійку схильність до утворення заощаджень. Прихильність до фінансових інструментів змінюється відповідно до ситуації та рівня прибутковості. Перевага віддається грошовим вкладам, хоча банківські депозити не є самим прибутковим видом заощаджень. Однак під час економічної кризи 2008-2009 років така довіра була дещо підірвана, тому пенсійним фондам потрібно намагатися створити імідж надійного та стабільно прибуткового інвестора, щоб залучити населення до участі у системі НПЗ.

Особливістю третього рівня вітчизняної пенсійної системи є орієнтація НПФ на заможну верству населення. Оскільки нами було виявлено значний вплив рівня заробітної плати на реальний дохід, ми вирішили оцінити з цієї точки зору потенційну можливість залучення фізичних осіб до системи НПЗ. Спираючись на статистичні дані порівнюємо показники середньомісячної заробітної плати населення по регіонах з її середнім значенням по Україні (табл. 2.3).

Таблиця 2.3 – Динаміка середньомісячної заробітної плати по регіонах у 2001-2008 роках в розрахунку на одного штатного працівника (грн)

Регіони	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Україна	311	376	462	590	806	1041	1351	1806
Автономна Республіка Крим	301	358	433	543	730	952	1220	1609
Вінницька	215	265	334	435	597	793	1028	1404
Волинська	201	253	319	412	591	773	1013	1380
Дніпропетровська	370	438	526	667	913	1139	1455	1876
Донецька	383	452	550	712	962	1202	1535	2015
Житомирська	220	268	334	434	602	793	1033	1404
Закарпатська	238	295	379	479	665	868	1091	1453
Запорізька	379	445	541	671	860	1091	1394	1812
Івано-Франківська	259	318	402	510	718	923	1180	1543
Київська	317	378	470	592	811	1058	1362	1852
Кіровоградська	231	282	353	455	624	819	1054	1428

Продовження таблиці 2.3

Регіони	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Луганська	320	393	474	596	805	1022	1323	1769
Львівська	272	339	419	523	713	923	1183	1570
Миколаївська	327	398	470	565	744	955	1202	1621
Одеська	306	379	454	566	768	966	1226	1633
Полтавська	292	354	437	560	758	961	1243	1661
Рівненська	245	312	390	506	685	888	1133	1523
Сумська	259	307	379	473	663	857	1098	1472
Тернопільська	190	237	304	388	553	727	943	1313
Харківська	310	370	455	569	759	974	1251	1679
Херсонська	233	289	356	451	625	800	1017	1375
Хмельницька	211	258	323	419	584	792	1045	1429
Черкаська	229	276	350	465	642	846	1085	1459
Чернівецька	218	271	344	441	621	819	1051	1402
Чернігівська	235	277	342	438	602	790	1016	1370
м. Київ	549	643	761	967	1314	1729	2300	3074
м. Севастополь	325	391	486	594	803	1005	1302	1726

Примітка. Жирним шрифтом відмічено ті регіони, що мають рівень доходу вищий за середньоукраїнські показники.

Джерело: побудовано автором за даними [36].

Дослідження показує, що достатньо велика частина населення з рівнем доходу на одну особу нижче середнього по Україні. Наведені у таблиці 2.3 дані наглядно демонструють велику диференціацію доходів населення по регіонах та подальше збільшення розриву між поділом регіонів на такі, що мають вищий і нижчий рівень життя. Наприклад, у 2008 році на одного штатного працівника в м. Києві припадає 3074 грн. середньомісячної заробітної плати, тоді як відповідний показник у Тернопільській області складає 1313 грн., що є меншим ніж в два рази від порівнюваного значення.

Чітко спостерігається регіональна диференціація населення за рівнем життя. Ми виявили, що тенденції територіального розміщення сучасного пенсійного ринку тяжіють до окремих областей (Донецька, Дніпропетровська, Одеська, Львівська, Івано-Франківська області) та м. Києва тому, що ці регіони мають дохід на душу населення у вигляді заробітної плати вищий або наближений до середнього значення по Україні.

Проведене статистичне дослідження свідчить, що добре простежується залежність між регіональною рівномірністю доходів громадян та територіальним розміщення існуючих пенсійних фондів. Сучасна географія існуючих пенсійних фондів є специфічною. Регіональна структура обслуговування існуючих вкладників зміщена у бік центру. У Києві зосереджено 67% усіх фондів, в той час у таких областях, як Вінницька, Волинська, Закарпатська, Кіровоградська, Луганська, Рівненська, Тернопільська, Хмельницька, Черкаська, Чернівецька та Чернігівська до цього часу не створено жодного фонду [34]. Лідерами в цьому плані є Київ (77 НПФ), Дніпропетровська обл. (10 НПФ). Поряд йдуть Донецька обл. (5 НПФ), Івано-Франківська (4 НПФ), Львівська (4 НПФ) та Харківська (4 НПФ). Тобто розвиток ринку послуг НПФ відбувається переважно в тих областях, де рівень життя населення значно вищий за середньостатистичний.

Разом з тим, в умовах початкового етапу формування фінансових ресурсів пенсійні фонди позиціонують себе переважно на великих вкладників, якими є юридичні особи. Саме тому корпоративні фонди демонструють такий вражаючий ріст.

Таким чином, в результаті дослідження впливу зовнішніх чинників на розвиток ринку послуг НПФ нами виявлено, що основними є наступні процеси:

- зростання рівня життя населення та схильність його до утворення довгострокових накопичень дає можливість збільшення кількості вкладників серед фізичних осіб;
- концентрація фінансових ресурсів в певних регіонах, що мають вищий від середнього рівень розвитку, дає можливість нарощування активів за рахунок юридичних осіб;

З метою реалізації підготовчого процесу для впровадження механізму залучення фінансових ресурсів та для оцінки ступеня розвитку як окремого НПФ в системі НПЗ, так і ринку пенсійного страхування в певному регіоні чи в країні в цілому, ми пропонуємо науково-методичний підхід до оцінювання та прогнозування рівня потенційного розвитку ринку послуг НПФ в системі НПЗ, який базується на оцінці фактичного рівня активності на ринку пенсійного страхування певного регіону, фактичній кількості трудових ресурсів в певному регіоні.

Якщо вважати загальну чисельність трудових ресурсів країни як суму потенційних споживачів послуг системи НПЗ (враховуючи її призначення), то доцільно визначити спосіб оцінки ступеню такого розвитку.

Складовими науково-методичного підходу, що пропонується є: оцінка ступеня розвитку як окремого НПФ, так і пенсійного ринку в певному регіоні чи в країні в цілому; аналіз перспектив розвитку НПФ у найближчому періоді; реалізація підготовчого процесу для впровадження механізму залучення фінансових ресурсів. У якості інструментарію запропоновано використання показників «фактичний рівень активності на ринку пенсійного страхування країни або певного регіону» і «рівень потенційного розвитку ринку послуг НПФ в системі НПЗ».

Ми пропонуємо розраховувати перший показник «фактичний рівень активності на ринку пенсійного страхування країни або певного регіону» (L_f) як співвідношення кількості укладених пенсійних контрактів з фізичними особами до чисельності трудових ресурсів (2.4) або до чисельності осіб, зайнятих економічною діяльністю (2.5).



$$L_f = \frac{q_p}{Q_l}, \quad (2.4)$$

де L_f – фактичний рівень активності на ринку пенсійного страхування країни або певного регіону;

q_p - кількість укладених пенсійних контрактів, у тому числі зі страховими компаніями та банками, що розміщені у досліджуваному регіоні;

Q_l – кількість трудових ресурсів у досліджуваному регіоні;

Для визначення потенційної можливості просування на ринку пенсійних послуг ми вважаємо за можливе розраховувати показник *рівня потенційного розвитку ринку послуг НПФ* (L_p) як різницю між потенційно можливим рівнем L_f (дорівнює одиниці) та фактичним його значенням.

$$L_p = 1 - L_f \quad (2.5)$$

де L_p – рівень потенційного розвитку ринку пенсійних послуг НПФ в системі НПЗ.

Фактичний рівень активності НПФ на ринку пенсійного страхування в Україні та по регіонах представлений в таблиці 2. 4. Станом на кінець 2008 року в цілому по Україні цей показник становив 0,014. Чим ближче значення цього показника до одиниці, тим більше розвинена та популярна серед населення система НПЗ в країні.

Таблиця 2.4 – Результати розрахунку фактичного та потенційного рівнів активності НПФ на ринку пенсійного страхування у 2008 році

Області	Кількість учасників НПФ, тис. осіб (q_p)	Чисельність трудових ресурсів, тис. осіб. (Q_l)	Фактичний рівень пенсійної активності НПФ на ринку пенсійного страхування (L_f)	Рівень потенційного розвитку ринку послуг НПФ, (L_p)
АР Крим	3,894	1525,9	0,003	0,997
Дніпропетровська	31,927	2641,4	0,012	0,988
Донецька	9,767	3520,7	0,003	0,997
Житомирська	-	964,5	-	1

Продовження таблиці 2.4

Запорізька	0,032	1428,6	0,000	1
Івано-Франківська	4,167	1014,5	0,004	0,996
м. Київ	428,443	2190,9	0,196	0,804
Львівська	3,095	1900,6	0,002	0,998
Одеська	0,426	1844,6	0,000	1
Сумська	0,006	915,0	0,000	1
Харківська	0,735	2193,8	0,000	1
Херсонська	0,019	853,0	0,000	1
В цілому по Україні	482,511	35382,9	0,014	0,986

Джерело: власні розрахунки автора на основі [34, 36].

Розрахунки свідчать, що рівень активної участі населення в системі НПЗ є дуже низьким (0,014 в цілому по Україні). Пенсійний ринок виник лише в окремих областях та найбільш розвинутий у м. Києві. Потрібен тривалий період часу для того, щоб сформувався пенсійний ринок, оскільки рівень довіри населення та обізнаність людей в цьому питанні є низькою.

Таким чином, розрахунки за формулами (2.4), (2.5) дозволяють виявити фактичний рівень ємності ринку пенсійного страхування та спланувати розвиток НПФ у майбутніх періодах. Чим ближче значення показника L_f до одиниці, тим більше розвиненою є сфера послуг пенсійного страхування, у тому числі діяльність НПФ. Розрахунок L_p визначає потенційний, максимально можливий рівень залучення потенційних вкладників, як джерело формування фінансових ресурсів у формі пенсійних внесків на певний момент часу.

Такий підхід до діагностування фактичного рівня активності та рівня потенційного розвитку може бути використаний окремою фінансовою установою на ринку пенсійного страхування та може бути корисним не тільки для НПФ, але і для банків та страхових компаній.

2.3 Моделі і методи управління фінансовими ресурсами НПФ

Реалізація IV та V етапів механізму залучення і використання фінансових ресурсів в сукупній їх частині передбачає застосування певних методів управління ними. У результаті проведеного аналізу фінансової звітності та вивчення законодавчої бази щодо формування пасивів і використання активів недержавними пенсійним фондами, нами сформована та формалізована структура фінансових ресурсів (активів та пасивів) НПФ (рис. 2.9).

На рисунку 2.9 представлені особливості функціонування вітчизняних НПФ в аспекті формування пасивів і використання активів, сутність яких ми детально розглянули у пп. 1.1 даного дисертаційного дослідження.

Окреслимо головні особливості структури пасивів НПФ, які потрібно враховувати при розробці фінансової стратегії. По-перше, власний капітал фонду – це сума пайових внесків вкладників, які належать учасникам фонду, збільшена (зменшена) на суму нерозподіленого прибутку (непокритого збитку) за мінусом витрат на обслуговування діяльності НПФ.

По-друге, власний капітал є джерелом формування активів НПФ, структура яких обмежується пруденційними правилами, що встановлюють інвестиційні ліміти практично по всіх класах активів.

По-третє, зобов'язання НПФ ми поділили на 2 групи: *головні зобов'язання* (пенсійні виплати) та *другорядні зобов'язання* (оплата послуг, що надаються НПФ). Джерелом покриття головних зобов'язань є пайовий капітал, другорядних – інвестиційний прибуток.

По-четверте, всі зобов'язання класифікуються за ступенем невизначеності їх величини та часу виникнення.

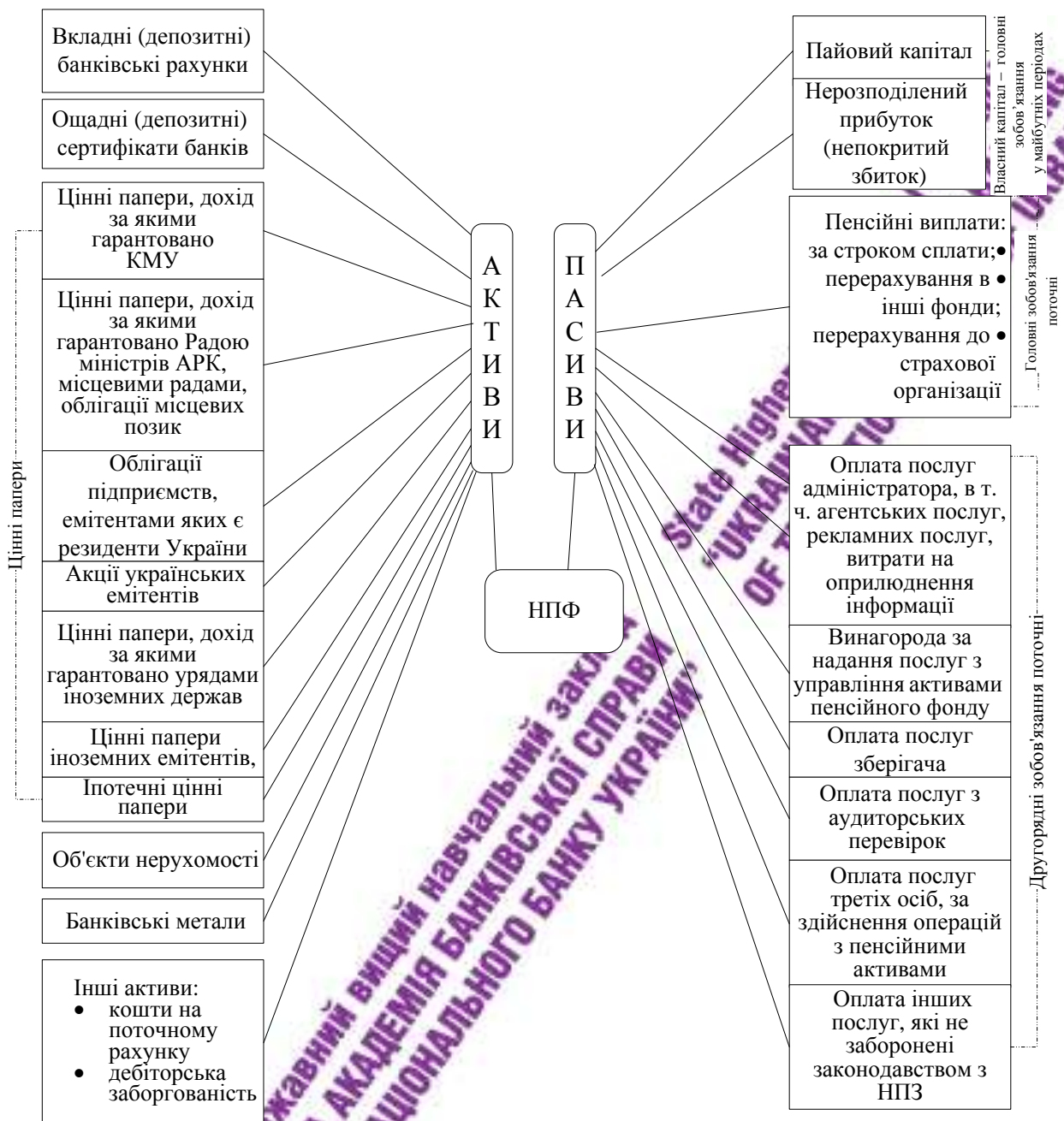


Рисунок 2.9 – Агрегування статей балансу недержавного пенсійного фонду

Джерело: розроблено автором на основі [119].

Поточні зобов'язання фонду складаються з суми головних та другорядних зобов'язань фонду. Поточні зобов'язання можуть бути прогнозованими і не прогнозованими.

Пенсійні виплати є головними зобов'язаннями фонду та складають найбільшу частину у структурі зобов'язань для зрілого фонду. Ці пасиви повинні бути у переважаючій частині прогнозованими, оскільки у протилежному випадку це ускладнює забезпечення фінансової стійкості, а значить надійності, фонду.

Активи фонду складаються з об'єктів інвестування різних типів (див. рис. 2.9) та коштів на поточному рахунку і дебіторської заборгованості. Якість активів залежить від частки у їх структурі прибуткових та надійних інвестиційних інструментів, які повинні постійно переглядатися відповідно змінам ринкової кон'юнктури. До категорії інших активів належать ресурси неінвестиційного характеру: кошти на поточному рахунку та дебіторська заборгованість. Частка цих активів у загальній структурі законодавчо обмежена на рівні не більше 5 %. Поряд з тим їх наявність також повинна бути забезпечена менеджментом фонду, оскільки забезпечується поточна ліквідність.

На практиці структура активів диверсифікується за наступними ознаками: проста (лінійна) диверсифікація і комплексна диверсифікація. Проста диверсифікація є досить поширеною серед вітчизняних НПФ і являє собою придбання декількох цінних паперів однієї категорії фінансових інструментів. Наприклад, декілька подібних за ступенем ризику боргових інструментів (корпоративних облігацій, державних облігацій). Це такі фонди, як НТ «ВНПФ «Аваль», НТ «ВНПФ «АРТА», Відкритий пенсійний фонд «Дельта», НТ «ВНПФ «Форум», ВНПФ «Національний» та інші (табл. В.1, В.2).

Комплексна диверсифікація передбачає оптимізацію співвідношення «ризик-дохідність» за допомогою багаторівневої диверсифікації за такими ознаками як ліквідність активів; різноманітність цінних паперів певного виду (наприклад, по галузям); регулювання співвідношення ризикових активів та менш ризикових у межах одного портфелю. Її дотримуються НТ ВНПФ «Український пенсійний капітал», ВНПФ «Україна», НО «ВПФ «Соціальні гарантії», НТ «ВНПФ «Всі», НТ «ВНПФ «Довіра-Україна», НТ «ВНПФ «Європа», НТ «ВНПФ «Приватфонд» та інші (табл.В.1, В.2).

Ринок цінних паперів на сьогоднішній день є спекулятивним і високоризиковим. Саме тому частка акцій у портфелях фондів поступається облігаціям (табл.В.1, В.2). В результаті попередньо проведених досліджень, результати якого наведено у пп. 1.2, ми виявили, що така ситуація притаманна для всіх ринків пенсійних послуг нового типу.

За певний період (квартал, рік) активи НПФ постійно збільшувалися не лише на розмір знову придбаних інвестиційних інструментів за рахунок отриманих пенсійних внесків (*кількісний приріст активів*), але за рахунок збільшення їх ринкової вартості (коливання курсу) та отримання інвестиційного прибутку (дивіденди, відсотки) (*інвестиційний приріст активів*). У тих НПФ, які мають стійку тенденцію до зростання чистої вартості одиниці пенсійних внесків, постійний інвестиційний приріст у відповідному фінансовому періоді знаходиться на рівні не меншому ніж частка транзакційних витрат по відношенню до пенсійних внесків. Проте треба враховувати рівень інфляції за відповідний період.

Стосовно формування механізму залучення фінансових ресурсів, можна зробити висновок про те, що в його основі закладено мету забезпечення *постійного кількісного приросту пенсійних внесків* або за рахунок збільшення кількості вкладників/учасників, або за рахунок збільшення розміру пенсійних внесків, що надходять від вкладників).

Таким чином, є очевидною необхідність збалансованості між структурою активів і пасивів, що є умовою ефективної діяльності фонду. Формалізуємо математичну модель формування активів і використання пасивів НПФ.

У своєму дослідженні ми вперше розглядаємо окремо кількісний та інвестиційний приріст активів. **Кількісний приріст активів** – це збільшення суми активів фонду за рахунок додаткових пенсійних внесків учасників:

$$\Delta A^q = j(i + i' - i''), \quad (2.6)$$

де ΔA^q – приріст розміру активів за рахунок пенсійних внесків у грошовому еквіваленті на кінець періоду;

j – середня величина внесків на одного учасника за період;

i – чисельність активних учасників НПФ, які ще не отримують регулярні пенсійні виплати на початок періоду;

i' – чисельність залучених учасників за період;

i'' – чисельність учасників, що вибули, за період.

Інвестиційний приріст активів – це збільшення суми активів фонду за рахунок отриманого прибутку від застосування фінансових інструментів інвестування.

Ми вже зазначали раніше, що активи фонду (A) складаються з об'єктів інвестування різних типів ($j=1, \dots, m$), які повинні мати якісний приріст (r_j). Формальний вираз цієї залежності представлений у формулі (2.7):

$$\Delta A^I = A_0(r - g), \quad (2.7)$$

де: ΔA^I – приріст розміру активів за рахунок інвестиційного прибутку на кінець періоду, тис. грн.;

A_0 – сума активів на початок періоду, r – середня ставка доходу фінансових інструментів за період, %;

g – середній відсоток витрат НПФ на другорядні зобов'язання фонду (визначається як співвідношення між сумою витрат до суми активів на початок періоду), %.

Джерелом формування активів є пайовий капітал (P). Накопичені пенсійні внески на індивідуальних рахунках учасників (Pp_i) є частиною пайового капіталу НПФ. Іншою частиною пайового капіталу є сума прибутку (збитку), розподіленого пропорційно індивідуальним накопиченням на рахунках учасників:

$$P_t = \sum_{i=1}^l \Delta A^q_i + \sum_{i=1}^l \Delta A^I_i, \quad (2.8)$$

де: P_t – пайовий капітал фонду на кінець періоду;

$i = 1, 2, \dots, l$ – періоди від початку діяльності до останнього, що аналізується.



Джерелом формування головних зобов'язань фонду є накопичені пенсійні внески на індивідуальних рахунках. Виникнення головних зобов'язань пов'язане з переходом довгострокових зобов'язань у поточні. Рівень виконання цих зобов'язань залежить від характеру їх передбачуваності, а також ліквідності фінансових інструментів.

Джерелом покриття другорядних зобов'язань має бути інвестиційний прибуток. В іншому випадку – пайові внески учасників фонду. Якщо сума другорядних зобов'язань фонду перевищує суму інвестиційного доходу, то утворюється розмір збитку, який необхідно розподілити між учасниками. Ця частина збитку є явною або номінальною.

Слід враховувати те, що існує частина реальних втрат учасників. Вона полягає у зменшенні купівельної спроможності накопичених пенсійних внесків, тобто дорівнює інфляційним втратам. Ефективність діяльності фонду полягає в спроможності забезпечити рівень сукупної доходності (r) більший ніж розмір другорядних зобов'язань фонду та такий, що покриває темп інфляції (f) за період, що аналізується.

Отже, критерій ефективного формування пасивів і використання активів фонду має вираз (2.9):

$$\begin{cases} \sum_{j=1}^m X_j r_j = P_t; \\ \sum_{j=1}^m r_j \geq f_t + g_t \end{cases}, \quad (2.9)$$

де X_j – сума інвестування в окремий фінансовий інструмент ($j=1, 2, \dots, m$) на початок періоду, тис. грн.;

r_j – рівень доходу фінансового інструменту j (у значеннях від 1 до m) на кінець періоду, %;

f_t – темп інфляції за період (t), %.

Представлена залежність між пасивами і активами НПФ (2.9) доводить, що ефективність механізму управління фінансовими ресурсами полягає в комплексному підході до управління активами і пасивами фонду. Перед фондом постає задача як можна більше залучати активних учасників, які ще не отримують регулярні пенсійні виплати. Чим вище їх частка, тим більше поточних надходжень до фонду у вигляді пенсійних внесків і більшою є можливість досягти економії на витратах НПФ за рахунок ефекту масштабу.

В залежності від розробленої фінансової стратегії, обираються методи й моделі управління фінансовими ресурсами НПФ. При виборі таких моделей слід враховувати наступні критерії оцінювання фінансового потенціалу НПФ :

1. Зрілість НПФ. Тривалість пасивів (тобто середній час для вимоги припинення виплати пенсії) набагато більш довгий для незрілого фонду, що має трохи пенсій у стані виплати, чим для зрілого фонду, де вимагаються великі виплати.

2. Ступінь активності учасників та вкладників НПФ. Для прогнозу надходжень пенсійних внесків до фонду потрібно знати частку неактивних учасників та вкладників, на користь яких фактично не сплачено пенсійні внески та які не сплачували пенсійні внески, у загальній чисельності учасників та вкладників НПФ.

3. Ступінь плинності учасників НПФ. Для прогнозування надходжень до НПФ та майбутніх витрат потрібно оцінити інтенсивність вибуття учасників з причини переведення ними своїх пенсійних накопичень до інших НПФ, страховиків, банків.

4. Сума заборгованості зі сплати пенсійних внесків до НПФ. Характеризує сукупність зобов'язань всіх вкладників НПФ зі сплати пенсійних внесків, що є простроченими.

5. Розмір витрат на обслуговування НПФ. Цей показник характеризує ефективність менеджменту фонду.

Для НПФ, у яких настав час виконання головних зобов'язань, повинні застосовувати модель «двох портфельів». Перший портфель зорієнтований на за-

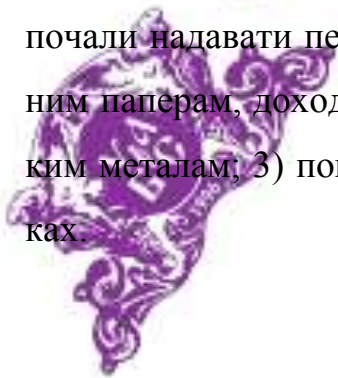
безпечення достатньої ліквідності з метою виконання зобов'язань з виплат пенсій на визначений строк, час виплат яких вже настав. Другий портфель зорієнтований на формування накопичень інших учасників. Для цього портфеля обрання інвестиційної стратегії залежить від прогнозованості головних зобов'язань фонду. Якщо ступінь плинності учасників невисока і фонд є незрілим, то доцільно формувати портфель, зорієнтований на зростання, який будується з розрахунку на довгострокове збільшення вартості інструментів, що входять до його складу. Цей портфель може бути менш ліквідним.

При наближенні фонду до зрілого стану потрібно зорієнтувати інвестиційний портфель на підвищення доходності. Тобто формувати інвестиційні інструменти, які приносять високі поточні дивіденди і відсотки. Такий підхід теж є доцільним для застосування незрілими фондами, які мають значну ступінь плинності учасників.

Швидкість настання зрілості фонду залежить від його маркетингової політики та привабливості для потенційних учасників. Крім того, стан абсолютної зрілості є критичним для життєздатності фонду, оскільки відсутність приросту активних учасників свідчить про непривабливість такого НПФ для вкладників.

З метою узагальнення існуючого практичного досвіду та виокремлення моделей управління активами НПФ, ми здійснили ранжування їх видів за ступенем популярності (табл. 2.5), порівнявши період найбільшого розвитку діяльності НПФ – 2007 рік з кризовими роками 2008-2009.

За даними аналітичної таблиці 2.5 зроблено наступні висновки: 1) значно знизилась популярність та привабливість таких інвестиційних інструментів як акції. Частка облігацій також стала скорочуватися; 2) в кризовий період фонди почали надавати перевагу менш доходним але і менш ризиковим активам: цінним паперам, доходам по облігаціям, за якими гарантовано КМУ, та банківським металам; 3) популярними є і залишаються депозити на банківських рахунках.



Таблиця 2.5 – Основні напрямки інвестування активів НПФ

Види активів, що використовуються НПФ	Частка активів у консолідованому портфелі НПФ		
	у докризовому періоді	у кризовому періоді	
	2007	2008	2009
Грошові кошти розміщені на вкладних (депозитних) банківських рахунках	38,6	56,3	49,9
Акції українських емітентів	25,0	9	7,2
Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України	23,8	22,6	19,7
Банківські метали	2,7	3,7	4,2
Цінні папери, доходи за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки Крим	1,5	1,1	1,1
Цінні папери, доходи за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України	1,3	3,6	9,9

Джерело: [34].

Не зважаючи на проблему з достроковим вилученням депозитів, що виникла під час кризи у наслідок намагання уряду стабілізувати ситуацію у банківській сфері, грошові кошти, розміщені на вкладних банківських рахунках, залишаються найбільш популярним інструментом в будь-якому портфелі фондів. Ми дослідили, що така тенденція є характерною для всіх нових пенсійних ринків з об'єктивних причин: недостатній обсяг фінансових ресурсів для придбання інших видів активів (див. п. 1.2). Навіть ті фонди, що мають значний обсяг активів, віддають перевагу депозитним рахункам в банках через відсутність надійних та прибуткових інструментів для інвестування в умовах економічної нестабільності та через слабкий рівень розвитку вітчизняного фондового ринку.

У зв'язку з цим автором було досліджено досвід управління фінансовими ресурсами НПФ в Україні з метою виокремити і систематизувати існуючі моделі управління активами НПФ на вітчизняному просторі, результати якого наведено у таблицях В.1, В.2.

В якості джерел інформації для аналізу активів були використані інформаційні проспекти досліджуваних НПФ, відомості про об'єкти інвестування активів пенсійного фонду та зміни чистої вартості активів і чистої вартості одиниці пенсійних внесків, баланс і звіт про фінансові результати за 2007 рік. Саме цей «докризовий» період вважається періодом найбільшого розвитку НПФ, тому ми обрали саме цей період з метою виявлення проявів кризи по кожній умовній групі.

У процесі аналізу інвестиційних стратегій доцільно порівняти структуру активів НПФ, головним чином для виявлення їхньої стратегії по використанню фінансових ресурсів та для того, щоб надати оцінку типу структури портфелю у порівнянні з консолідованим портфелем. Поряд з тим необхідно розрахувати ряд ключових показників для того, щоб визначити ефективність застосовуваної інвестиційної стратегії фондом.

Під час аналізу структури активів (табл. В.1, В.2), нами привласнювалася кожному виду активів визначена сума балів, що відповідала виду обраного активу та його частці у сукупному портфелі. При цьому бальна оцінка та її трактування визначалися на підставі шкали, що наведена в Критеріях оцінки фінансового стану недержавного пенсійного фонду, розробленого Держфінпослуг (табл. В.3) [63]. Структурна оцінка активів стосовно визначення рівня їх диверсифікації наведена у таблицях В.4, В.5. Чим вище значення підсумкової оцінки структури активів, тим більше інструментів активного типу у сукупному портфелі фонду.

Зібрані статистичні дані дозволили зробити наступні узагальнення. По-перше, НПФ згруповано за типами:

- консервативний портфель;
- умовно активний портфель;

Поняття «умовно активний портфель» означає надання перевагу інструментам, які мають більший рівень доходності і, відповідно, ризику. Проте умовність проявляється у тому, що законодавчо передбачено широке коло вимог, до можливих об'єктів інвестування, які значно обмежують можливості інвесту-

вання у високоризикові активи. Надалі застосовуючи термін «активний портфель НПФ» ми будемо розуміти його «умовну» активність.

У процесі оцінки було використано дані за 2007 рік Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг і річні звіти 28 НПФ.

При оцінці структури активів пенсійних фондів додатково використовувалися якісні показники: інвестиційний дохід за звітний період (у відсотках до валюти балансу), темп приросту ЧВОПВ та ЧВА за звітний період.

По-друге, на підставі даного аналізу нами було виявлено і систематизовано наступні умовні групи недержавних пенсійних фондів щодо методів управління активами:

- 1) НПФ з консервативною портфельною стратегією;
- 2) НПФ з активною портфельною стратегією.

Поряд з тим можна виділити окрему групу НПФ, до якої входять ті фонди, які ще не мають певних сформованих методів управління активами. Це новостворені НПФ, які знаходяться на етапі формування фінансових ресурсів і ще не накопичили достатній їх обсяг для виконання умов диверсифікації активів. Чинне законодавство відводить 18 місяців з дати реєстрації НПФ як фінансової установи для приведення структури його активів у відповідність до встановлених вимог. Тому у деяких НПФ переважна частина активів, або навіть усі, у цей період розміщені на депозитах. Інші НПФ, які відносяться до новостворених, проте мають достатній рівень фінансових ресурсів, користуючись законодавчо наданим їм правом не дотримуватись існуючих структурних вимог до активів, мають змогу направити кошти у більш високодохідні і ризиковані активи: акції та облігації. Такі НПФ ми не розглядали, оскільки їх діяльність носить тимчасовий характер.

Зрозумілим є те, що тип інвестиційного портфеля залежить від методу управління ним компанією з управління активами (КУА). Різні КУА зазвичай спеціалізуються на певному класі фінансових активів, наприклад, акції або цінні папери з фіксованим доходом. Інші віддають перевагу депозитам і банківським металам. Від стратегії управління може залежати доходність фонду.

Оскільки для оцінки ефективності діяльності не існує чітко визначених еталонних вимірників (окрім індексу інфляції), кожна КУА орієнтується на власні критерії. Такими еталонами можуть бути індекс інфляції або ринкові індекси (наприклад, композиційний індекс ринку, який розраховує КУА «КІНТО» на основі таких ваг: індекс акцій ПФТС - 40%; індекс облігацій KINBOND - 60%) [49].

Пасивний тип управління портфелем передбачає досягнення еталонного рівня шляхом придбання і утримання цінних паперів, які містяться у портфелі, прийнятому за еталонний. Проблему вибору інструментів інвестування частково вирішують ті, хто встановлює ці еталони.

Активний тип управління портфелем передбачає формування портфеля, який забезпечує доходність, що постійно перевищує еталонну величину.

При дослідженні стратегій управління активами НПФ нами сформована модель пасивного типу управління портфелем (див. табл. 2.6 та табл. В.4) і модель активного типу управління портфелем (див. табл. 2.7 та табл. В.3). Модель пасивного типу управління – це надання переваги депозитним банківським рахункам, помірній частці облігацій у портфелі і порівняно з ними незначній частці акцій українських емітентів. Середній рівень доходності у таких фондах, який ми розраховували як співвідношення отриманого прибутку за рік до загальної суми активів, був на достатньо високому рівні (порівняно з темпами інфляції), що свідчить про досягнення менеджментом мети збереження вартості активів. Узагальнені результати проведеного аналізу, детально представленого у таблицях В.4, В.5, наведено в таблицях 2.6 і 2.7.

Модель пасивного типу управління портфелем має наступні характеристики:

1) надання переваги низько ризикованим активам з помірною передбачуваною доходністю: вкладним банківським рахункам, банківським металам та цінним паперам, дохід за якими гарантовано КМУ та/або АРК, облігаціям підприємств;

2) середній рівень диверсифікації активів через концентрацію фінансових ресурсів в одному-двох інструментах;

3) приріст чистої вартості одиниці пенсійних внесків та чистої вартості активів помірними темпами.

Таблиця 2.6 – Типова модель пасивного типу управління портфелем

Характеристика активів	Види активів	Середня частка у групі
Структура інвестиційного портфеля	Депозити	40 %
	Цінні папери КМУ	5 %
	Цінні папери АПК, місцевих рад, облігації місцевих позик	5 %
	Облігації українських підприємств	28 %
	Акції українських підприємств	12 %
	Інші активи	10 %
<i>Бальна оцінка структури активів (крім інших)</i>		27
Оцінка діяльності НПФ	Середня частка інвестиційного прибутку по відношенню до активів у групі	12 %
	Середній приріст чистої вартості активів у групі	155 %
	Середній приріст чистої вартості одиниці пенсійних внесків у групі	11 %

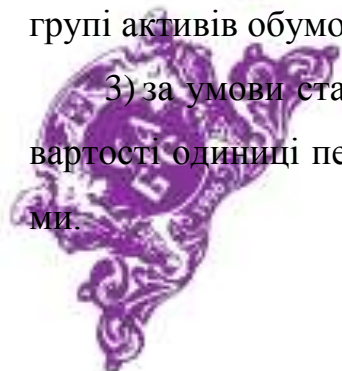
Джерело: власне опрацювання автора на основі даних табл. В.4

Модель активного типу управління портфелем має наступні характеристики:

1) висока частка активів сконцентрована в акціях, депозити і облігації є обов'язковими але не переважаючими інструментами для вкладання коштів;

2) вища оціночна якість інвестиційного портфелю у відповідній оціночній групі активів обумовлює вищий рівень диверсифікації;

3) за умови стабільної економічної ситуації спостерігається приріст чистої вартості одиниці пенсійних внесків та чистої вартості активів високими темпами.



Таблиця 2.7 – Типова модель активного типу управління портфелем

Характеристика активів	Види активів	Середня частка у групі
Структура інвестиційного портфеля	Депозити	23 %
	Цінні папери КМУ	-
	Цінні папери АРК, місцевих рад, облігації місцевих позик	-
	Облігації українських підприємств	22 %
	Акції українських підприємств	44 %
	Інші активи	11 %
<i>Бальна оцінка структури активів (крім інших)</i>		31
Оцінка діяльності НПФ	Середня частка інвестиційного прибутку по відношенню до активів у групі	21 %
	Середній приріст чистої вартості активів у групі	165 %
	Середній приріст чистої вартості одиниці пенсійних внесків у групі	30 %

Джерело: власне опрацювання автора на на основі даних табл. В.5.

Головні зобов'язання НПФ покриваються за рахунок власного капіталу, а джерелом покриття другорядних зобов'язань є інвестиційний фінансовий результат, тобто інвестиційний приріст активів, навіть якщо він має від'ємне значення. Криза 2008 року спричинила падіння фондового ринку і різке падіння котировок акцій. Практично всі недержавні пенсійні фонди і інвестиційний фонди за результатами 2008 р. отримали значні збитки. Особливо постраждали фонди з активним інвестиційним портфелем. Фондовий ринок у 2008 році впав на 74.3 %. НПФ, у яких відсоток акцій в інвестиційному портфелі відносно невисокий, менше відчували вплив зниження цін на акції, тому що їм вдалося компенсувати втрати підвищенням ціни на золото та відсотками по депозитах. Така стратегія допомогла зберегти активи від знецінення.

Проведений аналіз дозволив зробити висновок про те, що застосування пасивного типу управління забезпечує помірне нарощування активів. Проте в умовах кризових явищ збитки також є меншими порівняно з активним типом управління.

Активний тип управління портфелем має небажані наслідки для тих учасників, які отримують або мають почати отримувати пенсійні виплати. Це доводить сценарій кризи, яка виникла в пенсійній системі США: масове знецінення пенсійних внесків на рахунках та неспроможність НПФ виконати свої поточні головні зобов'язання створили соціальну напругу у суспільстві та поглибили падіння фондового ринку.

2.4 Порядок оцінки ефективності діяльності НПФ

У відповідності до запропонованого критерію ефективного формування пасивів і використання активів фонду (див. формула 2.9), ефективне управління залученням і використанням коштів НПФ можливо здійснити лише за умови забезпечення стабільного приросту його активів.

Більш точним показником, що відображає ефективність діяльності фонду у динаміці, є приріст ЧВА НПФ. Стабільно працюючий протягом тривалого періоду фонд має такі ознаки: демонструє високі темпи приросту ЧВА, вчасно виконує свої зобов'язання в повному обсязі та звітує про рівень прибутковості не тільки вище індексу інфляції, але, як мінімум, перевищує відсоток по банківським вкладом за відповідний період. Висока прибутковість – це запорука розвитку пенсійного фонду, його стійкості, добробуту, привабливості для більшої кількості клієнтів у майбутньому. Фонд, який має значний розмір регулярних пенсійних внесків, є цінним інвестором, оскільки у його розпорядженні буде значний обсяг фінансових ресурсів, привабливий для залучення. Ми акцентуємо увагу на тому, що приріст активів НПФ ми розглядаємо у двох аспектах: якісному (інвестиційному) і кількісному. Для приросту активів фонду в довгостроковій перспективі бажаним є саме інвестиційний аспект, проте кількісний є

не менш важливим, оскільки надає можливість якісно диверсифікувати активи, мінімізуючи несистемний ризик.

Кількісний приріст пенсійних внесків забезпечує продовження життєдіяльності фонду і затримує його перехід від другої стадії життєвого циклу до етапу зрілості. Постійне надходження грошових коштів забезпечує високу поточну ліквідність, що є запорукою успішної інвестиційної діяльності для такого НПФ.

В умовах довгострокової діяльності НПФ актуальним є поточне відстеження ефективної діяльності фонду та визначення теперішньої вартості пенсійних активів, сформованих на індивідуальних рахунках його учасників. Крім того, існує необхідність справедливо і точно розподіляти активи між всіма учасниками. Інструментом для здійснення зазначених функцій є умовні показники «чиста вартість активів пенсійного фонду» та «чиста вартість одиниці пенсійних внесків». У міжнародній практиці прийнято щоденно відслідковувати зміни зазначених показників [142].

Одиниця пенсійних внесків – це показник персоніфікованого обліку, який застосовується для визначення та контролю суми пенсійних коштів, що належать учаснику фонду, та обліковуються на його індивідуальному пенсійному рахунку. Таким чином, на індивідуальних рахунках учасників ведеться не грошовий облік розподілених активів, а здійснюється підрахунок кількості одиниць пенсійних внесків. Цей умовний показник виконує розподільчу функцію. Кількість грошей на індивідуальних рахунках учасника визначається кількістю одиниць пенсійних внесків та вартістю одиниці пенсійних внесків. Якщо перший показник залежить від розміру накопичених пенсійних внесків, що надійшли на рахунок учасника на певну дату, то другий показник залежить від результату діяльності фонду. Саме ЧВОПВ дозволяє відслідковувати результат роботи фонду в цілому. Динаміка зміни цього показника характеризує фінансово-господарську ефективність діяльності НПФ.

Критерії ефективної діяльності фонду:

1. Динаміка приросту ЧВОПВ повинна бути рівномірною і стабільною, без суттєвих коливань.

2. Приріст ЧВОПВ повинен перевищувати інфляцію за відповідний період.

Актуальним є питання щоденного розрахунку ЧВА і ЧВОПВ, оскільки протягом місяця зміна вартості активів може бути суттєвою. Тільки щоденний розрахунок ЧВОПВ та ЧВА дозволяє справедливо розподілити чисту вартість активів фонду між його учасниками з урахуванням середнього по фонду терміну перебування у ньому пенсійного внеску.

З 01.01.10 запроваджено щоденний розрахунок показника ЧВА, передбачений розпорядженням ДКЦПФР «Про внесення змін до Положення про порядок визначення чистої вартості активів НПФ» (далі – Положення розрахунку ЧВА) з використанням методики розрахунку чистої вартості одиниці пенсійних внесків, що міститься у постанові «Про затвердження змін про запровадження діяльності з адміністрування недержавного пенсійного фонду» (далі – Положення розрахунку ЧВОПВ) [117]. Напередодні запровадження в дію Положення розрахунку ЧВА автором була здійснена спроба фактично провести підрахунок ЧВОПВ на прикладі Корпоративного недержавного пенсійного фонду НБУ (КНПФ НБУ). Під керівництвом д.е.н., проф. Кривенко Л.В. було досліджено проблему підвищення ефективності функціонування НПФ через запровадження такого розрахунку. Результати представлені в публікації [86], у якій автору особисто належить визначення перешкод для щоденного розрахунку ЧВА та ЧВОПВ НПФ, впровадження нових термінів.

В якості джерел вхідної інформації для визначення ЧВОПВ використовувалися розрахункові дані, що формуються адміністратором та КУА фонду згідно з діючим у 2007-2009 рр. Положенням про порядок визначення ЧВА недержавного пенсійного фонду (відкритого, корпоративного, професійного) № 339 від 11.08.2004 р. (далі – Положення № 339) та зведені дані бухгалтерського обліку. Повний перелік використаних даних наведено в таблиці 2.8.



Таблиця 2.8 – Показники для розрахунку чистої вартості одиниці пенсійних внесків

Умовні позначення	Показники
<i>I</i>	день підрахунку
<i>A_i</i>	Активи пенсійного фонду на день підрахунку, сформовані відповідно до Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення»
<i>Z_i</i>	Нараховані зобов'язання фонду на день підрахунку, сформовані відповідно до п. 4 П(с)БО 2 «Баланс» та пп. 2.14 – 2.17 Положення № 339
<i>ЧВА_i</i>	чиста вартість активів ПФ, яка розрахована на день підрахунку
<i>КО_i</i>	загальна кількість одиниць пенсійних внесків усіх учасників пенсійного фонду на день підрахунку;
<i>КО_{i-1}</i>	загальна кількість одиниць пенсійних внесків усіх учасників пенсійного фонду, розрахована на кінець дня попереднього підрахунку;
<i>ЧВОПВ_{i-1}</i>	чиста вартість одиниці пенсійних внесків пенсійного фонду, розрахована на кінець дня попереднього підрахунку;
<i>В_i</i>	сума фактично отриманих відповідно до укладених пенсійних контрактів протягом облікового періоду пенсійних внесків та суми пенсійних коштів, що надійшли до пенсійного фонду з іншого пенсійного фонду (страховика, банку) на користь учасників пенсійного фонду в обліковому періоді;
<i>ПВ_i</i>	сума пенсійних виплат учасникам фонду, їх спадкоємцям, членам подружжя у випадку розірвання шлюбу в обліковому періоді;
<i>СП_i</i>	сума пенсійних коштів учасників фонду, переведених до іншого пенсійного фонду (страховика, банку), їх спадкоємцям, членам подружжя у випадку розірвання шлюбу в обліковому періоді;
<i>ВП_i</i>	сума повернутих помилково сплачених вкладником на користь учасників пенсійного фонду пенсійних внесків в обліковому періоді;
<i>СПС_i</i>	сума перерахованих пенсійних коштів за договорами страхування ризиків настання інвалідності або смертності учасників в обліковому періоді;
<i>ОП_i</i>	сума пенсійних коштів, списаних в оплату послуг, наданих учасникам за його рахунок згідно із законодавством в обліковому періоді;
<i>ВК_i</i>	сума оплати послуг, наданих учасникам пенсійного фонду за рахунок їх пенсійних коштів згідно із законодавством;

Джерело: [112].

Розрахунок ЧВОПВ проводився наступним чином:

1. Визначався розмір активів НПФ на день підрахунку.
2. Перевірялась наявність нарахованих зобов'язань за даними бухгалтерського обліку на день підрахунку (джерела інформації – Баланс, Звіт про фінансові результати, Інформаційний проспект недержавного пенсійного фонду, аудиторський висновок).
3. Розраховувалася ЧВА на день підрахунку за формулою:

$$\text{ЧВА}_i = A_i - Z_i$$

4. Визначалася сума фактичних витрат пенсійних активів за період підрахунку за напрямками, дозволеними нормативно-правовими актами, а саме: B_i , $ПВ_i$, $СП_i$, $ВП_i$, $СПС_i$, $ОП_i$, $ВК$ (джерела інформації – надані зведені дані за наявний період адміністратором фонду).
5. Розраховувалась загальна кількість одиниць пенсійних внесків усіх учасників пенсійного фонду на день підрахунку за формулою:

$$KO_i = KO_{i-1} + \frac{B_i - (ПВ_i + СП_i + ВП_i + СПС_i + ОП_i + ВК_i)}{ЧВО_{i-1}}$$

6. Розраховувалась ЧВОПВ на день розрахунку за формулою:

$$\text{ЧВОПВ}_i = \text{ЧВА}_i / KO_i$$

Вихідні та розрахункові данні та значення ЧВОПВ представлені в табл. Б.1, Б.2, Б.3.

Характерною особливістю для цього фонду є відсутність нарахованих та сплачених зобов'язань щодо витрат на оплату послуг всім надавачам таких послуг. Це пояснюється особливим статусом структури, якій належить даний пенсійний фонд. Тому не вдалося простежити вплив структури зобов'язань на значення показників ЧВА та ЧВОПВ.

Склад та вартість активів КНПФ НБУ, яку можна було використати для розрахунку, відомі лише на кінець місяця, що обумовлено відсутністю облікових даних, необхідних для підрахунку ЧВА щоденно (пояснюється відсутністю чіткого механізму здійснення цього підрахунку та трудомісткістю процесу). Через це не вдалося здійснити ретроспективний розрахунок щоденного значення ЧВОПВ.

Структура активів має незначну диверсифікацію. Вони складаються з грошових коштів на депозитних та поточних рахунках, облігацій підприємств, єврооблігацій, дебіторської заборгованості, інших активів (табл. Б.2). Частка інвестиційного прибутку постійно зростає. Стабільний приріст інвестиційного прибутку, пенсійних внесків та відсутність зобов'язань обумовлюють постійний значний приріст чистої вартості активів та загальної кількості одиниць пен-

сійних внесків усіх учасників пенсійного фонду на день підрахунку. Простежується пряма кореляція між розміром інвестиційного прибутку та розміром розрахованої ЧВОПВ (табл. Б.3). Така залежність відображає економічну сутність та практичну значимість показника ЧВОПВ: можна простежити рівень примноження накопичуваних пенсійних внесків від інвестиційної діяльності НПФ та здійснити справедливий розподіл прибутку (збитку) між учасниками.

Наявність нерозподіленого прибутку на балансі пенсійного фонду на день підрахунку свідчить про те, що сума ЧВА фонду не дорівнює сумі пенсійних коштів на всіх індивідуальних пенсійних рахунках учасників.

Приріст значення ЧВОПВ означає, що переважає дія позитивних факторів:

- головні зобов'язання фонду є незначними;
- плінність вкладників незначна (вибуття вкладників з НПФ з причин припинення дії пенсійних контрактів до моменту повного виконання своїх зобов'язань за ними);
- вартість обслуговування НПФ помірна.

В ході проведеного дослідження нами було здійснено аналіз впливу різних чинників на значення ЧВОПВ. Зокрема ми виявили наступне:

1. Збільшення абсолютного значення пенсійних внесків не впливає на зміну ЧВОПВ;
2. Збільшення абсолютного значення інвестиційного прибутку – пряма залежність;
3. Збільшення розміру нарахованих зобов'язань НПФ – обернена залежність;
4. Збільшення розміру виплат по зобов'язаннях НПФ – пряма залежність;

Основним чинником приросту значення ЧВОПВ є зростання частки інвестиційного прибутку у структурі активів фонду. Проте розмір інвестиційного прибутку може залежати не лише від стану ринкової кон'юнктури та напрямів інвестування активів, але і від способу розрахунку доходності для певних видів активів. Наявність можливості використання різних методик оцінки доходності

активів чи відсутність чітко прописаного механізму розрахунку призведе до викривлення економічної суті та функціонального призначення показника ЧВОПВ. Це вузьке місце для маніпулювання показниками доходності з метою, збільшення зобов'язань, які розраховуються на основі чистої вартості активів (оплата послуг адміністратора, КУА і т. ін.). Завищення значення нарахованих зобов'язань негативно впливає на значення ЧВОПВ та ускладнює здійснення контролю за правильністю розрахунку цього показника.

Зважаючи на перераховані переваги у щоденному підрахунку ЧВА та ЧВОПВ, існує група визначених проблем, які повинні вирішити ДКЦПФР і Держфінпослуг. Загальною проблемою для достовірної оцінки активів НПФ є відсутність механізмів оперативного відображення інформації в бухгалтерському обліку, розрахунку інвестиційного прибутку та визначення ринкової вартості цінних паперів через відсутність належного інформаційного каналу, програмного забезпечення та оперативного документарного підтвердження виявлених даних.

Перша проблема – невирішений порядок і правила щоденної оцінки вартості окремих видів активів.

Наприклад, підставою для нарахування відсотків на депозитних рахунках є банківська виписка, яка надходить на підприємство лише наступного робочого дня (проблема оперативності отримання інформації). Якщо у випадку закінчення строку дії договору банківського вкладу грошові кошти залишаються на депозитних рахунках банку і пролонгація договору ще не оговорена, залишається незрозумілою процедура оперативної оцінки такого активу. Незрозумілий механізм оцінки акцій і облігацій іноземних емітентів, що пройшли лістинг одразу на декількох біржах, визначених у п. 2.9 Положення розрахунку ЧВА [112].

Друга проблема – відсутність належного програмного забезпечення. Перерахунок доходності цінних паперів у портфелі фонду при реєстрації кожного нового ринкового договору в оперативному режимі, як того вимагатиме Положення розрахунку ЧВА, є досить трудомістким процесом.

Третя проблема – створення єдиної інформаційної бази для адекватної оцінки подібних активів усіма фондами. Наприклад, є необхідність у створенні єдиної бази щоденної середньої ціни для внутрішніх цінних паперів, що перебувають в обігу на фондовій біржі або в торговельно-інформаційних системах та зареєстрованих в установленому порядку. Це надасть можливість здійснювати контроль за правильністю розрахунків ЧВА.

До Положення розрахунку ЧВА доцільно внести зазначені зміни:

- обумовити порядок обліку, що застосовується до оцінки більшості класів активів;
- зобов'язати здійснювати розподіл прибутків і збитків на індивідуальні рахунки учасників;
- визначити джерела достовірних цінових орієнтирів для оцінки вартості цінних паперів;
- передбачити механізми можливості здійснення контролю за достовірністю розрахунку ЧВА та ЧВОПВ.

На момент проведення дослідження розрахунок чистої вартості активів здійснювався за методикою, передбаченою Положенням № 339. Цим положенням визначено, що чиста вартість активів недержавного пенсійного фонду розраховується як різниця між вартістю активів недержавного пенсійного фонду на день проведення підрахунку та загальною сумою зобов'язань недержавного пенсійного фонду, що підлягають виконанню на день проведення підрахунку (п. 2.1 Положення № 399).

Проведене дослідження факторів впливу показало, що для розрахунку ЧВА доцільно проводити зменшення вартості пенсійних активів саме на *другорядні зобов'язання фонду*. Підтвердження цієї думки ми знайшли у презентації Гері Хендікса, де зазначено наступне: «зобов'язання щодо виплати пенсій при визначенні чистої вартості пенсійних активів не враховуються. Вони впливають на кількість одиниць пенсійних внесків» [142].

У розробленому ДКЦПФР порядку розрахунку ЧВА, передбачено враховувати *головні зобов'язання фонду*, які є поточними на цей момент.

За Міжнародними стандартами *головні зобов'язання* фонду виключаються з розрахунку, приймаються до уваги лише *другорядні* (оплати витрат, пов'язаних із здійсненням недержавного пенсійного забезпечення).

Для з'ясування впливу подібних відмінностей на показник ЧВОПВ слід розглянути алгоритм його розрахунку. Для цього використовується формула $ЧВОПВ_i = ЧВА_i / КО_i$,

де: $ЧВА_i$ – чиста вартість активів ПФ, яка розрахована на день підрахунку; $КО_i$ – загальна кількість одиниць пенсійних внесків усіх учасників пенсійного фонду на день підрахунку; i – день підрахунку.

Процес розрахунку ЧВА можна математично формалізувати:

$$ЧВА_i = A_i - (ПВз_i + СПз_i + ВПз_i + СПСз_i + ОПз_i + ІОз_i), \quad (2.10)$$

де: i – день підрахунку.

A_i – вартість активів НПФ на день підрахунку (визначається відповідно п. 2.1 – 2.14 Положення № 399);

$ПВз_i$ – зобов'язання за нарахованими але не виплаченими на день підрахунку поточними пенсійними виплатами учасникам фонду, їх спадкоємцям, членам подружжя у випадку розірвання шлюбу в обліковому періоді;

$СПз_i$ – зобов'язання за нарахованими але не виплаченими на день підрахунку пенсійними коштами учасникам фонду, що підлягає переведенню до іншого пенсійного фонду (страховика, банку), їх спадкоємцям, членам подружжя у випадку розірвання шлюбу в обліковому періоді;

$ВПз_i$ – зобов'язання за пенсійними внесками, які зараховані на поточний рахунок НПФ та не персоніфіковані; та за сумами, що підлягають поверненню, помилково сплачених вкладником на користь учасників пенсійного фонду пенсійних внесків в обліковому періоді;

$СПСз_i$ – зобов'язання за переказом коштів до страхової організації для оплати договорів страхування довічної пенсії та договорів страхування ризиків

настання інвалідності або смертності учасників в обліковому періоді, що підлягає перерахуванню;

OP_i – зобов'язання щодо оплати послуг особам, що здійснюють обслуговування фонду (адміністратор, зберігач, аудитор, торговці цінними паперами, агенти, незалежний оцінювач, інвестиційний консультант та ін.), управління активами НПФ та за розрахунками з продавцями за отримані але не сплачені пенсійним фондом активи;

IOZ_i – зобов'язання за іншими господарськими операціями з активами НПФ, здійснення яких передбачено нормативно-правовими актами з питань державного пенсійного забезпечення.

Обираємо позначення показників, наближених до тих, що використовуються при розрахунку кількості одиниць пенсійних внесків таким самим індексом. Індекс z показує, що ці показники відображають зобов'язання фонду, тобто нараховані але ще несплачені майбутні витрати активів.

Розрахунок кількості одиниць пенсійних внесків здійснюється за формулою:

$$KO_i = KO_{i-1} + \frac{B_i - (ПВ_i + СП_i + ВП_i + СПС_i + ОП_i + ВК_i)}{ЧВО_{i-1}}. \quad (2.11)$$

На його зміну впливають *фактично здійсненні витрати* НПФ. Тобто, кількість одиниць учасника фонду повинна зменшуватися при здійсненні фактичної виплати такому учаснику. Тоді як зменшення вартості активів відбувається при нарахуванні такої виплати, яка об'єктивно повинна відбутися раніше. Ці події можуть не збігатися у часі з об'єктивних причин (бо механізм розриву у часі моменту нарахування та виплати пенсійних внесків у Законі про НПЗ не прописано).

Фактично виходить, що наближення події отримання пенсійної виплати є чинником зменшення чистої вартості активів. Але з розрахунку кількості оди-

ниць пенсійних внесків такі учасники поки що не виключаються, тому відбувається несправедливий перерозподіл активів в сторону зменшення ЧВОПВ між іншими учасниками. Саме тому при розрахунку ЧВА доцільно лише брати до уваги другорядні зобов'язання фонду. При здійсненні пенсійної виплати активи автоматично зменшуються виходячи з принципу подвійного запису у бухгалтерському обліку (зменшення пасивів за рахунок зменшення активів).

Пенсійні фонди зараз вважаються незрілими і період масового виконання *головних зобов'язань* фонду ще не настав. Ця проблема не буде досить актуальною, але у майбутньому, по мірі нарощування обсягів поточних пенсійних виплат в структурі зобов'язань, буде відбуватися значне коливання ЧВА. Це призведе до автоматичного зниження кількості грошових коштів на індивідуальних рахунках фонду за рахунок того, що пенсійні внески обліковуються на індивідуальних рахунках учасника в гривнях, а розраховується в одиницях пенсійних внесків шляхом ділення суми такого пенсійного внеску на поточну чисту вартість одиниці пенсійних внесків пенсійного фонду (п. 4.4.2 Положення розрахунку ЧВОПВ).

Тому ми пропонуємо виключити із розрахунку ЧВА *головні зобов'язання* фонду і використовувати формулу (2.12):

$$ЧВА_t = A_t - (ВПз_t + ОПз_t + ІОз_t). \quad (2.12)$$

Наступним неврегульованим моментом є те, що п. 4.4.3 Положення розрахунку ЧВОПВ передбачено, що адміністратор може визначати прибуток (збиток) від інвестування активів та здійснювати його розподіл не рідше одного разу на місяць станом на дату проведення його розрахунку. Проте згідно п 4.4 Положення розрахунку ЧВОПВ «сума чистої вартості пенсійних активів фонду має дорівнювати сумі пенсійних коштів на всіх індивідуальних пенсійних рахунках учасників»[112]. Ця вимога автоматично зобов'язує адміністраторів визначати та розподіляти прибуток (збиток) щоденно для того, щоб на кінець кожного робочого дня інформація на індивідуальному пенсійному рахунку відображає його поточний стан.

Отже проведений аналіз показав, що основною проблемою у запровадженні щоденного розрахунку чистої вартості одиниці пенсійних внесків є складність і неузгодженість механізму розрахунку ЧВА. Включення до розрахунку поточних головних зобов'язання фонду (перед учасниками НПФ) призводить до заниження ЧВОПВ, що впливає на зменшення суми грошових коштів на індивідуальних рахунках учасників.

Висновки до другого розділу

1. Для оцінки ступеня розвитку як окремого недержавного пенсійного фонду, так і всього пенсійного ринку регіону чи країни, автором вперше введено показники «фактичний рівень активності на ринку пенсійного страхування країни або певного регіону» і «рівень потенційного розвитку ринку послуг НПФ в системі НПЗ». Перший запропоновано розраховувати як співвідношення між чисельністю укладених пенсійних контрактів та чисельністю трудових ресурсів в окремому регіоні. Другий – як різницю між умовно-абсолютним і фактичним рівнем активності на ринку пенсійного страхування.

2. Формування портфеля активів і пасивів НПФ є взаємопов'язаним процесом, оскільки кількість залучених коштів обумовлює можливість фонду бути активним учасником на фондовому ринку та вкладати кошти в прибуткові інвестиційні проекти. Проведення аналізу фінансової звітності НПФ дозволило автору формалізувати структуру їх фінансових ресурсів та виокремити функціонально різні джерела формування активів: пенсійні внески вкладників та інвестиційний прибуток. Як результат, автором було вперше виділено кількісний та інвестиційний приріст активів. Кількісний приріст активів – це збільшення суми активів за рахунок додаткових пенсійних внесків учасників. Інвестиційний приріст активів – це збільшення

суми активів фонду за рахунок отриманого прибутку від застосовуваного фінансового інструменту для інвестицій.

3. Ключовим елементом управління фінансовими ресурсами НПФ автором визначено узгодженість між активами і пасивами, особливість яких в межах даного дисертаційного дослідження детально розглянуто. Запропонована автором економічна структура пасивів НПФ має наступні характеристики: 1) зобов'язання НПФ поділяються на 2 групи (головні та другорядні); 2) зобов'язання ранжуються за ступенем невизначеності їх величини та часу виникнення (від прогнозованих до не прогнозованих); 3) власний капітал – це сума пайових внесків на індивідуальних рахунках учасників, збільшена (зменшена) на суму інвестиційного прибутку (непокритого збитку) за мінусом витрат на обслуговування діяльності НПФ. Джерелом покриття головних зобов'язань автор визначає власний капітал, а другорядних – інвестиційний фінансовий результат.

4. Узагальнення теоретико-методологічних аспектів управління фінансовими ресурсами показало, що одним з необхідних умов забезпечення фінансової стійкості НПФ є дотримання актуарного балансу між пенсійними зобов'язаннями фонду та його пенсійними активами, який автор запропонував оцінювати за критерієм ефективного формування пасивів і використання активів фонду. Результатом дослідження стало обґрунтування, що механізм формування та використання фінансових ресурсів складається з трьох центрів управління: залучення фінансових ресурсів; їх примноження та їх використання. комплексного управління активами і пасивами пенсійного фонду. Результати дослідження використовувалися при розробці внутрішньої нормативної документації Управлінням Пенсійного фонду України в Зарічному районі м. Сум, що підтверджено довідкою від 22.04.2011 № 8252/9-10 (Додаток Л).

5. Автором виділено основні релевантні фактори, які повинні враховуватись у моделі управління фінансовими ресурсами НПФ (зрілість НПФ, плинність учасників і вкладників, розмір витрат на обслуговування діяльності) та формалізовано загальні критерії ефективної діяльності фонду, які, на думку автора, є наступними: динаміка змін чистої вартості одиниці пенсійних внесків (ЧВОПВ) повинна бути

рівномірною і стабільною, без суттєвих коливань; приріст ЧВОПВ повинен перевищувати інфляцію за відповідний період.

6. У роботі визначено, що за методикою розрахунку ЧВА, затвердженою Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку України, передбачено враховувати поточні головні зобов'язання фонду (перед учасниками НПФ) та другорядні (зобов'язання перед третіми особами, що виникають у діяльності НПФ). Автор доводить, що доцільно враховувати лише другорядні зобов'язання фонду. Доведено, що при розрахунку ЧВА доцільно брати до уваги лише другорядні зобов'язання фонду.

7. Автором досліджено досвід управління фінансовими ресурсами НПФ в Україні з метою виокремити і систематизувати існуючі моделі управління активами НПФ на вітчизняному просторі. Поставлене завдання було реалізовано шляхом бальної оцінки інвестиційних інструментів за ступенем ризику. Результати такої оцінки дозволили сформуванню дві моделі формування структури активів: модель пасивного типу управління портфелем (депозити (середня частка у групі 40 %), облігації українських підприємств (28 %), акції українських підприємств (12 %)) і модель активного типу управління портфелем (депозити (23 %), облігації (22 %), акції (44 %)). Переважаюча частка депозитів у активах НПФ свідчить про банкоцентричність інвестиційних стратегій.

8. Основні положення, висновки та рекомендації, що містяться в даному розділі знайшли своє відображення в наступних публікаціях [62, 76, 77, 78, 81, 85, 86, 89].



РОЗДІЛ 3

НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО УДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РЕСУРСАМИ НПФ В УКРАЇНІ

3.1. Формування системи оцінки фінансово-господарської діяльності НПФ на різних стадіях життєвого циклу

В попередньому розділі ми виявили, що механізм формування та використання фінансових ресурсів НПФ послідовно містить в собі наступні етапи: 1) формування загальної стратегії; 2) діагностика фінансового становища НПФ; 3) формування фінансової стратегії 4) реалізація механізму залучення фінансових ресурсів; 5) формування інвестиційної стратегії і реалізація її через механізм використання фінансових ресурсів; 6) здійснення пенсійних виплат та оцінка отриманого результату (див. рис. 2.1). Цілком зрозуміло, що існує взаємозв'язок між залученням і використанням фінансових ресурсів НПФ на різних рівнях: стратегічному операційному (див. рис. 2.2). Поєднання цих рівнів у загальну систему передбачає комплекс дій, які направлені на узгодження фінансових потоків (постановка цілей (див. табл. 1.12, 2.1), діагностика фінансового становища, формування фінансової стратегії залучення фінансових ресурсів, використання фінансових ресурсів, оцінка отриманого результату) на різних етапах життєвого циклу (ЕЖЦ) НПФ.

Ми розглядаємо у якості індикаторів переходу до того чи іншого ЕЖЦ низку економічних показників, які ми пропонуємо розраховувати на базі Методики аналізу та оцінки недержавних пенсійних фондів та компаній з управління активами недержавних пенсійних фондів [92]. Зазначені показники характеризують діяльність НПФ з точки зору маркетингових результатів (група А, табл. Г.1) та фінансового стану і результатів діяльності НПФ (група В, табл. Г.1).

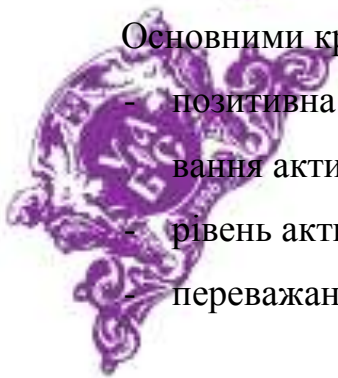
Ознаки життєвого циклу НПФ спробуємо узагальнити у наступній послідовності: 1) визначаємо динаміку зміни учасників і вкладників за певний проміжок часу, 2) досліджуємо якісні характеристики учасників і вкладників (ступінь активності, інвестиційний рух чисельності учасників і вкладників), 3) аналізуємо час дожиття до пенсійного віку. Крім того важливо аналізувати динаміку надходжень пенсійних внесків за декілька періодів, динаміку зміни суми активів, динаміку зміни суми пенсійних виплат за період, частку інвестиційного прибутку у сукупному прирості активі (інвестиційний приріст), порівняти ці показники із середньогалузевим значенням.

Аналіз зазначених параметрів необхідний для визначення ЕЖЦ НПФ як зовнішнім користувачам, так і регуляторам пенсійного ринку і КУА. Ключові показники, їх характеристика, порядок розрахунку та джерело даних зазначені у Додатку Г. Для визначення ЕЖЦ НПФ необхідно аналізувати динаміку періодичних змін. Як правило, для аналізу застосовують декілька звітних періодів (за декілька кварталів або по роках). Оптимальними для визначення ЕЖЦ та прийняття рішень щодо подальшої фінансової стратегії є останні три роки. Характеристика зміни показників у часі в залежності від конкретного етапу, зазначеного нами у пп. 2.1, та представлена у таблиці 3.1.

Зазначені показники потрібно розглядати не лише в динаміці, але і аналізувати їх взаємний вплив. Важливі співвідношення між ними представлені в таблиці 3.2. Проаналізувавши та згрупувавши економічні розрахунки в єдину систему, ми розробили два алгоритми, за допомогою яких можна визначити стадію життєвого циклу конкретного недержавного пенсійного фонду на певну звітну дату (рис. 3.1 та 3.2).

Основними критеріями визначення ЕЖЦ НПФ є наступні:

- позитивна динаміка зміни чисельності вкладників, учасників, нарощування активів, інвестиційного прибутку;
- рівень активності вкладників у сукупній чисельності;
- переважання пенсійних внесків над пенсійними виплатами;



- переважання пенсійних активів до пенсійного фонду над виведеними активами з фонду до інших НПФ, страхових компаній чи банківських установ;
- порівняння активів НПФ і інвестиційного прибутку з середньогалузевими показниками;
- інвестиційний чи кількісний приріст активів НПФ.

Розрахунок за алгоритмом 1 (рис. 3.1) дозволяє визначити сучасний ЕЖЦ НПФ з урахуванням якісної структури учасників і вкладників фонду. За допомогою цього окреслюються перспективи подальшого розвитку НПФ. Таким чином можна отримати характеристику фінансової стратегії НПФ в аспекті залучення фінансових ресурсів в частині пенсійних внесків. Визначений 3-й чи 4-й ЕЖЦ НПФ за цим алгоритмом є лише попередженням про можливість переходу фонду до відповідного етапу. Це не завжди становить загрозу діяльності НПФ. Обґрунтувати це можна тим, що фонд міг навмисне переорієнтувати маркетингову діяльність з направленої на залучення широкого кола дрібних вкладників на таку, що орієнтується на більш значних у фінансовому плані як вкладників так і учасників. У цьому випадку алгоритм покаже скорочення активних вкладників в порівнянні з попереднім періодом та повідомить про можливу загрозу виникнення фінансових проблем у майбутньому для НПФ у разі невдалої спроби такого переходу. Для того, щоб підтвердити сучасний ЕЖЦ крізь призму ефективності управління залученням і використанням коштів фондом ми пропонуємо застосувати порівняння фінансових показників одночасно за другим алгоритмом (рис. 3.2).

Зауважимо, що робити певні висновки можна лише на основі розрахунків одразу за двома алгоритмами. Збіг висновків за алгоритмом 1 і 2 підтверджує достовірність розрахунків та свідчить про стабільність тенденцій, притаманних певному ЕЖЦ НПФ. Поряд з тим, отримання різних результатів за обома алгоритмами свідчить про положення НПФ на межі двох відповідних етапів.

Таблиця 3.1 – Динаміка факторів впливу на фінансові потоки в залежності від етапу життєвого циклу НПФ

Назва	Умовні позначення	Динаміка в залежності від етапу життєвого циклу НПФ			
		1 етап	2 етап	3 етап	4 етап
Група А		Показники маркетингової групи			
Чисельність учасників НПФ, загальна (чол.)	N^{mT}	зростає	зростає	стабільна	скорочується
Чисельність активних учасників НПФ, які ще не отримують регулярні пенсійні виплати (чол.)	N^{mActA}	висока	висока	значна	скорочується
Чисельність неактивних учасників НПФ (чол.)	N^{mAct-}	відсутня	відсутня	незначна	зростає
Чисельність учасників НПФ, які отримують регулярні пенсійні виплати з НПФ (чол.)	N^{mB}	відсутня	незначна	висока	висока
Чисельність учасників НПФ, які забрали свої пенсійні кошти до іншого НПФ (чол.)	N^{mTFof}	незначна	незначна	стабільна	висока
Чисельність учасників НПФ, які перевели кошти до НПФ (чол.)	N^{mTFin}	незначна	зростає	стабільна	відсутня
Кількість вкладників НПФ, загальна (чол.)	N^{cT}	зростає	зростає	стабільна	скорочується
Кількість неактивних вкладників НПФ (чол.)	N^{cAct-}	низька	низька	стабільна	висока
Група В		Показники оцінки фінансового стану та результатів діяльності НПФ			
Сума пенсійних внесків, що фактично надійшла до НПФ, грн.	S^{Cont}	зростає	зростає	стабільна	зменшується
Сума активів НПФ, загальна (грн.)	AV^T	зростає	зростає	стабільна	зменшується
Сума пенсійних виплат, що фактично здійснені за період	K^{mB}	низька	низька	стабільна	зростає
Прибуток, отриманий від інвестування активів НПФ (грн.)	P^{fInv}	низький	зростає	високий	скорочується

Джерело: авторське опрацювання.

Таблиця 3.2 – Взаємодія між показниками залежно від етапу життєвого циклу НПФ

Досліджувані показники	1 етап	2 етап	3 етап	4 етап
$N^{mTFin} > N^{mTFof}$	+	+	+/- *	-
$AV_i^T \geq AV_{середньогауз}^T$	-	+/-	+/-	0
$S^{cont} > K^{mB}$	+	+	-	
$S^{cont} > p^{fInV}$	+	+/-	-	0
$p_i^{fInV} \geq p_{середньогауз}^{fInV}$	-	+/-	+/-	-

Примітка. Потрібно розглядати у сукупності з іншими сталими ознаками.

Джерело: авторське опрацювання.

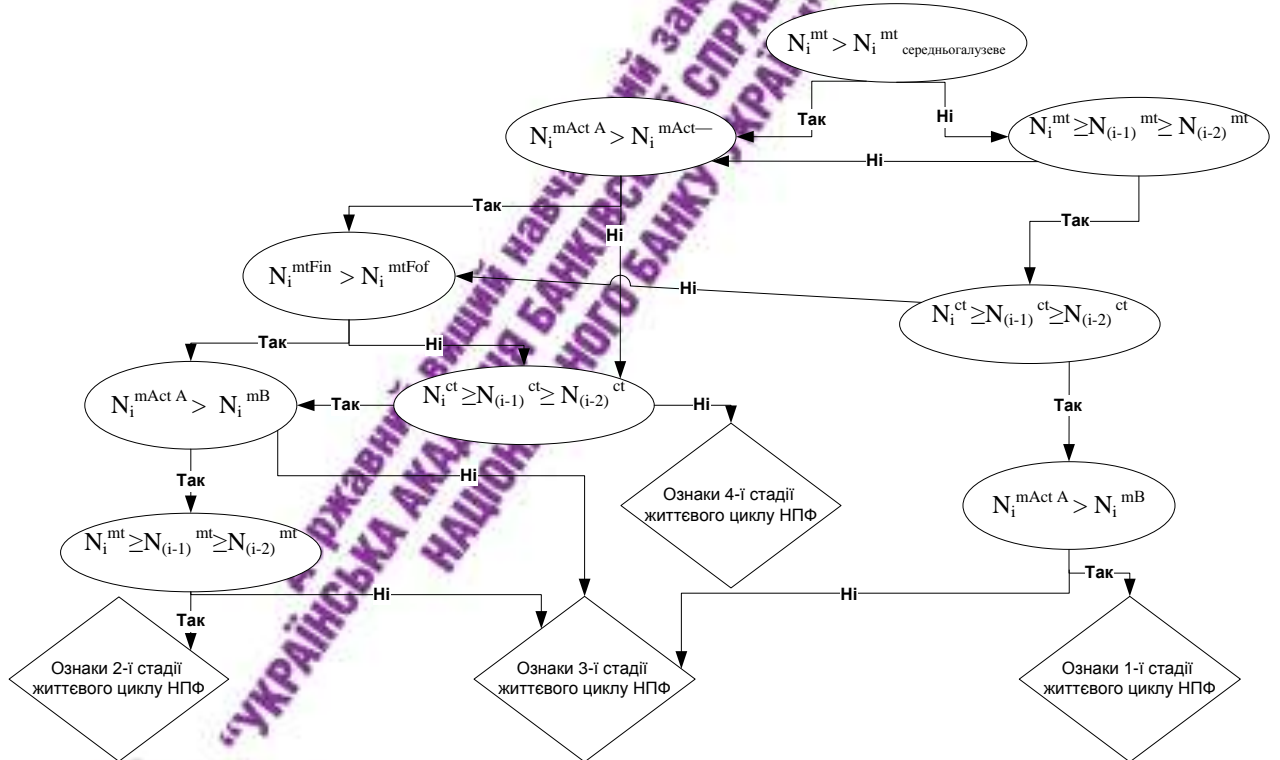


Рисунок 3.1 – Перший алгоритм визначення стадії життєвого циклу НПФ за показниками маркетингової групи

Авторська розробка.



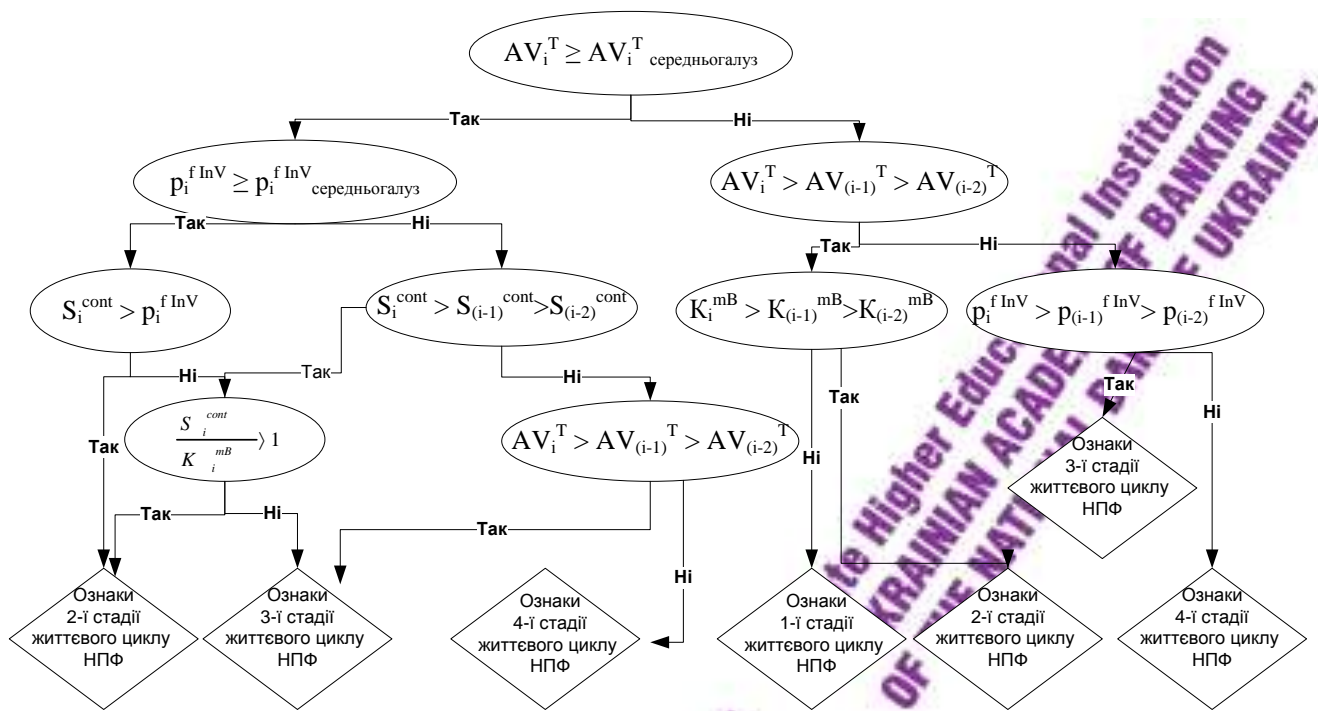


Рисунок 3.2 – Другий алгоритм визначення стадії життєвого циклу НПФ за показниками фінансової групи

Авторська розробка.

Отримані результати за алгоритмами слід трактувати наступним чином:

- алгоритм 1 попереджує про можливість настання такого етапу життєвого циклу для фонду, алгоритм 2 відображає його сучасне фінансове становище та відповідний йому етап життєвого циклу;

- краще визначення етапу ЕЖЦ НПФ за алгоритмом 1 сигналізує можливість швидкого виправлення ситуації; гірший результат, навпаки, сигналізує про загрозу для фонду у разі незмінності напряму поточної фінансової та маркетингової стратегії;

однаковий результат розрахунку за двома алгоритмами свідчить про стабільність ситуації у НПФ, що може бути як позитивною ознакою, так і негативною.

Практичне застосування алгоритмів для розрахунку ЕЖЦ НПФ перевірялося по 28 НПФ. Результати наведено у таблицях Е.1 та 3.3.

Таблиця 3.3 – Результати оцінки етапів життєвого циклу 28 НПФ станом на 01.01.2010

НПФ	Визначений результат		Загальний висновок	Рекомендація
	за алгоритмом 1	за алгоритмом 2		
НТ "ВНПФ "Приват-Фонд"	2	2	Етап розвитку	Ситуація стабільна, дотримуватись поточної стратегії
ВНПФ "Дельта»	3	2	Етап розвитку	Можливий перехід до 3 етапу, активізувати маркетингову стратегію
НТ "ВНПФ "НАДІЯ"	3	2	Етап розвитку	Те саме
НТ "ВНПФ "АРТА"	3	1	Становлення	Те саме
НТ "КНПФ "СОЦІУМ"	3	1	Становлення	Те саме
НТ "ВНПФ "Універсальний"	1	2	Етап розвитку	Ситуація стабільна, дотримуватись поточної стратегії
КНПФ "Стирол"	3	3	Настання зрілості	Ситуація стабільна, слід активізувати маркетингову стратегію
"ВНПФ "Європейський стандарт"	3	2	Етап розвитку	Можливий перехід до 3 етапу, активізувати маркетингову стратегію
НТ «ВНПФ «Фонд пенсійних заощаджень»	1	1	Становлення	Ситуація стабільна, дотримуватись поточної стратегії
ВНПФ "УкрсоцФонд»	2	2	Етап розвитку	Те саме
НТ «ВНПФ «ПРОФІТ»	3	1	Становлення	Можливий перехід до 3 етапу, активізувати маркетингову стратегію
НТ «ВНПФ «Автоальянс»	3	2	Етап розвитку	Можливий перехід до 3 етапу, активізувати маркетингову стратегію
ВНПФ «Причетність»	1	1	Становлення	Ситуація стабільна, дотримуватись поточної стратегії
ВПФ «Фармацевтичний»	4	2	Етап розвитку	Загроза ліквідації, потрібно переглянути маркетингову стратегію
НТ ВНПФ "Український пенсійний капітал"	1	2	Етап розвитку	Ситуація стабільна, дотримуватись поточної стратегії
НТ "ВНПФ "Перший національний відкритий пенсійний"	2	2	Етап розвитку	Те саме
НТ "ВНПФ "Аваль"	4	4	Ліквідація	Ліквідація фонду неминуча

Продовження таблиці 3.3

НПФ	Визначений результат		Загальний висновок	Рекомендація
	за алгоритмом 1	за алгоритмом 2		
ВНПФ "Україна"	1	2	Етап розвитку	Ситуація стабільна, дотримуватись поточної стратегії
НТ "ВНПФ "Всі"	3	3	Настання зрілості	Ситуація стабільна, слід активізувати маркетингову стратегію
НО «ВПФ «Соціальні Гарантії»»	1	2	Етап розвитку	Ситуація стабільна, дотримуватись поточної стратегії
НТ „НКПФ ВАТ „Укресімбанк”	1	2	Етап розвитку	Те саме
НТ "ВНПФ "Європа"	2	4	Ліквідація	Загроза ліквідації, потрібно переглянути маркетингову стратегію
НТ "ВНПФ "Форум"	1	1	Етап розвитку	Ситуація стабільна, дотримуватись поточної стратегії
НПФ ВПФ «ФріФ-лайт»	1	1	Етап розвитку	Ситуація стабільна, дотримуватись поточної стратегії
КНПФ Національний банк України	1	2	Етап розвитку	Ситуація стабільна, дотримуватись поточної стратегії

Джерело: складено на підставі розрахунків, наведених у табл.. Е.1.

Нами розроблено алгоритми визначення ЕЖЦ, які базуються на врахуванні як абсолютних значень показників, що характеризують фінансову, інвестиційну діяльність НПФ та визначають якість маркетингової діяльності, так і на врахуванні динаміки їх зміни. Обґрунтовується такий розподіл ЕЖЦ різницею у інвестиційних цілях та різноманітністю методів їх досягнення окремо на кожній стадії. Ми пропонуємо здійснювати цю процедуру з метою подальшої розробки системи критеріїв для адекватного оцінювання показників діяльності НПФ. Розробка ефективної фінансової стратегії НПФ у подальшому буде здійснено з урахуванням відповідного ЕЖЦ.



3.2 . Фінансові стратегії ефективного управління залученням і використанням коштів НПФ

Дослідження і формування науково-методичного підходу до визначення фінансового стану НПФ з метою формалізувати вибір відповідних фінансових стратегій ми здійснювали спираючись на розроблені Держфінпослуг Критерії оцінки фінансового стану недержавного пенсійного фонду [63] та з урахуванням наступних характеристик роботи недержавного пенсійного фонду: зрілість НПФ; ступінь активності учасників та вкладників НПФ; ступінь плинності учасників НПФ; сума заборгованості зі сплати пенсійних внесків до НПФ; розмір витрат на обслуговування НПФ.

Для формування загального підходу до вибору фінансової стратегії НПФ ми використали положення, визначені у Критеріях оцінки фінансового стану недержавного пенсійного фонду [63] і прийняли до уваги наступні параметри діяльності фонду:

- 1) надійність функціонування (загальна, абсолютна та поточна платоспроможність; рівень диверсифікації пенсійних активів);
- 2) економічна ефективність діяльності (зростання ЧВОПВ, прибутковість інвестування пенсійних активів);
- 3) ліквідність пенсійних активів (поточна та планова ліквідність);
- 4) зворотність пенсійних накопичень учасників (здатність НПФ виконати зобов'язання перед учасниками по виплаті (передачі) коштів при умовно одночасному розриві пенсійних контрактів і договорів про виплату пенсій).

Для даного дослідження важливим аспектом є те, що в основі всіх розрахунків лежить прогноз строків та розмірів виконання головних зобов'язань фонду перед учасниками. Про те, яким чином фонд може регулювати цей процес, буде викладено у розділі 3.3. Розмір головних зобов'язань НПФ впливає на поточну та планову ліквідність фонду та на економічну ефективність діяльності наступним чином: *чим більше частка поточних головних зобов'язань у сукупних*

пасивах, тим більш ліквідними повинні бути активи та тим нижче буде прибутковість від їх інвестування.

До показників, що характеризують стан загальної платоспроможності, відноситься наявність та зростання суми заборгованості по виплатах за всіма пенсійними схемами; по перерахуванню пенсійних коштів; по нарахованих, але не здійснених виплатах фонду та зростання заборгованості по внесках за всіма пенсійними схемами. Лише останній показник є об'єктивним для НПФ і не завжди залежить від його діяльності. Проте, якщо фонд застосовує стратегію збільшення кількості учасників при відносно низькому нарощуванні суми активів, то ймовірність погіршення загальної платоспроможності по останньому показнику зростає.

Поточна платоспроможність оцінюється із припущення, що сума грошових коштів та їх еквівалентів забезпечує покриття всіх поточних зобов'язань фонду на певну дату. Тобто найбільш ліквідні активи – грошові кошти, повинні зростати у структурі сукупних активів НПФ по мірі настання етапу зрілості. Як правило, це строкові депозитні рахунки в банках. Отже частка депозитів повинна зростати по мірі збільшення поточних головних зобов'язань фонду, що є ознакою наближення третього етапу його життєвого циклу. Ще одним джерелом забезпечення поточної платоспроможності є надходження регулярних пенсійних внесків. Їх постійне зростання забезпечить високу платоспроможність НПФ у разі перевищення їх загальної суми над загальними пенсійними виплатами.

З огляду на вищезазначене робимо висновок, що ліквідні активи складаються з пенсійних внесків та грошових коштів на поточних (не більше 5 % у сукупній структурі активів) та депозитних рахунках у банківських установах (не більше 40% у сукупній структурі активів). Якщо поточні головні зобов'язання перевищують 45 % (40%+ 5%) (що можливо при настанні 3-го етапу життєвого циклу), то різницю потрібно компенсувати нарощуванням суми пенсійних внесків (можливе повернення до другого етапу) або в іншому випадку відбудеться перехід до четвертого етапу. Для того, щоб витримувався актуар-

ний баланс, НПФ необхідно слідкувати за додержанням наступного співвідношення:

$$ПВ + ГК \geq ПЗ, \quad (3.1)$$

де $ПВ$ – загальна сума пенсійних внесків, що надійшли на певну дату;

$ГК$ – сума грошових коштів та їх еквівалентів, що є в наявності на поточних (окрім пенсійних внесків) та депозитних рахунках на певну дату.

$ПЗ$ – поточні зобов'язання фонду на певну дату (складаються з головних та другорядних зобов'язань).

Розглянемо особливості формування активів на кожному ЕЖЦ НПФ. Для першого етапу характерною особливістю є малий грошовий потік та розмір залучених пенсійних внесків; виникнення поточних головних зобов'язань носить випадковий характер і їх розмір, як правило, є незначним. Основна частка у сукупних поточних зобов'язаннях припадає на другорядні. Накопичених коштів для диверсифікації активів у НПФ ще недостатньо, тому наявні фінансові ресурси розміщуються на депозитних рахунках у банківських установах. На цьому етапі поточна платоспроможність фонду є достатньою.

На другому етапі життєвого циклу ймовірність виникнення непрогнозованих головних поточних зобов'язань є вищою ніж на першому, проте особливої загрози для НПФ це не становить. Пенсійні внески надходять регулярно і в достатній кількості, тому поточні головні зобов'язання можуть покриваються за їх рахунок. Для цього випадку актуарний баланс досягається за умови дотримання наступної нерівності:

$$ПВ \geq ПЗ. \quad (3.2)$$

У цьому випадку доцільно скорочувати частку високоліквідних активів та збільшувати низьколіквідні з метою поліпшення економічного ефекту від інве-

стиційної діяльності та з метою збільшення вартості фінансових інструментів у довгостроковому періоді. Така стратегія поліпшує загальний економічний ефект від інвестиційної діяльності та збільшує вартість фінансових інструментів у довгостроковому періоді.

На третьому етапі життєвого циклу виникає значне фінансове навантаження на фонд у вигляді значної частини прогнозованих поточних головних зобов'язань та частини непрогнозованих, яку фонд повинен мінімізувати. Частка поточних головних зобов'язань у сукупній структурі пасивів повинна бути обмеженою розміром високоліквідних активів, що покривають такі зобов'язання. У зв'язку з цим виникає необхідність у формуванні другого портфеля, який містить активи, що формуються для виплати пенсій на визначений строк.

Формування другого портфеля вимагає точного прогнозування строків конвертації інвестиційних інструментів короткострокового характеру у грошові кошти у відповідності до прогнозованої частини пенсійних виплат. Це дуже кропітка аналітична робота, яка потребує фінансової освіти належної якості від фахівців, що підвищує загальні витрати на обслуговування діяльності НПФ. Активи другого портфеля не можуть бути ризиковими, а тому високоприбутковими. Основна мета інвестування – зберегти кошти від знецінення у наслідок ринкових коливань вартості цих активів та інфляції. Непрогнозована частина повинна покриватися за рахунок грошових коштів та їх еквівалентів.

Для підтримання подальшої життєздатності фонду та для уникнення настання четвертого етапу життєвого циклу частка поточних головних зобов'язань у сукупній структурі пасивів повинна мати обмеження. Сукупний розмір поточних зобов'язань НПФ має відповідати умові (3.3), яка є логічним продовженням умови (3.1):

$$\sum ПЗ_i \leq (\sum A_i) \cdot 0,45 + \sum ПВ_i, \quad (3.3)$$

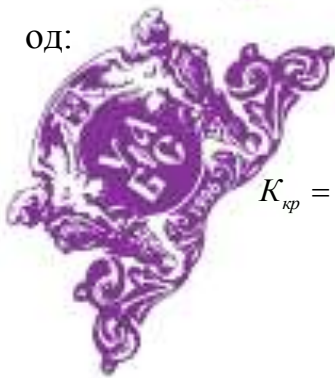
де $\sum A_i$ – сукупний розмір активів НПФ у грошовому еквіваленті їх сукупної вартості на звітну дату.

Грошові кошти та їх еквіваленти, ймовірну структури яких ми вже розглянули, можуть міститися у сукупному портфелі НПФ у частці, що не перевищує 45 % (40% + 5%) від сукупної суми активів, тому поточні зобов'язання фонду не повинні перевищувати 45% від загальної структури активів, збільшений на очікувану суму пенсійних внесків, яка надходить до фонду. Перевищення ліміту (3.3) призведе до погіршення надійності функціонування НПФ.

Економічна ефективність діяльності НПФ оцінюється динамікою значень у часі ЧВОПВ, прибутковістю інвестування пенсійних активів.

Динаміка змін чистої вартості одиниці пенсійних внесків (ЧВОПВ) повинна бути завжди позитивною незалежно від ЕЖЦ НПФ. Чим вище цей показник, тим вища ефективність інвестиційної політики пенсійного фонду. Оцінка прибутковості інвестування активів НПФ повинна проводитись з урахуванням рівня доходності фінансових інструментів не лише у номінальному, але і реальному вимірі, тобто з урахуванням індексу інфляції. Порівнювати реальну доходність потрібно з середньою ставкою відсотків по депозитах за відповідний період. Звісно, якщо індекс інфляції перевищує середню депозитну ставку, то він приймається за еталон. Якщо договором про управління активами передбачене зобов'язання по забезпеченню мінімальної прибутковості, то еталонним є найбільший з наступних показників: індекс інфляції, середня ставка відсотка по депозитах, договірна мінімальна прибутковість.

З метою оцінки результативності діяльності НПФ порівнюється коефіцієнт реального доходу пенсійного фонду за звітний період. Він розраховується як темп росту ЧВОПВ, відкоригований на індекс інфляції за відповідний період:



$$K_{кр} = \left[\frac{ЧВО_i}{ЧВО_{i-1} \times I} - 1 \right] \times 100, \quad (3.4)$$

де $K_{кр}$ – показник реального доходу пенсійного фонду за звітний період, %;

$ЧВОПВ_i$ – чиста вартість одиниці пенсійних внесків пенсійного фонду на кінець звітного періоду;

$ЧВОПВ_{i-1}$ – чиста вартість одиниці пенсійних внесків пенсійного фонду на початок звітного періоду;

I – індекс споживчих цін (рівень інфляції) в Україні (зростання або зниження у процентному вираженні) за звітний період.

Якщо $K_{кр} \leq 0$, то знижується реальне значення ЧВОПВ і має місце реальна збитковість від інвестування активів НПФ. Це означає, що інвестиційна політика КУА була неефективною, бо не зуміла забезпечити інфляційної захищеності пенсійних внесків.

На першому етапі життєвого циклу НПФ, поки обсяг фінансових ресурсів недостатній для високого рівня диверсифікації активів і кошти розміщуються переважно на банківських рахунках, значення показника реального доходу достатньо підтримувати на рівні реальної середньої ставки відсотка по депозитах:

$$K_{кр} \geq R_{dep} \quad (3.5)$$

де R_{dep} – реальна середня ставка відсотка по депозитах.

Реальна ставка відсотка по депозитах отримується шляхом коригування середньої ставки відсотка за період, що аналізується, у відповідній валюті і за відповідний термін на індекс інфляції за цей період.

Для другого етапу життєвого циклу важливо досягнути максимальної ефективності від інвестиційної діяльності, тому критерії оцінки результату діяльності НПФ є жорсткішими.

Згідно з вимогами, представленими у Критеріях оцінки фінансового стану недержавного пенсійного фонду [63], трактування значення $K_{кр}$ як достатнього, знаходиться в межах $K_{кр} \geq 5\%$. На нашу думку встановлювати строго фіксовані значення цього параметру недоцільно. Потрібно забезпечити адаптивність його значення у нестабільному економічному середовищі і до зовнішніх умов, які можуть весь час змінюватися. В даному випадку ми вважаємо, що встановлене значення 5% є недостатньо обґрунтованим і тому може бути як заниженим, так і завищеним. Наприклад, за даними інтернет-видання UTRO.ua в 2009 році середня ставка по річних депозитах дорівнювала 22 % а рівень інфляції 12,3 % [46]. Визначимо, що реальна ставка по депозитах за цей період складала 9,7 % (22%, зменшені на рівень інфляції 12,3 %). В цьому випадку значення $K_{кр}$ повинне бути не менше ніж 9,7 %. В умовах високих інфляційних процесів, коли навіть відсоткова ставка по депозитах не покриває інфляційні втрати, для НПФ 2-го етапу життєвого циклу достатньо забезпечити значення $K_{кр} \geq 0$. Тому ми пропонуємо наступний критерій оцінки економічної ефективності інвестиційної діяльності НПФ, який визначається наступною інтеграційною моделлю:

$$\begin{cases} K_{кр} \geq R_{dep}; \\ K_{кр} \geq 0 \end{cases} \quad (3.6)$$

На третьому етапі життєвого циклу у НПФ є необхідність у формуванні двох портфельів, тому оцінку інвестиційної діяльності потрібно давати окремо по кожному з них. Для «першого портфеля», який призначений для виконання майбутніх пенсійних зобов'язань, оцінка робиться аналогічно до інвестиційного портфеля НПФ другого життєвого циклу. Для «другого портфеля», який призначається для забезпечення пенсійних зобов'язань, строк виконання яких вже настав, оцінка інвестиційної діяльності проводиться аналогічно до портфеля НПФ першого життєвого циклу.

Оцінка ліквідності НПФ на будь-якій стадії життєвого циклу проводиться за загальноприйнятими фінансовими показниками і повинна відповідати вста-

новленим нормативам: коефіцієнт кислотного тесту повинен бути в межах 1,0; коефіцієнт покриття в межах 1,0-2,0. Проте, залежно від етапу життєвого циклу НПФ, грошовий еквівалент цієї ліквідності на кожному ЕЖЦ НПФ буде свій (3.7). Найнижчим він буде на другому, найвищим – на третьому, тому що ліквідність оцінюється за обсягом грошових коштів пенсійних активів та поточних надходжень внесків для виконання головних зобов'язань, які є різними на кожному етапі.

$$L_1 = KUV \times CCB, \quad (3.7)$$

де L_1 – грошовий вимір поточної ліквідності на певну дату;

KUV – кількість учасників, що набули право на отримання пенсійних виплат, подали заяву на переведення коштів до іншого пенсійного фонду;

CCB – середня сума виплат (переведених коштів) на користь одного учасника.

Поточна ліквідність вважається достатньою, коли на дату складання звітності сума грошових коштів та їх еквівалентів, необхідних для здійснення передбачених законодавством виплат, а також переведення коштів учасника до пенсійного фонду, є більшою ніж розмір поточних зобов'язань НПФ (головних та другорядних) (3.8):

$$L_1 \geq GK, \quad (3.8)$$

де GK – грошові кошти та їх еквіваленти (форма №1 «Баланс» р. 230+р. 240).

Важливо забезпечити не лише поточну ліквідність на певну дату складання звітності, а й оцінити планову ліквідність. Планова ліквідність характеризує достатність на певну дату суми грошових коштів та їх еквівалентів, *про-*

гнозованих надходжень у вигляді пенсійних внесків та інвестиційного доходу, необхідних для покриття поточних головних зобов'язань НПФ та прогнозованих виплат учасникам. Різниця між поточною і прогнозованою ліквідністю полягає саме в частині прогнозованих надходжень і витрат, які є дуже важливим аспектом при розробці інвестиційної стратегії НПФ. Прогнозована ліквідність також оцінюється за наявністю необхідного обсягу коштів для позапланових виплат (3.9).

$$L_2 = \frac{(ГК + ППВ + ПД)}{(СПВ + СЗВ)}, \quad (3.9)$$

де L_2 – планова ліквідність на певну дату;

$ППВ$ – прогнозовані пенсійні внески (форма НПФ-5, р. 190 за кожною пенсійною схемою);

$ПД$ – прогнозований інвестиційний дохід;

$СПВ$ – обсяг суми запланованих виплат (форма НПФ-5, р. 200 за кожною пенсійною схемою);

$СЗВ$ – сума заборгованості по виплатах по всіх пенсійних схемах (форма НПФ-5, р. 180 за кожною пенсійною схемою).

Показник планової ліквідності фонду вважається достатнім, якщо сума коштів у вигляді прогнозованої суми внесків та грошових еквівалентів перевищує суми, необхідні для здійснення поточних та прогнозованих виплат (переведення коштів) учасникам у строки, передбачені законодавством: $L_2 \geq 1$.

Умовно абсолютна зворотність пенсійних коштів є заключним критерієм оцінки фінансової стратегії ефективного управління залученням і використанням коштів НПФ. Важливість цього показника полягає в оцінці спроможності НПФ покрити зобов'язання перед всіма учасниками фонду, у розмірі не менше суми пенсійних внесків, сплачених на їх користь, за рахунок коштів, одержаних фондом від умовного продажу всіх пенсійних активів на звітну дату.

Складність розрахунку показника умовної абсолютної зворотності пенсійних активів полягає в моделюванні умовної ліквідації фонду у випадку одночасного розірвання всіх пенсійних контрактів. Важко розрахувати суму коштів, яку може одержати НПФ від переведення одночасно всіх інвестиційних інструментів у їх грошовий еквівалент, тому активи доцільно оцінювати за їх чистою вартістю (3.10):

$$ЧВА > ЗСПВ, \quad (3.10)$$

де *ЧВА* – чиста вартість активів пенсійного фонду на певну дату;
ЗСПВ – умовно зворотна сума пенсійних внесків на певну дату.

Допустима нижня межа ЗСПВ розраховується як зобов'язання перед учасниками у частині сум пенсійних внесків, сплачених на їх користь без врахування інфляційних втрат. Тому лише на першому етапі життєвого циклу допускається нестрога нерівність:

$$ЧВА \geq ЗСПВ. \quad (3.11)$$

Отже, керуючись інтересами підвищення ефективності функціонування НПФ, необхідно створити оптимальний механізм вирішення задач поліпшення управління фондом, який поєднує досягнення цілей по формуванню та використанню фінансових ресурсів з можливістю мінімізації ризиків, що виникають на кожному етапі життєвого циклу. Проведене дослідження дозволило отримати теоретичні узагальнення стосовно фінансових стратегій НПФ та розробити основні критерії стабільного розвитку НПФ, корисні для формування їм фінансової стратегії на різних ЕЖЦ, які подано в таблиці 3.4.



Таблиця 3.4 – Склад і структура критеріїв стабільного розвитку НПФ на різних етапах його життєвого циклу

Критерії стабільного розвитку НПФ	Вимоги до показників відповідно до етапу життєвого циклу НПФ		
	1 етап	2 етап	3 етап
Надійність функціонування	$ПВ + ГК \geq ПЗ$	$ПВ \geq ПЗ$	$\sum ПЗ_i \leq (\sum A_i) \cdot 0,45 + \sum ПВ_i$
Економічна ефективність діяльності	$K_{кр} \geq R_{дер}$	$\begin{cases} K_{кр} \geq R_{дер}; \\ K_{кр} \geq 0 \end{cases}$	Перший портфель: $K_{кр} \geq R_{дер}$. Другий портфель: $\begin{cases} K_{кр} \geq R_{дер}; \\ K_{кр} \geq 0 \end{cases}$
Ліквідність пенсійних активів	$L1 \leq ГК$ $L2 \geq 1$	$L1 \leq ГК$ $L2 \geq 1$	$L1 \leq ГК$ $L2 \geq 1$
Зворотність пенсійних накопичень	$ЧВА \geq ЗСПВ$	$ЧВА > ЗСПВ$	$ЧВА > ЗСПВ$

Джерело: власне опрацювання автора.

Використання комплексних критеріїв стабільного розвитку НПФ для формування фінансової стратегії НПФ на практиці передбачає наступні етапи:

1. Розмежування ЕЖЦ НПФ за двома алгоритмами.

Обґрунтовується такий розподіл ЕЖЦ різницею у інвестиційних цілях та різноманітністю методів їх досягнення окремо на кожній стадії. Ми пропонуємо здійснювати цю процедуру з метою розробки системи критеріїв для адекватного оцінювання показників діяльності НПФ.

2. Визначення набору параметрів, які характеризують виявлений ЕЖЦ.

Параметри стосуються надійності функціонування, економічної ефективності діяльності, ліквідності пенсійних активів та зворотності пенсійних накопичень.

3. Встановлення актуарного балансу між максимізацією доходів від інвестування фінансових ресурсів НПФ та часткою головних зобов'язань фонду, яка визначає поточний рівень ліквідності.

Критерії стабільного розвитку НПФ на різних ЕЖЦ розроблені з урахуванням наступних вимог:

1) забезпечення збільшення надходжень грошових коштів за рахунок залучення учасників та вкладників;

2) максимізація доходності по розміщенню і інвестуванню фінансових активів при дотриманні правила мінімізації ризику.

Такий підхід дозволяє вирішити завдання по дотриманню балансу між залученням і використанням фінансових ресурсів недержавними пенсійними фондами.

Результати оцінки поточної фінансової стратегії з урахування ЕЖЦ для різних досліджуваних фондів подано в таблиці 3.5. (визначення стадії життєвого циклу було здійснено в параграфі 3.1 за алгоритмом 2).

Розрахунки показали, що загальна оцінка поточної фінансової стратегії може бути наступного рівня: «відмінна» – всі критерії витримано; «добра» – не дотримано перший критерій (див. таблиця 3.5); «задовільна» – не дотримано один з другого, третього або четвертого критеріїв; «погана» – не дотримано два або більше критеріїв з першого по четвертий. Загальні критерії фінансового розвитку НПФ використовуються для визначення поточної фінансової стратегії, якої слід дотримуватись з точки зору її ефективності та для виявлення вузьких місць поточного фінансового стану НПФ. Користування запропонованими автором критеріями буде корисним потенційним учасникам НПФ при прийнятті рішення стосовно вибору НПФ для пенсійних заощаджень.

Запропоновані автором комплексні критерії фінансового розвитку НПФ можуть бути використані для розробки фінансової стратегії управління залученням і використанням коштів НПФ, та мають наступні переваги:

1. Адаптивність. Гнучкість застосування критеріїв у відповідності до індивідуальних умов функціонування кожного окремого НПФ та до змін його етапів розвитку під впливом зовнішньоекономічних чинників.

2. Комплексність. Критерії враховують оптимізацію ключових напрямків діяльності НПФ: надійність функціонування, економічна ефективність, ліквідність активів, зворотність пенсійних накопичень, тому їх можна використовувати

вати для розробки фінансових стратегій у відповідності до інвестиційної політики НПФ.

3. Практичне застосування. Критерії містять оцінку ключових показників, які відображають складові агрегованих статей активів і пасивів балансу НПФ, а також ґрунтуються на показниках загальноприйнятої звітності із застосуванням вимог регуляторів пенсійного ринку.

Таблиця 3.5 – Оцінка фінансового стану окремих недержавних пенсійних фондів у 2009 році

Критерій оцінки фінансового стану НПФ	ВНПФ «Фармацевтичний»	НПФ ВПФ «Фрі-Флайт»	КНПФ НБУ	НТ КНПФ «Брокбізнескапітал»
Стадія життєвого циклу НПФ станом на 01.01.2010	2	1	2	2
Розмір пенсійних внесків за 2009 р (тис. грн.)	233,0	-	235934,8	1735,2
Розмір пенсійних виплат за 2009 р (тис.грн.)	494,7	-	21658,2	250,2
Надійність функціонування	Низька	Стабільна	Висока	Висока
Чиста вартість одиниці пенсійних внесків у 2009 році, грн.	1,28	1,02	1,53	1,2
Чиста вартість одиниці пенсійних внесків у 2008 році, грн.	0,96	0,99	1,17	1,12
Реальний дохід НПФ за 2009 рік (індекс споживчих цін у 2009 році – 12,3%)	18,7%	0,92 %	16,4%	0,89 %
Економічна ефективність діяльності (середня ставка по депозитах на рік у грн. – 14,7%)	Висока	Низька	Висока	Низька
Ліквідність пенсійних активів	Висока	Достатня	Висока	Достатня
Абсолютно умовна зворотність пенсійних накопичень	Забезпечена	Незабезпечена	Забезпечена	Забезпечена
Загальна оцінка	Добра	Погана	Відмінна	Задовільна

Джерело: побудовано за даними таблиць 3.3, 3.4, Е.1.

Аналогічно критеріям оцінки фінансового стану НПФ на відповідному етапі його життєвого циклу, фінансовий розвиток НПФ автор також пропонує поділити на наступні стадії: *становлення, зростання, стабілізація, гальмування*. Вочевидь, що фінансова стратегія НПФ повинна визначатися виходячи з того, на якій стадії розвитку, зокрема фінансового розвитку, він знаходиться. Економічна інтерпретація стадій фінансового розвитку представлена в таблиці 3.6.

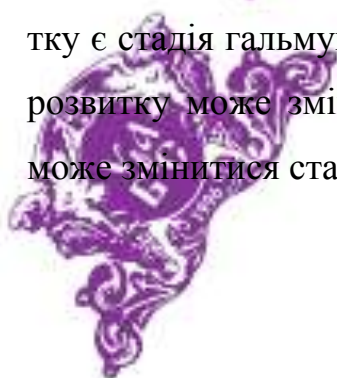
Таблиця 3.6 – Економічна інтерпретація стадій фінансового розвитку

Стадія фінансового розвитку	Економічна інтерпретація	Пріоритетні сфери фінансового розвитку
Становлення та зростання	Визначення цілей і напрямів фінансового розвитку. Найкраща стадія фінансового розвитку: НПФ успішно розвивається, зростає ЧВА, ефективно розподіляються фінансові ресурси.	Аналіз фінансового середовища. Прискорений ріст потенціалу формування фінансових ресурсів НПФ
Стабілізація	НПФ розвивається епізодично, зростання ЧВА відбувається повільними темпами	Забезпечення ефективного розподілу і використання фінансових ресурсів НПФ
Гальмування	Діяльність НПФ залежить від зовнішніх чинників. ЧВА скорочується. Фінансові потоки нестабільні	Формування достатнього рівня безпеки підприємства.

Джерело: побудовано автором на підставі [21, 27, 137].

Фінансові стратегії, відповідно до попередньо визначених нами особливостей їх функціонування, бувають наступних видів: «прискорений ріст», «обмежене зростання», «скорочення». Основні характеристики зазначених стратегій відповідають характеристикам, представленим у таблиці 3.7.

Аналогічно до трактування ЕЖЦ, небажаною стадією фінансового розвитку є стадія гальмування, тобто спад фінансового розвитку. Стадія фінансового розвитку може змінюватися непослідовно. Так, наприклад стадія стабілізація може змінитися стадією гальмування чи, навпаки, розвитком.



Таблиця 3.7 – Характеристика фінансових стратегій НПФ з урахуванням комплексної оцінки їх діяльності

Головна фінансова стратегія	Стадія життєвого циклу НПФ	Загальна оцінка фінансового стану НПФ	Стадія фінансового розвитку
Прискорений ріст	Формування, становлення, розвиток	Відмінна, добра	Становлення зростання
Обмежене зростання	Формування, становлення, розвиток, зрілість	Добра, задовільна	Зростання, стабілізація
Скорочення	Розвиток, зрілість	Задовільна, погана	Стабілізація, гальмування

Джерело: побудовано автором на підставі табл. 3.1, 3.2, 3.5, 3.6.

Діагностування стадії фінансового розвитку допоможе визначити яку стратегію треба обрати. З цією метою пропонуємо використовувати матрицю фінансових стратегій Франсона-Романе, розглянуту у пп. 2.3. Алгоритм визначення фінансової стратегії наступний:

1. Визначаємо стадію фінансового розвитку НПФ.

Квадрант 1, як правило, притаманний для НПФ на першому ЕЖЦ НПФ, у яких політика формування і розподілу фінансових ресурсів є вдалою і відповідає комплексним оптимізаційним критеріям формування фінансової стратегії. НПФ має дуже низьку потребу у ліквідних активах та одночасно достатній обсяг ресурсів для довгострокового інвестування. Основним джерелом приросту фінансових ресурсів є інвестиційний приріст активів, оскільки $РГД \gg 0$ (рис. 3.3).

2. Аналізуємо вплив зовнішніх і внутрішніх чинників на фінансову та господарську діяльність НПФ.

Потреба у ліквідних активах буде зростати, по мірі переходу до наступного ЕЖЦ НПФ, тому потрібно вирішити яким шляхом розвиватися далі: або дотримуватися стратегії прискореного розвитку і зміститися до квадранту 4, або змінити стратегію на *обмежене зростання* у випадку негативного впливу зовнішніх чинників.

3. Обираємо найкращу стратегію, яку можна досягти при тих умовах, що склалися.

За другим сценарієм ми повинні змінити стратегію на *обмежене зростання*. Тут можливі такі варіанти: при понижених обсягах потреби у ліквідний активах це може бути квадрант 2, при необхідності їх нарощування і відсутності недостатнього обсягу якісного приросту активів – квадрант 7 (рис 3.3).

Стадія фінансового розвитку	Зростання	Стабілізація	Гальмування	Головна фінансова стратегія
	РФД << 0	РФД = 0	РФД >> 0	
РГД >> 0 *	1	4	6	Прискорений ріст
РГД = 0	7	5	5	Обмежене зростання
РГД << 0	9	8	3	Скорочення

Рисунок 3. 3 – Матриця формування фінансової стратегії НПФ на прикладі квадранта 1.

Примітка. Знак >> або << означає, що значення набагато більше 0, що є суб'єктивною ознакою і залежить від індивідуальних характеристик НПФ та суб'єктивної думки аналітика, незначне значення РГД та РФД прирівнюється до 0.

Джерело: розроблено автором.

Проаналізуємо стадії фінансового розвитку і визначимо головну фінансову стратегію для НПФ «Фармацевтичний». Розрахунок необхідних показників подано у таблиці 3.9.

Таблиця 3.9 – Розрахунок результатів фінансово-господарської діяльності ВПФ «Фармацевтичний»

Результативні показники	Позначення	Роки аналізу				
		2005	2006	2007	2008	2009
Прибуток до розподілення на індивідуальних рахунках.	П	(-80,8)	140,5	2125,5	(-3530)	2315
Зміна дебіторської заборгованості за період.	ΔДЗ	-	168,5	2625,7	(-2691)	356

Продовження таблиці 3.9

Зміна кредиторської заборгованості за період.	ΔКЗ	37,8	(-37,8)	3,9	87	(-87)
Короткострокові фінансові вкладення та інші оборотні активи окрім грошових коштів.	ΔФВ _{кор}	-	-	-	-	-
Виробничі інвестування за період.	ВІ	-	364,8	-	-	-
Звичайний продаж майна.	ЗПМ	-	-	-	-	-
Приріст довгострокових фінансові вкладення за період.	ΔФВ _{довг}	1618,3	861,3	1664,5	(-455)	2146
Виробничі інвестування за період.	ВІ	-	364,8	-	-	-
Доходи від довгострокових фінансових вкладень.	ДФВ _{довг}	55,4	293,8	604,6	871	837
Результат господарської діяльності.	РГД	(-43)	(-430,6)	(-496,3)	(-926)	1872
Результат фінансової діяльності.	РФД	(-1525,1)	(-605,3)	(-1056)	1413	(-1396)
Результат фінансово-господарської діяльності	РФГД	(-1568,1) < 0	(-1035,9) < 0	(-1552,3) < 0	487 > 0	476 > 0
Логічне значення РГД	-	РГД = 0	РГД << 0	РГД << 0	РГД << 0	РГД >> 0
Логічне значення РФД	-	РФД << 0	РФД << 0	РФД << 0	РФД >> 0	РФД << 0
Номер квадранта	-	7	9	9	3	1

Джерело: розрахунки автора на підставі [122].

Графічну інтерпретацію отриманих результатів подано на рис. 3.4

Стадія фінансового розвитку	Зростання РФД << 0		Стабілізація РФД = 0		Гальмування РФД >> 0		Головна фінансова стратегія
	РГД >> 0	1	2009	4		6			Прискорений ріст
РГД = 0	7	2005	2		5		Обмежене зростання
РГД << 0	9	2006 2007	8		3	2008	Скорочення

● → — фактична модифікація фінансової стратегії; ● - - ► — прогнозована модифікація.

Рисунок 3.4 – Матриця модифікування фінансової стратегії

ВПФ «Фармацевтичний»

Джерело: побудовано автором на підставі табл. 3.7.

Спрямування частини фінансових ресурсів в об'єкт нерухомості на тлі незначного прибутку та значного зростання дебіторської заборгованості погіршило ліквідність активів та вплинуло на стадію фінансового розвитку підприємства у 2006 році (переміщення у 9 квадрант). За рахунок того, що НПФ «Фармацевтичний» продовжував накопичувати дебіторську заборгованість та нарощувати довгострокові фінансові вкладення у 2007 році фінансове становище НПФ не поліпшилось. Хоча, на відміну від звичайного підприємства, НПФ може більш тривалий час успішно переживати брак фінансових ресурсів, особливо на першому ЕЖЦ НПФ, проте такий кризовий період не може тривати довго. Для подолання кризового стану, підсиленого початком фінансової кризи 2008 р., НПФ довелося зменшити частку довгострокових фінансових вкладень, що позначилося на позитивному значенні РФД та РФГД в цілому. Тому, зважаючи на значні збитки 2008 р., стадія фінансового розвитку ВНПФ «Фармацевтичний» характеризується як стадія «гальмування», а фінансова стратегія, як стратегія «скорочення». В наступному році фінансове становище НПФ стабілізується. З матриці ми бачимо, що вдалося повернутися до подальшого фінансового розвитку. Враховуючи сучасний стан фінансового розвитку ВНПФ «Фармацевтичний», найбільш вдалою фінансовою стратегією на найближчий період є «*прискорений ріст*», якій відповідають квадрантам 1, 4 та 6 та підтверджується розрахунками, наведеними в таблиці 3.5.

Подібні розрахунки були проведені для КНПФ Національного банку України, НПФ ВПФ ФріФлайт та НТ КНПФ «Брокбізнескапітал» (рис. 3.5, 3.6, 3.7), які показують, що всі досліджені нами НПФ діють в межах стратегії обмеженого зростання та прагнуть змінити її на стратегію прискореного росту. Показники для розрахунку за кожним фондом наведено в таблицях Ж.1, Ж.2, Ж.3. За допомогою побудованих матриць можна прогнозувати майбутнє фінансове становище НПФ та будувати стратегію комплексного використання усіх фінансових ресурсів, направлену на досягнення стратегічної мети діяльності НПФ, яка є пріоритетною на даному етапі розвитку НПФ. В межах даної матриці можна розглядати проблему співвідношення мети і ресурсів розвитку НПФ у ди-

наміці, реалізуючи можливість модифікувати фінансову стратегію як в бік фінансового розвитку, так і в бік стабільного зростання, спрямувавши зусилля на пріоритетні сфери фінансового розвитку, через зміни важливих параметрів функціонування підприємства.

Стадія фінансового розвитку	Зростання	Стабілізація	Гальмування	Головна фінансова стратегія
	РФД << 0	РФД = 0	РФД >> 0	
РГД >> 0	1	4	6	Прискорений ріст
РГД = 0	7	2	5	Обмежене зростання
РГД << 0	9	8	3	Скорочення

● → – фактична модифікація фінансової стратегії; ● - → – прогнозована модифікація.

Рисунок 3.5 – Матриця модифікації фінансової стратегії

НПФ ВПФ «ФріФлайт»

Джерело: побудовано на підставі даних табл. Ж.1.

Стадія фінансового розвитку	Зростання	Стабілізація	Гальмування	Головна фінансова стратегія
	РФД << 0	РФД = 0	РФД >> 0	
РГД >> 0	1	4	6	Прискорений ріст
РГД = 0	7	2	5	Обмежене зростання
РГД << 0	9	8	3	Скорочення

● → – фактична модифікація фінансової стратегії; ● - → – прогнозована модифікація.

Рисунок 3.6 – Матриця модифікації фінансової стратегії КНПФ НБУ

Джерело: побудовано на підставі даних табл. Ж.2.

Стадія фінансового розвитку	Зростання	Стабілізація	Гальмування	Головна фінансова стратегія
	РФД << 0	РФД = 0	РФД >> 0	
РГД >> 0	1	4	6	Прискорений ріст
РГД = 0	7	2	5	Обмежене зростання
РГД << 0	9	8	3	Скорочення

— фактична модифікація фінансової стратегії; — — — — — прогнозована модифікація.

Рисунок 3.7 – Модифікування фінансової стратегії
НТ КНПФ «Брокбізнескапітал»

Джерело: побудовано на підставі даних табл. Ж.3.

Результати оцінки модифікування фінансових стратегій по НПФ, які досліджувались, представлені в таблиці 3.10.

Таблиця 3.10 – Результати формування фінансових стратегій НПФ на базі комплексної оцінки їх діяльності у 2009 році

НПФ	Стадія життєвого циклу НПФ	Загальна оцінка фінансового стану НПФ	Стадія фінансового розвитку	Головна фінансова стратегія, фактична	Головна фінансова стратегія, прогнозована
ВПФ «Фармацевтичний»	розвиток	добра	зростання	прискорений ріст	прискорений ріст
НПФ ВПФ «ФріФлайт»	формування та становлення	погана	гальмування	обмежене зростання	скорочення
КНПФ Національний банк України	розвиток	відмінна	гальмування	обмежене зростання	прискорений ріст
НТ КНПФ «Брокбізнескапітал»	розвиток	задовільна	зростання	обмежене зростання	обмежене зростання

Джерело: побудовано на підставі табл. 3.3; 3.5; рис. 3.4 - 3.7.

За допомогою побудованих матриць можна прогнозувати майбутнє фінансове становище НПФ та будувати стратегію комплексного використання усіх фінансових ресурсів, направлену на досягнення стратегічної мети діяльно-

сті НПФ, яка є пріоритетною на даному ЕЖЦ. В межах даної матриці можна розглядати проблему співвідношення мети і ресурсів розвитку НПФ у динаміці, реалізуючи можливість модифікувати фінансову стратегію як в бік фінансового розвитку, так і в бік стабільного зростання, спрямувавши зусилля на пріоритетні сфери фінансового розвитку, через зміни важливих параметрів функціонування підприємства.

Особливість матриці фінансових стратегій НПФ була виявлена під час практичної перевірки її результативності. По-перше, переміщення може бути не по суміжних квадрантах, що обумовлено специфікою фінансово-господарської діяльності НПФ, а саме: відсутністю кредитних ресурсів у фінансовій діяльності НПФ та низькою часткою кредиторської заборгованості у господарській діяльності НПФ, яка може виникати на дату звітності і бути зовсім відсутньою на наступну дату звітності.

По-друге, квадранти, які для звичайного промислового підприємства визначають стадію фінансового розвитку як гальмування, для НПФ означають зростання, оскільки активно здійснюється формування довгострокових активів, скорочення кредиторської заборгованості, високий дохід від довгострокових вкладень тощо (квадранти 1, 7, 9). І навпаки, квадранти 6, 5, 3 визначають стадію фінансового розвитку НПФ як «гальмування», в той час як для промислового підприємства вони є найкращими.

По-третє, спостерігається залежність результатів визначення стадії фінансового розвитку від ЕЖЦ НПФ. Так, за результатами розрахунку ЕЖЦ на 01.01.2010 ВПН «Фармацевтичний» перебував на другому етапі життєвого циклу, проте показники маркетингової групи мають погану структуру, що може значно погіршити становище НПФ у майбутніх періодах. Стадія фінансового розвитку НПФ за 2009 рік визначена як «зростання», проте попередній рік був збитковим і кризовим, тому стадія фінансового розвитку була на етапі гальмування і проводилась фінансова стратегія скорочення, оскільки відбувалося погіршення маркетингових показників НПФ.

Формування фінансової стратегії НПФ виходячи з ЕЖЦ (за критеріями надійності, економічної ефективності, ліквідності пенсійних активів, зворотності пенсійних заощаджень) є ключовою складовою механізму залучення і використання фінансових ресурсів НПФ, загальна схема якого представлена на рис. 2.2.

3.3. Напрямки залучення ресурсів недержавним пенсійним фондом

На підставі аналізу динаміки основних показників розвитку НПФ, проведеного у пп.1.1 та 2.2, до основних напрямків залучення ресурсів відносяться:

- 1) пенсійні внески вкладників-юридичних осіб;
- 2) пенсійні внески інших вкладників;

Збільшення обсягів ресурсів, що залучаються, можна досягнути наступними методами:

- 1) шляхом збільшення кількості учасників та вкладників;
- 2) шляхом збільшення середнього розміру пенсійних внесків;
- 3) шляхом збільшення кількості учасників молодого віку, що дозволить відстрочити час настання виконання головних зобов'язань НПФ.

Основним інструментом залучення фінансових ресурсів НПФ є пенсійні схеми. Загальні риси пенсійних схем, які б було доцільно використовувати при роботі з юридичними особами, як основним джерелом фінансових ресурсів на сучасному етапі розвитку НПФ, виглядають наступним чином:

1. Параметри обраної вкладником пенсійної схеми (тривалість періоду пенсійних накопичень і виплат, розміри і періодичність пенсійних внесків і т. ін.) встановлюються в пенсійному договорі.

2. Мінімальний строк накопичення пенсійних внесків повинен визначатися вкладником. Привабливим для фонду є включення до пенсійних схем одноразового внеску за учасників для тих вкладників, які мають значні кошти в певний момент, але не впевнені, що будуть мати їх в майбутньому. Проте період початку пенсійних виплат повинен бути відстрочений на тривалий термін.
3. При розрахунку внесків бажано орієнтуватися не на розмір посадових окладів, а запропонувати декілька варіантів внесків в залежності від рівня доходів різних категорій робітників.
4. Початок періоду пенсійних виплат бажано, щоб співпадав з віком, з яким пов'язується право на державну пенсію.

Додатковим джерелом збільшення ресурсів НПФ є інвестиційний прибуток, тому що це додаткова вартість, створена в процесі фінансової діяльності підприємства, яку можна зберегти шляхом вилучення і реінвестувати, та збільшення її позитивно впливає на результативні показники діяльності НПФ: чисту вартість активів та чисту вартість одиниці пенсійних внесків. За рахунок цього відбувається збільшення пенсійних виплат на у майбутніх періодах.

Основним результативним елементом ефективності механізму залучення і використання фінансових ресурсів приймемо зростання показника ЧВОПВ, оскільки забезпечення пенсійних виплат зі збереженням та примноженням пенсійних внесків – це основна мета діяльності НПФ. Основними факторами, що впливають на ЧВОПВ (позначимо його через Y) оберемо такі: сукупний прибуток (збиток) від інвестування пенсійних активів, до вирахування витрат у % до ЧВА (змінна X_1), пенсійні внески у відсотках до ЧВА (змінна X_2). Значення наведених показників розглянемо на прикладі НТ "ВНПФ "ІФД КапіталЪ"(табл. 3.11).



Таблиця 3.11 – Динаміка основних показників діяльності НПФ та вихідні данні для факторів, що впливають на розмір чистої вартості одиниці пенсійних внесків (на прикладі НТ "ВНПФ "ІФД КапіталЪ")

Рік (квартал)	Зміна чистої вартості одиниці пенсійних внесків до попереднього періоду, % (Y)	Сукупний прибуток (збиток) від інвестування пенсійних активів, до вирахування витрат у % до ЧВА, тис. грн. (X ₁)	Пенсійні внески у % до ЧВА, тис. грн. (X ₂)
2011.III	-4,59	-3,81682833	2,71
2011.II	-9,69	-9,44658624	3,36
2011.I	0,61	1,65796489	3,60
2010.IV	0,55	1,56282615	4,17
2010.III	0,34	1,45169086	4,60
2010.II	4,60	5,50640547	5,00
2010.I	5,45	6,17228832	4,65
2009.IV	-0,71	0,81897831	4,67
2009.III	2,78	4,27252414	4,91
2009.II	5,49	6,36492875	5,50
2009.I	-1,89	-0,46601826	6,77

Джерело: складено автором на підставі [34].

За допомогою даних в таблиці 3.11 розглянемо гіпотезу про вплив зазначених факторів на ЧВОПВ. Залежність представимо у вигляді моделі А:

$$Y = a_0 + a_1 X_1 + a_2 X_2 + \mu, \quad (3.12)$$

де $a_i, i=0,1,2$ – коефіцієнти лінійної регресії,

μ – випадкова величина.

Результати економетричного моделювання, обчислені за допомогою надбудови «Регресія» до електронних таблиць EXCEL, наведені в таблиці 3.12.

З таблиці 3.12 видно, що модель має значимість, оскільки коефіцієнт детермінації R^2 дорівнює 0,995, а оцінка F-критерію менше ніж 0,05. Проте P-значення та t-статистика для коефіцієнтів регресії свідчить про те, що не всі вони є впливовими на ключовий показник. Робимо висновок, що на чисту вартість одиниці пенсійних внесків (Y) не має прямого впливу пенсійні внески до НПФ (X_1), проте має прямий вплив інвестиційний прибуток (X_2). Поряд з тим,

доведеним є прямиий вплив приросту пенсійних внесків юридичних осіб на інвестиційних дохід НПФ у вигляді залежності:

$$Y = 298X_5,$$

де Y – інвестиційний дохід НПФ;

X_5 – пенсійні внески від юридичних осіб [123] .

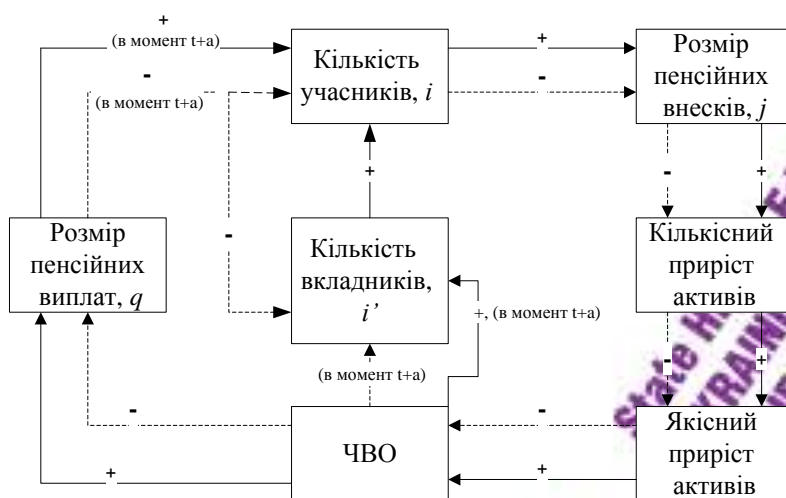
Загальна схема взаємного впливу зазначених показників представлена на рис. 3.8

Таблиця 3.12 – Результати розрахунків до моделі А

Регресійна статистика						
Коефіцієнт множинної кореляції R		0,997647352207128				
Коефіцієнт детермінації R ²		0,995300239365894				
Нормований коефіцієнт детермінації R ²		0,994125299207367				
Стандартна помилка		0,34937383470469				
Спостереження		11				
Дисперсійний аналіз						
Джерело варіації	Суми квадратів	Ступені вільності	Середні квадрати	Критерій Фішера F	Значимість F	
Регресія	206,799321	2	103,399660	847,1071757	4,87868700863875E-10	
Залишок	0,97649661	8	0,12206207			
Усього	207,77581	10				
Оцінка параметрів моделі та їх значимість						
Змінні моделі	Оцінки параметрів	Стандартна помилка	t-статистика	P-значення	Нижні 95 %	Верхні 95 %
Y-перетин	-0,2892067	0,5233020	-0,5526573	0,59559799	-1,495943	0,917530
X ₁	0,98471583	0,0272006	36,2019097	3,71407E-10	0,9219910	1,04744067
X ₂	-0,1550330	0,1165850	-1,3297846	0,220253261	-0,4238785	0,11381258

У фінансовому аспекті реалізація механізму залучення і використання фінансових ресурсів забезпечується у наступній послідовності: збільшення фінансових ресурсів за рахунок кількісного приросту → розширення інвестиційних можливостей за рахунок обсягів фінансових ресурсів → забезпечення інвестиційного (якісного) приросту фінансових ресурсів → зростання показників ЧВА та ЧВОПВ → забезпечення пенсійних виплат в майбутньому періоді на рівні,

що перевищує фактичний розмір здійснених пенсійних внесків у минулих періодах.



Умовні позначення :

□ - ключовий параметр НПФ

→ - позитивний вплив зміни одного ключового параметру на інший

---> - негативний вплив зміни одного ключового параметру на інший

Рисунок 3.8 – Схема взаємного впливу ключових параметрів НПФ при змінах потоку нових учасників і вкладників

Джерело: складено автором.

Важливою складовою у схемі взаємного впливу ключових параметрів НПФ (рис. 3.8) є кількісний приріст учасників і вкладників. Як бачимо зі схеми, він впливає не лише на зміну суми надходжень пенсійних внесків, але визначає інвестиційний приріст активів, оскільки постійний приток фінансових ресурсів від нових учасників розширює інвестиційні можливості за рахунок придбання тих активів, які потребують значних інвестицій (нерухомість, єврооблігації, акції та облігації іноземних емітентів тощо). Крім того збільшення загальної суми активів дозволяє досягти оптимального рівня диверсифікації, тобто поліпшується якість їх інвестування. І навпаки, зменшення вкладників, а особливо учасників, призводить до вилучення активів з обігу і зменшує їх загальний розмір. Це має протилежний вплив на результати інвестиційної діяльності НПФ.

Процес управління фінансовими ресурсами НПФ на етапі їх акумулювання передбачає прогнозні розрахунки за наступними параметрами:

- кількість вкладників та середній розмір їх внесків;
- ранжирування активних учасників за віком, періодом їх особистого накопичення, розміром накопичених пенсійних внесків;
- кількість учасників, які отримують пенсійні виплати та середній розмір цих виплат :

$$B = \sum i_{(t)} j_{(t)} + \sum i'_{(t)} j_{(t)} - \sum i''_{(t)} j_{(t)} \quad (3.13)$$

де i – кількість постійних активних учасників за період;

j – середній розмір внесків вкладників на користь одного учасника за період;

i' – кількість залучених учасників за період,

i'' – кількість учасників, що вибули з НПФ за період [2, стр. 145].

Основною задачею системи управління на етапі залучення фінансових ресурсів ми визначаємо забезпечення надходження пенсійних внесків на рівні критерію надійності функціонування НПФ відповідно стадіям його життєвого циклу (див. табл. 3.4).

Рівномірне збільшення кількості учасників – це додаткові відстроченні зобов'язання по сплаті пенсій у майбутньому, які зростають. Тому потрібно приділяти увагу прогнозуванню вищезазначених параметрів при моделюванні пенсійних схем.

Розмір пенсійних надходжень НПФ пропонується визначати з урахуванням двох ключових параметрів, як зазначено у формулі (3.13):

- 1) чисельність активних учасників НПФ, які ще не отримують регулярні пенсійні виплати (i);
- 2) середня величина внесків (j) на одного учасника на певну дату (t).

Перший параметр залежить від кількості залучених учасників (i'), кількості учасників, що вибули з НПФ (i'') за період. Другий параметр визначається обраною пенсійною схемою та розміром доходу учасника. Перший чинник вважається внутрішнім, оскільки НПФ самостійно визначає пенсійні схеми і може впливати на нього. Другий чинник є зовнішнім, тому що не залежить від дій самого НПФ.

З урахуванням двох зазначених ключових параметрів та чинників, що на них впливають, визначається сукупний розмір пенсійних внесків (B), які формують кількісний приток фінансових ресурсів до НПФ, розрахунок здійснюється за формулою (2.7).

Прогнозну кількість внесків на період ($t+1$) формують з урахуванням чинників, які впливають на ключові параметри. До внутрішніх чинників відносяться:

- результати інвестиційної діяльності НПФ в попередні періоди;
- ЕЖЦ НПФ;
- вчасна виплата пенсій;
- рекламна діяльність і т. ін.

До зовнішніх чинників слід віднести наступні:

- кількість громадян у працездатному віці;
- рівень пенсійної активності населення;
- середній рівень життя;
- економічні і політичні умови.

Для формалізації прогнозних значень майбутніх пенсійних внесків в умовах невизначеності доцільно застосувати модель теорії матричних ігор (платіжна матриця задається як математичне сподівання виграшу першої сторони (НПФ), стратегію якої слід прогнозувати побудовою матриці норми надходжень пенсійних внесків залежно від стану економічного середовища). Тоді матрична гра розглядається як задача мінімакса, рішенням якої є прогнозні розрахунки максимального і мінімального значення розміру внесків в момент часу ($t+1$).

Наступним об'єктом прогнозування є розмір пенсійних виплат, який залежить від трьох ключових параметрів:

- 1) чисельність учасників, що отримують регулярні пенсійні виплати (g) на початок періоду t ;
- 2) чисельність учасників, які отримали одноразові пенсійні виплати (k) за період t ;
- 3) середній розмір таких виплат (q^g), (q^k).

Перший параметр залежить від кількості учасників, які почали отримувати регулярні пенсійні виплати (g'), і учасників, які припинили отримувати регулярні пенсійні виплати (g''). Другий параметр залежить від внутрішніх та зовнішніх чинників, які впливають на ключові параметри, зазначені нами вище. Третій параметр залежить від результативності інвестиційної діяльності НПФ, тобто переважно від кількісного приросту його активів.

Сукупний розмір пенсійних виплат визначається з урахуванням зазначених параметрів, та чинників, що на них впливають [2]:

$$P = \sum g_{(t)} q_{(t)}^g + \sum k_{(t)} q_{(t)}^k + \sum g'_{(t)} q_{(t)}^g - \sum g''_{(t)} q_{(t)}^g \cdot \quad (3.14)$$

Прогнозування пенсійних внесків і пенсійних виплат дозволяє визначити частку низько ліквідних активів, які можна направити на придбання більш високодохідних інструментів у розмірі (пенсійні внески – пенсійні виплати), згідно критеріїв, представлених у таблиці 3.4.

Отже, з метою забезпечення постійного кількісного приросту фінансових ресурсів, потрібно визначити перспективні напрямки їх залучення. Розглянемо кожен сегмент споживачів ринку пенсійних послуг більш детально. *Населення* відноситься до категорії фізичних осіб, які можуть формувати внески на власну користь, а також на користь третіх осіб. Цей сегмент споживача пенсійного продукту у перспективі є найбільш потужним джерелом фінансового ресурсу для пенсійного ринку. Проте, на теперішньому етапі розвитку системи НПЗ, у населення ще тільки формується довіра до створення забезпечення власного пен-

сійного майбутнього через НПФ. Тому ця категорія споживачів на сучасному етапі є нестабільною та слабо прогнозованою в плані основного напрямку формування фінансового ресурсу для НПФ.

Роботодавці відноситься до категорії юридичних осіб, яка може здійснювати внески за такими типами пенсійних схем:

- внески на користь всіх своїх працівників;
- внески на користь окремої (привілейованої) категорії персоналу;
- внески лише за рахунок роботодавця;
- внески за рахунок робітника і роботодавця.

Це також нестабільний сегмент споживача пенсійних послуг, оскільки роботодавець може змінювати соціальну політику на підприємстві залежно від економічної ситуації на зовнішньому чи внутрішньofірмовому просторі. Проте, саме завдяки цьому сегменту споживачів, сучасна система НПЗ набула сучасного рівня розвитку за весь період функціонування. Потенційна можливість нарощування фінансової потужності ринком пенсійних послуг саме за рахунок цієї категорії споживачів є дуже значною. Свідченням тому є аналіз статистичних даних, здійснений разом з проф. Кривенко Л. В., результати якого наведені у попередніх підрозділах, та представлені в публікаціях [52].

Третім сегментом споживачів нами окремо виділені *фізичні особи – суб'єкти підприємницької діяльності (ФО-СПД)*. Нажаль, через відсутність заохочувальних стимулів з боку держави та низьку довіру до недержавних пенсійних структур, на сьогоднішній день ця категорія споживачів пенсійного продукту абсолютно не сформована. Однак, ми вважаємо цей сегмент перспективним, тому що сучасні умови податкового середовища забезпечують формування пенсійних внесків до солідарної пенсійної системи від зазначеної категорії громадян в межах дозволеного мінімуму. Це означає, що турбуватися про майбутню пенсію ФО-СПД треба самостійно. Наступною ознакою перспективності цього сегменту є середній розмір внесків, що надходять від цієї категорії споживачів. Цей розмір є більшим порівняно із середніми внесками, що надходять від населення [62, стр. 187]. Поряд з тим, цей сегмент майже не осво-

ений порівняно з юридичними особами. Оскільки ті роботодавці, які довіряють новим пенсійним структурам та готові користуватися їх послугами в сучасних умовах, вже залучені до недержавних пенсійних фондів чи створили власні корпоративні фонди.

Попередньо проведений аналіз [62] свідчить, що найбільший фінансовий потенціал знаходиться у 2-го та 3-го сегментів споживачів. Тільки позитивний досвід їх участі у системі недержавного пенсійного забезпечення вплине на уподобання 1-го сегменту і населення зможе також активно залучатися до користування послугами пенсійного ринку.

Структура фінансових потоків домогосподарств України представлена у табл. 3.1, 3.2, 3.3, 3.4 та на рис. 3.9.

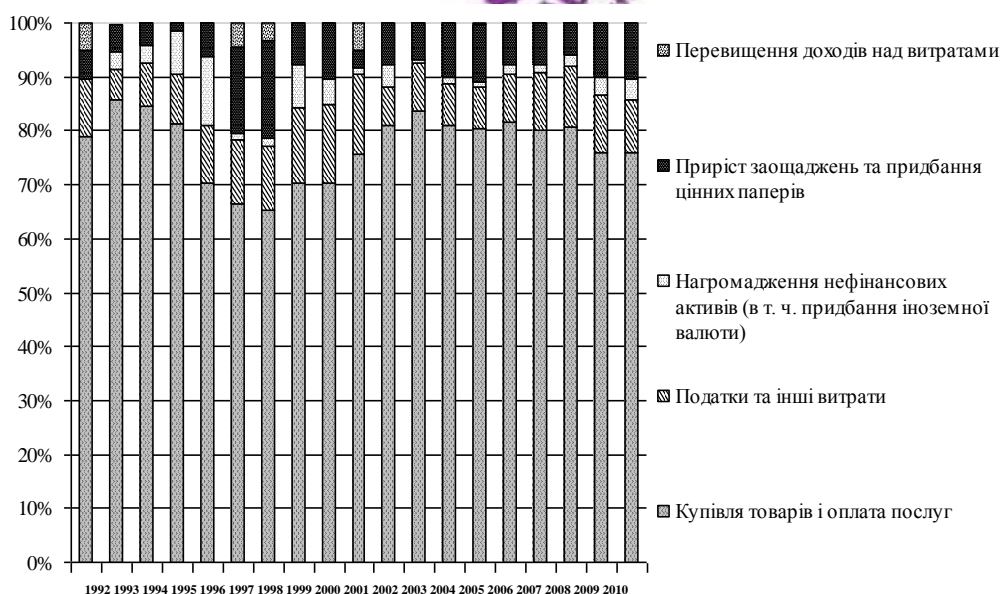


Рисунок 3.9 – Структура фінансових потоків домогосподарств України у 1992-2010 рр

Джерело: складено автором на підставі [36].

Чинниками, що стримують населення від створення заощаджень, є не лише низький рівень життя але і високий рівень інфляції, що підтверджується великою розбіжністю між номінальними і реальними грошовими доходами домогосподарств (див. Додаток 3). Як бачимо з рис. 3.10, з усіх сукупних доходів на-

селення заощаджує у середньому 10 % від номінального його значення. У 2010 році за 9 місяців цей показник становить близько 40 млрд. грн. (це 5 % від ВВП у номінальних цінах за відповідний період), у той час сукупні пенсійні активи за 9 місяців 2010 р. складають 1,057 млрд. грн. (0,1 % від ВВП), і сформовані вони переважно за рахунок внесків юридичних осіб. Таким чином ми маємо цілком переконливі дані, що свідчать про незацікавленість населення послугами НПФ, чи то через слабку обізнаність, чи то через недовіру до цих структур.

Наступним стимулом до поточного зростання витрат на споживання у населення є легка досяжність споживчих кредитів та недовіра до фінансових інститутів парабанківської системи, представниками яких є недержавні пенсійні фонди і страхові організації. На рис. 3.9 представлено акумулювання фінансових ресурсів домогосподарств України у довгострокових депозитних заощадженнях, страхових компаніях типу life, і для порівняння наведено пенсійні внески до НПФ. Більш детальну інформацію по роках та напрямках залучення фінансових ресурсів населення банківською та парабанківською системою наведено у табл. 3.1, 3.2, 3.3, 3.4. За наведеними даними ми бачимо, що довгострокові заощадження виникли лише з 2000 року. До того часу переважали депозити до запитання та короткострокові депозити. Тому період запровадження системи НПЗ вибраний вдало, тому що саме в цей період у населення виникли передумови для формування схильності до створення довгострокових заощаджень. Проте скористатись вдалою нагодою НПФ не вдалося через відсутність довіри до інституцій парабанківської системи (рис. 3.10 і табл. 3.1, 3.2, 3.3, 3.4).

Для розвитку системи НПЗ державі потрібно подолати наступні негативні тенденції, які існують у суспільстві і є характерними для економік пострадянського простору:

- низький горизонт планування (люди живуть сьогоднішнім днем, відчувши переваги «суспільства споживання»);
- дуже високий коефіцієнт дисконтування (за відчуттями швидкість знецінення вартості грошей вища, ніж ставки по кредитах, інфляція і навіть приріст доходів);

- найбільш заможна частина населення надає перевагу виводити кошти в закордонні активи та в офшор, не бажаючи інвестувати у економіку власної країни [41].

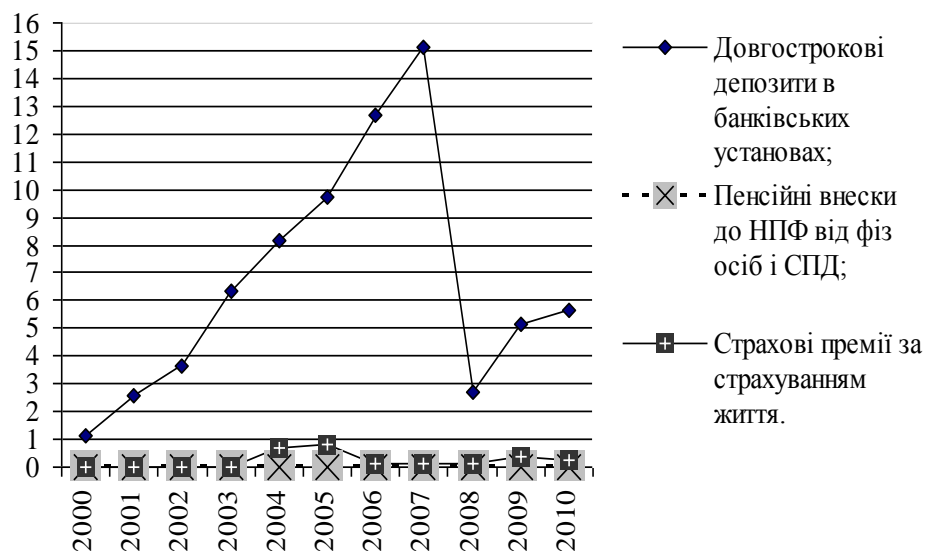


Рисунок 3.10 – Основні напрями довгострокових заощаджень домогосподарств

Джерело: складено автором на підставі [36].

З огляду на існуючі вищезазначені проблеми, ми робимо висновок про те, що в сучасних умовах НПФ не доводиться обирати, яку категорію учасників чи вкладників їм залучати. Відсутність сприятливого зовнішнього середовища, тобто економічна криза, податкові перешкоди, соціальна напруга у суспільстві, ускладнює процес розвитку системи НПЗ. Проте кожен фонд повинен піклуватися про те, щоб його діяльність приваблювала потенційних учасників і вкладників саме до такого НПФ. Поряд з тим, потрібно якомога довше відстрочувати настання етапу абсолютної зрілості фонду.

З огляду на гостроту проблем формування фінансових ресурсів через потребу у розвитку нормативної бази національного ринку пенсійних послуг та значимості цього аспекту для подальшої життєздатності НПФ, як однієї з основних умов розвитку як інвестиційного процесу, так і переходу до економічного

росту, пропонується недержавним пенсійним фондам використовувати наступну фінансову стратегію в частині залучення пенсійних внесків:

- забезпечити надходження пенсійних внесків у відповідності до розробленого нами критерію надійності функціонування НПФ, які залежать від стадії життєвого циклу такого НПФ;
- приділяти увагу прогнозуванню динаміки майбутніх пенсійних виплат і пенсійних внесків шляхом ранжирування активних учасників за віком, періодом їх особистого накопичення та його середнім розміром на окремому пенсійному рахунку учасників кожної групи.

Запропоновані заходи повинні сприяти підвищенню ефективності функціонування як окремого недержавного фонду так і ринку пенсійних послуг загалом.

3.4. Оцінка ефективності інвестування активів недержавних пенсійних фондів

Використання фінансових ресурсів НПФ основним чином направлено на формування інвестиційного портфеля з метою збереження та примноження їх теперішньої вартості на майбутні періоди. Важливість прийняття рішень стосовно вибору інвестиційних інструментів є незаперечною. Оскільки від якості інвестиційного портфеля НПФ, як будь-якого інвестора, залежить рівень добробуту його пайовиків і репутація самого фонду. Аналіз статистичних даних дозволив зробити висновок, що українським НПФ притаманні два типи інвестиційної політики: пасивний та умовно-активний. Фонди з першим типом інвестування віддають перевагу високонадійним активам, таким як депозити, ОВГЗ, банківські метали. Фонди, які формують інвестиційні портфелі умовно-

активного типу, надають перевагу акціям перед облігаціями. Проте у інвестиційній діяльності НПФ незалежно від типу досить помітним є слабкий рівень диверсифікації за видами інвестиційних інструментів та висока частка депозитів у сукупній структурі активів.

У ході дослідження особливостей інвестиційної діяльності вітчизняних НПФ, результати якого відображено у пп. 2.3, було виявлено, що диверсифікація напрямів використання фінансових ресурсів фактично має два рівні:

- 1) за видами активів;
- 2) за часткою, що припадає на одного контрагента.

Перший рівень обумовлює набір інструментів для формування інвестиційного портфеля з урахуванням встановлених обмежень щодо їх якості та частки у сукупній структурі портфеля НПФ. Другий рівень регулює межі інвестування в цінні папери одного емітента чи зобов'язання однієї банківської установи. Такий підхід до диверсифікації активів створює враження про велике різноманіття інвестиційних можливостей для НПФ. Проте аналіз статистичних даних та офіційної звітності різних фондів доводить, що фактичні інвестиційні можливості НПФ набагато скромніші (табл. В.1, В.2, Е.1). У зв'язку з цим важливого значення набуває діяльність по формуванню нових шляхів інвестування активів НПФ, використання міжнародного досвіду, адаптованого до умов національного ринку, та розробка критеріїв оцінки якості інвестиційної діяльності НПФ.

В ході даного дисертаційного дослідження виявлено узагальнення, притаманні інвестиційній діяльності НПФ на сучасному етапі становлення вітчизняного пенсійного ринку.

По-перше, тенденції розвитку вітчизняного ринку системи НПЗ носять ознаки типу «новий пенсійний ринок». У першому розділі ми проаналізували досвід становлення системи недержавного пенсійного забезпечення зарубіжних країн. У процесі дослідження виявлено, що на цьому етапі розвитку пенсійного ринку через малий обсяг накопичених пенсійних активів НПФ значна їх частина зберігається на депозитних рахунках у банківських установах.

По-друге, через недосконалість і неузгодженість законодавчої бази, зокрема у сфері здійснення пенсійних виплат, оподаткування, а також через недовіру населення до НПФ з приводу безпеки довгострокових вкладень, інвестиційна діяльність багатьох українських пенсійних фондів обмежена вимогами ліквідності, що обумовлює відносно високу частку коштів на банківських депозитах.

По-третє, по причині нестабільності економічної і політичної ситуації, спостерігаються суттєві коливання на фінансовому ринку і швидка зміна характеристик надійності самих емітентів. Через це використання акцій та облігацій українських емітентів як інвестиційних інструментів носить короткостроковий характер зі спекулятивними ознаками.

Окреслені нами узагальнення обґрунтовують той факт, що в Україні банківські депозити відіграють ключову роль у інвестиційній діяльності НПФ. Тому саме цей інвестиційний напрямок потребує детального аналізу стосовно перспективності та ефективності його використання у найближчій час.

Як показує закордонна практика, відсоткові ставки на ринках депозитів мають тенденцію до зниження, що зменшує привабливість цього напрямку інвестування для населення. На сучасному етапі розвитку ринку банківських послуг доцільно відмітити, що до останніх років в Україні депозитні ставки в умовах помірної інфляції є достатньо високими в реальному вимірі, особливо у порівнянні з державними облігаціями внутрішньої позики. Крім того для українських НПФ малий обсяг фінансових ресурсів – одна з причин концентрації їх активів на банківських рахунках. Важливою залишається проблема відсутності надійних і одночасно достатньо прибуткових альтернативних інвестиційних інструментів.

У результаті проведеного аналізу виявлено, що у найближчий час концентрація коштів на банківських депозитах залишатиметься основним напрямком інвестування активів для НПФ. Через об'єктивні причини ми не можемо заперечувати доцільність використання цього інвестиційного інструменту, тому ми продовжили дослідження банківських депозитів на предмет виконання ними

функцій зберігання теперішньої вартості активів НПФ. Нашою метою було спростувати чи підтвердити наступні припущення:

- 1) відносно висока депозитна ставка дозволяє покрити індекс інфляції в будь-якому часовому інтервалі;
- 2) добре розвинений ринок банківських послуг є найбільш доступним засобом збереження вартості активів в період їх початкового формування (особливо на першому ЕЖЦ НПФ).

Для перевірки ми використали доступні в історичному періоді статистичні данні стосовно ставки по депозитах для юридичних осіб за період 2007 – 2009 років. Одночасно ми змоделювали ситуацію розміщення активів НПФ на депозитних рахунках різного строку вкладення: на 6 місяців, на 12 місяців, на 24 місяці та на 36 місяців. Вклади номіновані в трьох основних валютах: гривня, долар та євро. Джерелом інформації щодо умов та відсотків за банківськими депозитами юридичних осіб, що використовувалися нами при розрахунку поточної кривої доходності депозитів юридичних осіб, були офіційні данні, представлені на інформаційному фінансовому порталі [164] за трирічний період. З метою виявлення реальної доходності по депозитах ми відкоригували ставки відсотків на індекс інфляції за методикою, що застосовується для індексації заборгованості по невиплаченій заробітній платі [116]. Зазначимо, що відсоткові ставки відповідно до обраного строку депозиту мають суттєву відмінність між собою по наступних параметрах: строк депозиту, час формування вкладу, валюта вкладу. Побудовані нами на основі зібраної статистичної інформації (табл. К.1, К.2, К.3) криві доходності представлено на графіках 3.12, 3.13, 3.14 та 3.15.

На зазначених графіках аналізується рівень реальної доходності депозитного вкладу по закінченню строку дії депозитного договору. Розрахунок реальної доходності проводився з урахуванням ставки по депозиту на момент формування вкладу, скорегованої на індекс інфляції за методикою, яка застосовується для індексації заборгованості з невиплаченої заробітної плати.

Для вкладів у доларах та євро депозитна ставка додатково коригувалася на зміну курсу по відношенню до гривні за тією ж методикою, яка застосовувалась для індексації доходів. Оскільки НПФ не може використовувати депозити у валюті іншій ніж гривня, ми, побудувавши лінії тренду для доходності гривневих депозитів та індексу інфляції, дійшли висновку про необхідність швидкого реагування з боку регуляторів ринку пенсійних послуг шляхом упорядкування законодавства стосовно валютних інвестицій для НПФ. Такий висновок зроблено на основі розрахунків, які показали, що депозитні вклади у валюті є більш прибутковими у довгостроковій перспективі і захищають кошти від знецінення під час економічних криз.

За допомогою графічного аналізу нами було виявлено особливості інвестування активів НПФ на депозитні банківські рахунки у вітчизняній та іноземній валюті. Досить просто помітити, що найбільш прибутковими депозитами у довгостроковому періоді виявляються депозити в іноземній валюті (див. рис. 3.11, 3.12, 3.13, 3.14).

З представлених малюнків робимо висновок, що найкращий термін використання депозиту у гривні – короткостроковий період до 6 місяців. Це зменшує втрати від знецінення грошових коштів та дозволяє підтримувати необхідну ліквідність активів.



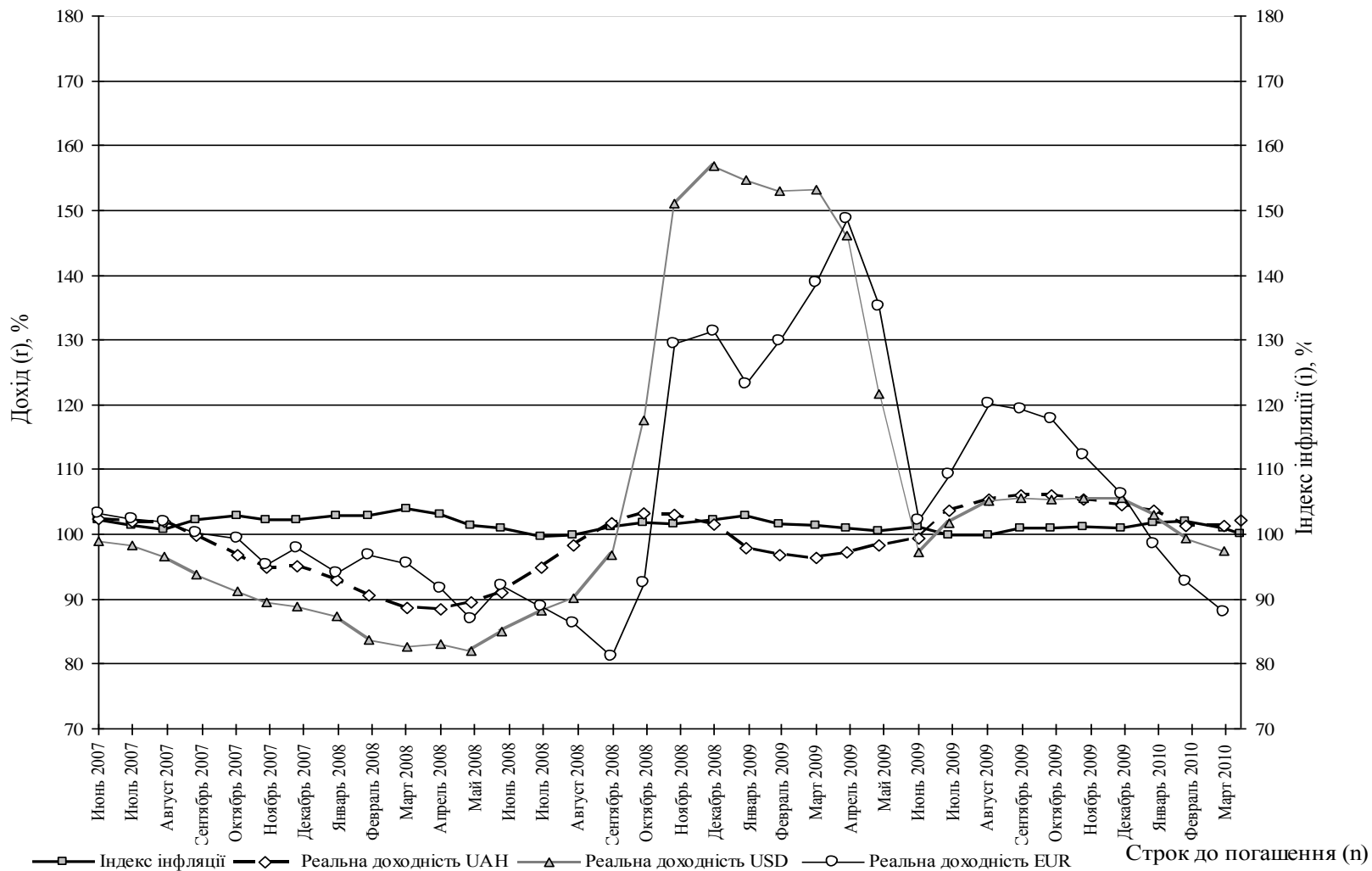


Рисунок 3.11 – Основні контури кривих доходу депозитів у гривнях, доларах та євро строком на 6 місяців
 Джерело: побудовано автором на підставі розрахунків, наведених в таблиці К.1, К.2, К.3.

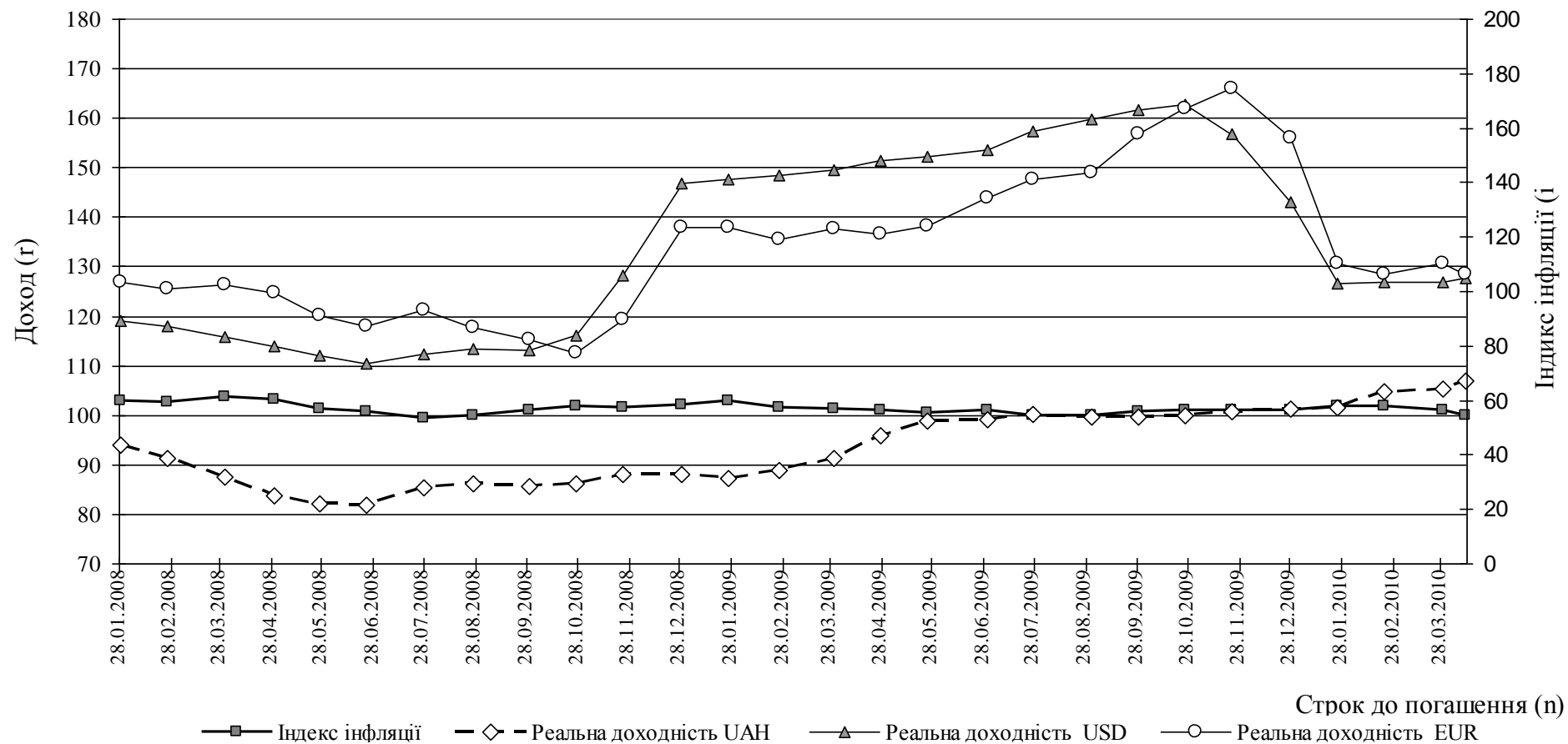


Рисунок 3.12 – Основні контури кривих доходу депозитів у гривнях, доларах та євро строком на 12 місяців

Джерело: побудовано автором на підставі розрахунків, наведених в таблиці К.1, К.2, К.3.

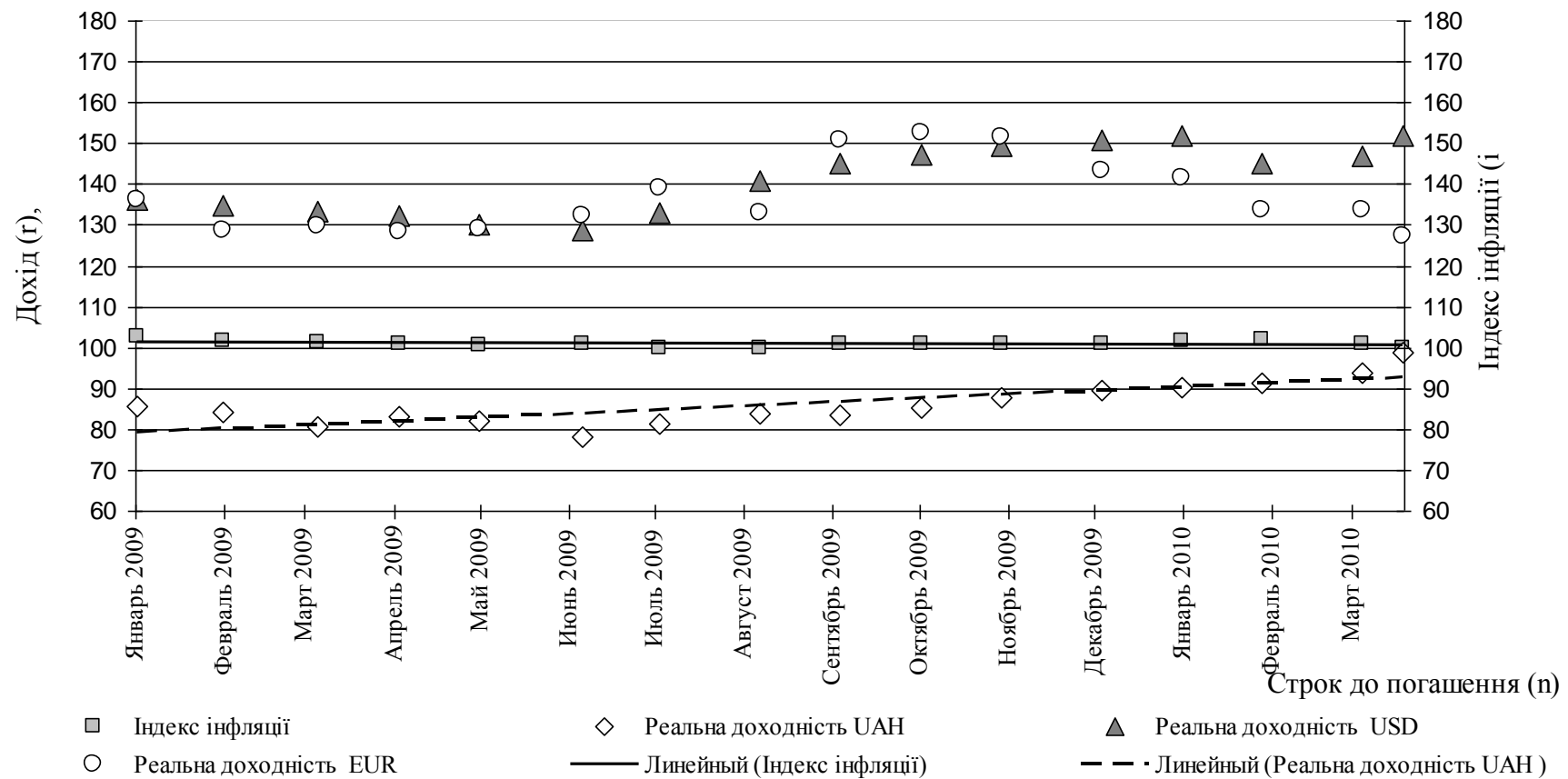


Рисунок 3.13 – Основні контури кривих доходу депозитів у гривнях, доларах та євро строком на 24 місяці
 Джерело: побудовано автором на підставі розрахунків, наведених в таблиці К.1, К.2, К.3.

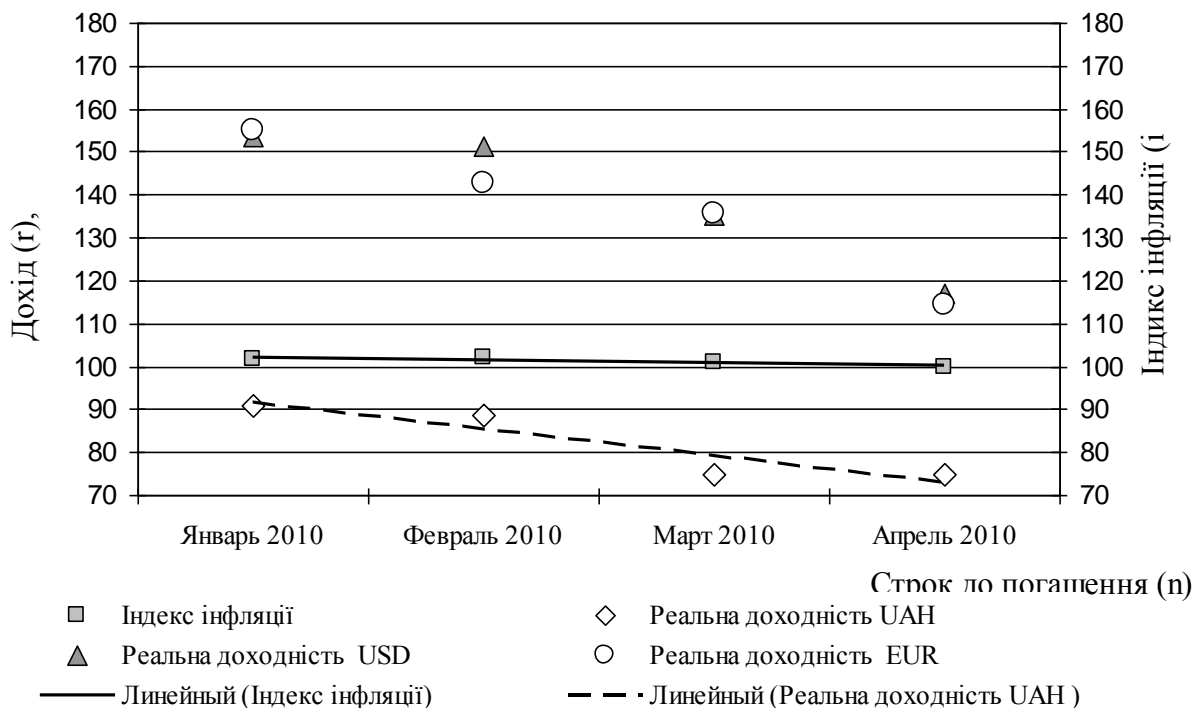


Рисунок 3.14 – Основні контури кривих доходу депозитів у гривнях, доларах та євро строком на 36 місяців

Джерело: побудовано автором на підставі розрахунків, наведених в таблиці К.1, К.2, К.3.

На графіках 3.11, 3.12, 3.13, 3.14 добре простежується втрачена можливість отримати значні доходи від заощаджень у іноземній валюті, які дозволили б не тільки захиститися від інфляції, а й збільшити чисту вартість активів. Знецінення доходності депозитів у національній валюті було підсилено антикризовою політикою НБУ в аспекті заборони дострокового виведення коштів з депозитних рахунків. Це обмеження не дозволило КУА вчасно змінити структуру портфеля та зменшити втрати від девальвації національної валюти.

На нашу думку, сучасна політика багатьох КУА, яка направлена на розміщення високої частки активів НПФ саме на гривневих депозитах, посилює проблеми розвитку НПФ вже у період перших пенсійних виплат, коли вони почнуть здійснюватися на регулярній основі (приблизно через 5-7 років). Оскільки фонд не зможе виправдати майбутні пенсійні очікування своїх учасників че-

рез низьку доходність НПФ, яка не може значно перевищити середню доходність по депозитах у гривні. Цілком очевидними є втрати НПФ з незначним обсягом активів через законодавством обмежену можливість використання депозитних рахунків в іноземній валюті. Зазначені обставини негативно позначились на чистій вартості одиниці пенсійних внесків у період 2008-2009 рр, коли відбулася різка девальвація національної грошової одиниці.

Проведений аналіз показав, що ми спостерігаємо ситуацію, коли законодавчі обмеження не захищають кошти вкладників і учасників НПФ, а навпаки, посилюють проблему довіри населення до третього рівня системи НПЗ та ускладнюють процес її розвитку. Ці об'єктивні зовнішні умови по відношенню до НПФ призводять до виникнення посилення тенденцій швидкого переходу до третього етапу та загрози настання 4-го ЕЖЦ НПФ.

Закордонна практика використання депозитів свідчить про те, що цей інструмент доцільно використовувати лише з наступною метою:

- як засіб забезпечення ліквідності активів, що є особливо актуальним на третьому ЕЖЦ НПФ;
- як засіб запобігання та мінімізації ринкового ризику під час кризових проявів.

Підсумовуючи висвітлення питання щодо використання фондами банківських депозитів в якості інвестиційних інструментів, необхідно зазначити, що подальше зниження реальних відсоткових ставок по депозитах обумовить необхідність пошуку альтернативних джерел інвестування, якими можуть бути корпоративні цінні папери. Проблеми сучасного стану вітчизняного фондового ринку достатньо докладно розглядаються науковцями. Зокрема, Новікова І. В. у власному дисертаційному дослідженні детально аналізує можливості використання акцій, облігацій у якості інвестиційних інструментів для НПФ [102]. Тому ми не будемо зосереджувати увагу на цьому питанні, а здійсимо аналіз перспективних, ефективних, але поки що недосяжних для НПФ, шляхів інвестування активів.

Слабкість вітчизняного фондового ринку можна компенсувати виходом на міжнародний простір. Однак вітчизняне законодавство хоча прямо дозволяє це робити, та фактично, через складність процедури та неузгодженість законодавчих актів, робить практичну реалізацію закордонного інвестування неможливим через опосередковані обмеження.

Досвід застосування сучасної портфельної теорії у розвинених країнах переконує, що диверсифікація портфеля інвестиційними інструментами внутрішнього фінансового ринку може зменшити несистемний ризик (unsystematic risk), що виникає у певній галузі чи компанії і не залежить від економічних, політичних і інших факторів, які мають значний вплив на українському просторі. Системний ризик (systematic risk) мінімізується формуванням глобального портфеля на ефективному і неінтегрованому ринку світового капіталу. Глобальна диверсифікація компенсує втрати системного ризику на внутрішньому фінансовому ринку і таким чином мінімізує загальний ризик.

Дослідивши переваги та ризики портфелю з міжнародною диверсифікацією активів ми пропонуємо перелік виявлених і систематизованих основних аргументів, на користь його формування:

1. Національні економічні цикли не завжди корелюють між собою, тому падіння на фондових біржах переважно можуть бути притаманні окремим країнам і тому інвестиції частини портфеля в інші ринки можуть скоротити системний ризик.

2. Міжнародні інвестиції захищають від ризику настання форс-мажорних обставин на вітчизняному просторі (громадянські війни, революції, стихійні лиха і т. ін.).

3. В деяких країнах наявні промислові родовища нафти чи золота, які відсутні в національній економіці, але інвестиції в які скоротять несистемний ризик, навіть якщо національні економічні цикли корелюються. При коливаннях ціни на нафту краще тримати активи в обох країнах – як у в експортерів нафти

так і у імпортерів. Проте чим вища залежність від експортованої нафти, тим більше переваги віддається країнам-експортерам.

4. Національна фондова біржа може характеризуватися малим різноманіттям надійних великих емітентів акцій, облігацій або піддаватися несистемному ризику одночасно.

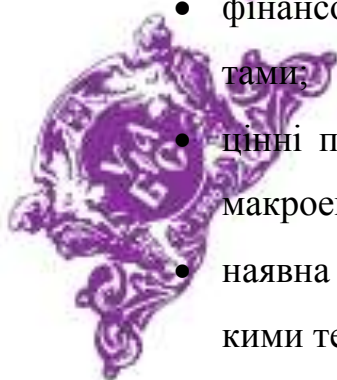
5. Девальвація національної валюти знижує реальні доходи по інвестиційних активах у національній економіці і підвищує привабливість іноземних активів.

6. Економіка іншої країни може бути більш успішною в темпах приросту ніж національна, що передбачає більшу прибутковість по дивідендах. Оскільки ефективність фондового ринку полягає саме в прирості капіталу не за рахунок спекулятивного попиту, а саме інвестиційного, то виплата дивідендів є основною ознакою здорового функціонування фондового ринку та відображає реальний відчутний для інвесторів приріст ВВП.

7. Висока гранична продуктивність у порівнянні з рівнем оплати праці окремих країн (позитивний ефект масштабу) приваблює інвесторів у таку країну.

На цій підставі обґрунтовується висновок про необхідність змінити вітчизняний законодавчий простір та надати змогу використати переваги міжнародної диверсифікації активів українських пенсійних фондів і інших інституційних інвесторів. Це дуже важлива умова для швидкого та ефективного розвитку нових пенсійних ринків (до яких належить український). Ознаками необхідності такого законодавчого реформування ми бачимо наступні причини:

- фінансовий ринок представлений переважно банківськими депозитами;
- цінні папери дуже залежні від політичних обставин та зовнішніх макроекономічних потрясінь;
- наявна тенденція до знецінення національної валюти більш швидкими темпами ніж приріст реальних доходів населення;



- законодавчі бар'єри перешкоджають входу та виходу для закордонних інституційних інвесторів.

У процесі дослідження інвестиційних стратегій зарубіжних пенсійних фондів у першому розділі ми зробили висновок проте, що інвестиції в іноземні активи дозволяють виконати ряд функцій:

- знизити ризик інфляційних втрат;
- знизити ризик девальвації національної валюти;
- підвищити інвестиційний асортимент;
- знизити загальні зовнішні ризики.

Головним висновком слід вважати те, що для пенсійних фондів, які знаходяться на другому та третьому ЕЖЦ НПФ є дуже важливим доступ до іноземних інвестицій, оскільки можна підвищити приріст ЧВА при тому ж самому рівні ризику інвестування активів.

Однак, поряд з перевагами міжнародної диверсифікації, нами були узагальнені проблемні аспекти застосування міжнародних інвестиційних інструментів. По-перше, для зрілих фондів стратегія міжнародної диверсифікації може виявитися недоступною через причину необхідної підтримки високого рівня ліквідності активів.

По-друге, обмежений оперативний доступ до інформації може призвести до більших втрат з боку закордонного інвестора через обмежений доступ до оперативної інформації¹, як наслідок, несвоєчасного прийняття рішень.

По-третє, необхідний значний обсяг активів для виходу на міжнародний ринок капіталу, а враховуючи внутрішні обмеження щодо можливостей для накопичених ресурсів, його може виявитися недостатньо для подібної диверсифікації. Проте, умова досягнення необхідного розміру активів, який би дозволив одночасно виконати встановленні обмеження стосовно даного виду інвестицій і виявився достатнім у обсязі для виходу на міжнародний ринок капіталу, все одно не дозволяє скористатися перевагами такої диверсифікації.

Теоретична можливість переведення активів НПФ в окремі валютні позиції існує. Вона, зокрема, стосується двох випадків. Перший – це відкриття депозитних рахунків в іноземній валюті, у межах загального обмеження на банківські вклади. Другий – придбання цінних паперів іноземних емітентів (до 20% загальної вартості активів).

Стосовно першого варіанта, Закон про НПЗ допускає, що активи фонду можуть складатися з коштів, у тому числі в іноземній валюті. Наприклад, він установлює, що для формування власних активів фонди можуть купувати іноземну валюту через банківські установи, що мають відповідну ліцензію. Однак, незважаючи на наявність прямої норми, НБУ не визначив своїми нормативно-правовими актами порядок придбання іноземної валюти для НПФ, тому, виходячи з діючих загальних законодавчих норм, такі кошти можуть бути придбані за наявності відповідного зовнішньоекономічного контракту, що не є можливим через особливість діяльності НПФ.

Другий варіант також складно реалізувати. Для купівлі цінних паперів іноземних емітентів на міжнародних ринках потрібно одержати валютну ліцензію НБУ під конкретний договір купівлі-продажу цих паперів. Також існує проблема підтвердження прав власності на придбані папери в депозитарній системі України і їх зберігання в одному банку-зберігачу. Наша країна поки не має прямих кореспондентських зв'язків з депозитарними установами провідних країн світу, тому відбити в системі депозитарного обліку права власності на цінні папери, куплені на ім'я НПФ за кордоном, практично неможливо. Але навіть установленню такої можливості перешкоджає норма, згідно з якою всі активи НПФ повинні зберігатися тільки в одному банку-зберігачу.

Єдино можливим шляхом валютної диверсифікації в сучасних умовах для НПФ є можливість придбання на ПФТС єврооблігацій. Проведення такої угоди стає можливим завдяки тому, що Національний депозитарій підписав необхідні міжнародні договори про кліринг і розрахунки.

Посилаючись на дослідження Мошенського С. З [96], ми відзначаємо, що єврооблігації (“євробонди” від англ. слова “eurobonds”) мають наступні ключові характеристики: використовуються для довгострокового кредитування; характеризуються низькими процентними ставками і збереженням незмінної частки акціонерів; після розміщення облігацій на первинному ринку вони можуть котируватися і на вторинному; можуть приносити постійний відсоток або емітуватися у формі полісів плаваючим відсотком.

Переваги вкладень у єврооблігації:

- захист від ризику девальвації національної валюти;
- можливість отримувати фіксований процентний дохід;
- прибутковість єврооблігації у декілька разів перевищує прибутковість національних облігацій внутрішнього державного займу;
- інвестування є відносно безпечним, тому що у разі дефолту зовнішній борг погашається обов'язково в першу чергу;
- можливість міжнародної диверсифікації.

Загальним і основним ризиком, пов'язаним з корпоративними облігаціями, є можливе банкрутство емітента. У випадку з єврооблігаціями, даний ризик є мінімальним внаслідок того, що до звернення на зарубіжному ринку допускаються цінні папери, випущені найбільш надійними компаніями України, місцевими радами і державою безпосередньо. При цьому вірогідність банкрутства всієї держави нижча, ніж окремої компанії або банку серед тих, що оперують на цьому ринку в даний час. Ще одним істотним ризиком при роботі з єврооблігаціями є ризик ліквідності. Ринок українських єврооблігацій непрозорий і практично неліквідний. Тому, набуваючи таких облігацій, інвестор повинен розуміти, що не зможе реалізувати їх на вторинному ринку без втрат, за умови незмінності ситуації на ринках капіталу. У сучасних умовах оптимальною буде стратегія утримання облігацій до погашення. Тобто інвесторові, що купив облігацію необхідно дочекатися найближчої оферти або дати погашення основного боргу.

Під час фінансової кризи ми спостерігали ситуацію, коли звичні види інвестицій втратили доцільність або спричинили збитки. У свою чергу такий інструмент як єврооблігації дозволяє забезпечити високу прибутковість, одночасно з прийнятним рівнем ризику. Ще одним безумовним аргументом на користь даного інструменту є те, що єврооблігації номінуються у валюті (наприклад, у доларах США), відповідно і доход, що нараховується по даних паперах, виплачується у валюті. Вочевидь, що такий інструмент на сьогодні служить майже не єдиним засобом захисту інвестицій від девальвації гривни. Проте цей інструмент може бути не кожному НПФ досяжним через його відносно дорогу вартість. Мінімальна сума інвестування в єврооблігації орієнтовно складає \$50,000.

НПФ за своєю сутністю є пасивним інвестором, проте, навіть в межах жорстких лімітів та обмежень, інвестиційна політика кожного фонду може відрізнятися. Цей висновок підтверджується проведенням у п. 2.3 аналізом. Тип інвестиційної політики обирається КУА. Основним документом, який визначає направленість такої політики є інвестиційна декларація НПФ, яка містить пріоритетні інструменти інвестування, основні обмеження і таке інше. Практика свідчить що у переважаючої більшості НПФ інвестиційна декларація носить формальний характер і містить основні положення Закону про НПЗ стосовно інвестиційних обмежень та напрямків інвестування. Такий підхід дозволяє здійснювати гнучку інвестиційну стратегію, проте унеможливорює здійснення якісної оцінки управління активами НПФ. Для рішення про інвестування в той чи інший пенсійний фонд, для контролю за його інвестиційною діяльністю а також для вибору ефективних шляхів інвестування самим НПФ важливо визначитися з інвестиційною стратегією керуючого активами.

Держфінпослуг, здійснюючи аналіз діяльності НПФ, обробляє інформацію зокрема про інвестиційну діяльність фондів шляхом класифікації активів на категорії, що відображають визначені класи інвестиційних стратегій. Ця класифікується базується переважно на звітах, які є офіційними для оприлюднення і складаються самими НПФ. Тому подібна аналітична інформація не може бути

визнаною як об'єктивна і неупереджена, оскільки залежить від багатьох суб'єктивних чинників: хто здійснює аналіз, з якою метою і яким чином. Виникає необхідність у визначенні якісного підходу для характеристики інвестиційної стратегії КУА за параметрами якості.

У світовій практиці ефективність інвестиційного менеджменту визначається тим, який рівень ризику забезпечує отриманий рівень доходності. Інновації у сфері управління пенсійними фондами сьогодні проявляються у наступних стратегіях: 1) регулярне інвестування значної частини коштів у хедж-фонди; 2) розробка різних моделей використання еталонного індикатора (benchmark) з метою контролю за ризиком портфеля.

Інвестування у хедж-фонди відноситься до типу активного управління активами і в умовах вітчизняного законодавства та ступеню розвитку вітчизняного фондового ринку є неможливим. Друга стратегія передбачає інвестування з прив'язкою до індексу (index investing). Це пасивна інвестиційна стратегія, сутність якої полягає в складанні портфелю акцій, доходність якого буде вимірюватися у відповідності з доходністю будь-якого індексу акцій, прийнятого за еталон. Різниця між доходністю еталона та доходністю портфеля створює помилку спостереження (tracking error, TE). З міжнародного досвіду відомо, що для вкладників НПФ привабливими є стратегії з обмеженим ризиком в межах 3-5% помилки спостереження відносно обраного еталонного індикатора. Найбільш прийнятною стратегією інвестування для НПФ є обрання стратегії вдосконаленого портфельного управління або інтенсифікованого індексування (enhanced indexing), метою якого є перевищення або повторення загального руху визначеного індексу. Такий підхід до інвестування активів НПФ є виправданим, оскільки застосовується найкращий досвід у наявних умовах і можливостях.

Розглянемо детально інструментарій, за допомогою якого можна оцінити ефективність інвестиційного менеджменту та подальшу доцільність його використання.

У світовій економічній науці простежується два підходи до застосування коефіцієнта альфа: для оцінки якості портфеля та для характеристики інвестиційної діяльності керуючого активами. Коефіцієнт альфа може використовуватися для оцінки середньої доходності портфеля, оскільки цей показник характеризує ризикованість акцій по відношенню до ринку. Додатне значення цього показника визначає додаткову винагороду інвестора за ризик придбання цієї акції. Чим вище показник альфа, тим кращою вважається акція відносно усього ринку. Наприклад, доходність акції з коефіцієнтом альфа, що дорівнює одиниці, перевищує доходність ринку в цілому на 1 % [71].

$$\alpha = r_p - (r_m + \beta \times (r_B - r_m)), \quad (3.15)$$

де α – коефіцієнт альфа;

r_p – середня доходність портфеля;

r_m – середня доходність безризикового активу;

β – коефіцієнт бета портфелю;

r_B – середня доходність ринку (індексу).

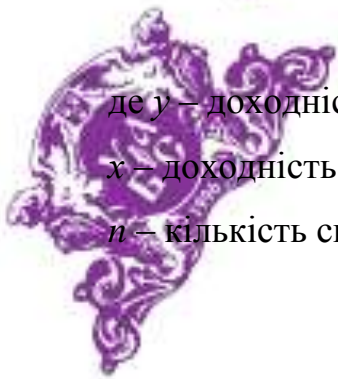
Якщо потрібно визначити наскільки керуючий портфелем використовує ризик фонду, тобто показує доходність не менше ринкової з поправкою на коефіцієнт бета, доцільно визначити показник альфа за формулою (3.16):

$$[\sum y - \beta \sum x] / n, \quad (3.16)$$

де y – доходність портфеля;

x – доходність еталона (ринку, індексу);

n – кількість спостережень (кількість пар x та y).



Чим вище значення цього показника, тим якісніше робота керуючого. Від'ємне значення коефіцієнта альфа свідчить про протилежний результат управління активами.

З формул (3.15) та (3.16) бачимо, що поряд з коефіцієнтом альфа потрібно розраховувати коефіцієнт бета, який у фінансах і інвестиціях є показником волатильності акцій по відношенню до усього ринку. Коефіцієнт бета окремого фонду розраховується за допомогою регресійного аналізу. Це ключовий параметр, який вимірює ту частину статистичної варіації акцій, яка не може бути ліквідована шляхом диверсифікації портфеля, так як корелює з коливаннями у вартості інших акцій у портфелі. Ризик, який вимірюється β , узагальнює практично увесь ризик у диверсифікованих портфелях.

Також β часто називають фінансовою еластичністю активу або корельованою волатильністю. Коефіцієнт бета вважається показником чуттєвості доходності активу до коливань ринку, який вимірює системний ризик. Проте слід пам'ятати про те, що β є показником ризику, а не принадності компанії або сектору для інвестицій [74]. Для цього ми будемо використовувати інші оціночні коефіцієнти, про що піде мова далі. Для розрахунку β використовується лінійна регресія доходності акцій компанії на доходність портфеля (індексу). Регресійна лінія SCL (Security Characteristic Line) має наступний вигляд (3.17):

$$r_p = \alpha + \beta \cdot r_B + \varepsilon, \quad (3.17)$$

де ε – випадкова величина (неочікуваний, некорелюючий показник).

У формулах (3.15), (3.16), (3.17) крім бета застосовують еталонний показник. Дуже важливо, щоб еталон був вірно підібраний, бо в іншому випадку розрахунок втрачає сенс. Правильність вибору еталона вимірюється іншим статистичним показником: коефіцієнтом кореляції. Чим нижче значення цього коефіцієнта, тим менш точно бета відображає волатильність фонду. Чим ближче

значення коефіцієнта кореляції до 1, тим правильніше розрахована бета. Вважається, що бета не має сенсу у випадку, коли значення коефіцієнта кореляції менше 0,75 [71].

У світовій практиці є загальноприйнятим наступне трактування значення показника β :

- $\beta = 1$ позначає, що фонд повторював злети і падіння ринку точно у співвідношенні 1:1.
- $\beta < 1$, позначає, що будь-які коливання ринку відображалися на доходності фонду тільки частково.
- $\beta > 1$ позначає, вартість портфеля падала більше ніж увесь ринок, проте зростала сильніше під час загального зростання ринку.
- $\beta < 0$ свідчить про те, фонд рухався у протилежному ринку напрямку [71].

Чим вище значення β , тим вище ризик і тим, відповідно, вище повинна бути прибутковість інструменту, щоб компенсувати його. Чинники, що впливають на ризик акції, є різноманітними. Основними вважаються:

- зміна темпу інфляції;
- зміна у ВВП;
- зміна спреду на корпоративні облигації у порівнянні з державними облигаціями;
- зміна у кривій доходності облигацій;
- зміна ставки короткострокових кредитів;
- різниця у ставках короткострокових і довгострокових кредитів;
- зміна вартості нафти, золота і інших сировинних товарів;
- зміна в обмінних курсах основних валют [167].

В залежності від підходу до управління інвестиційним портфелем існує два види ризику капіталізації: активний ризик і ризик спостереження. Активний ризик пов'язаний з підбором акцій з доходністю нижче середньої по еталонному портфелю. Ризик спостереження – це ризик невірною вибору еталонного порт-

феля (доходність керованого портфеля зростає, у той час коли доходність еталонного падає). У цьому випадку вважається, що портфель має значну погрішність спостереження (TE) і керуючий активами не інвестує у ті категорії акцій, на які повинен бути зорієнтований цей портфель. Помилка спостереження – показник того, наскільки близько подібний портфель на його еталонний зразок. Найчастіше помилка спостереження вимірюється стандартним відхиленням різниці між змінами вартості портфеля і індексу (3.18) :

$$\tau^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (r_{t,p} - r_{t,B})^2, \quad (3.18)$$

де τ^2 – стандартне квадратичне відхилення;

n – кількість спостережень;

$r_{t,p}$ – вартість конструйованого портфеля у відповідному періоді t ;

$r_{t,B}$ – вартість еталонного портфеля у відповідному періоді t .

Проаналізовані нами основні показники найбільше підходять для оцінки якості інвестиційної діяльності КУА та виробу того чи іншого НПФ з позиції найвдалішого. На перший погляд здається, що слід шукати НПФ з високою альфою та низькою бетою, бо це ті фонди, які демонструють більшу прибутковість ніж середня при відповідному рівні ризику. Проте існують важливі нюанси, які роблять неможливим застосовувати такий підхід. По-перше, альфа вимірює доходність відносно бета і всі недоліки бета відображаються на альфа. Наприклад, якщо бета має показник кореляції нижчий за 0,75, то і альфа не буде відповідати дійсності.

По-друге, альфа не дозволяє розрізнити доходність як наслідок некомпетентного управління і високих платежів керованого активами. Наприклад, керуючі просто копіюють індекс і їх діяльність не містить ознак стратегії підвищеного індексування. Теоретично за такої стратегії альфа повинна дорівнювати

нулю. Проте частіше альфа таких керуючих має від'ємне значення, тому що додатково відображає зменшення доходів у наслідок витрат на керування активами, оскільки вони не покриваються доходністю. Тому цілком очевидним є те, що така політика управління активами є неприйнятною.

По-третє, альфа не дозволяє оцінити чи компанія з управління активами має належний професійний рівень, чи успіх полягає у випадковому виборі інвестиційних інструментів і у наступному періоді перетвориться на випадкові збитки [71].

З огляду на зазначені недоліки ми пропонуємо оптимізувати систему оцінки інвестиційної діяльності КУА на основі розглянутих нами показників. З цією метою ми змодельовали наступну ситуацію.

Нехай КУА формує інвестиційний портфель, який складається з трьох активів. Еталонний портфель містить ті ж самі активи у наступній пропорції: актив 1 – 20%; актив 2 – 30%; актив 3 – 50%. Для моделювання ситуації робимо припущення, що активи передбачаються з рівнем прибутковості $\mu=0,05$; рівень волатильності $\sigma = 0,2$; кореляційна матриця має вигляд:

$$C = \begin{pmatrix} 1 & 0.5 & 0.5 \\ 0.5 & 1 & 0.5 \\ 0.5 & 0.5 & 1 \end{pmatrix}$$

Кожен з активів має однаковий рівень доходності. Припускаємо, що інвестиційна стратегія КУА може будуватися за такими варіантами:

Стратегія 1. КУА обирає активи для інвестування, які будуть мати найкращі ринкові позиції у наступному періоді. Назвемо цю стратегію «*найкращий вибір*».



Стратегія 2. КУА обирає ті активи, вартість яких зростатиме у наступному періоді і не обирає їх тоді, коли їх вартість зменшується. Це стратегія *«найкращий час»*.

Стратегія 3. КУА випадковим чином інвестує всі вільні кошти в один з трьох активів в одному періоді. По його закінченню кошти з активу вилучаються і обирається інший актив для інвестування у наступному періоді. Це стратегія *«випадковий вибір»*.

Стратегія 4. КУА приймає рішення про інвестування або не інвестування в еталонні активи випадковим чином і на невизначений період. Цю стратегію назвемо *«випадковий час»*.

Стратегія 5. КУА намагається зробити прогноз зміни вартості активів та оцінити недооцінені активи, тобто підходить з позиції застосування стратегії найкращого вибору та найкращого часу а також випадкового вибору. Це *«змішана стратегія»*, яка відображає реальну політику керуючого активами та відображає всі його навички і вміння.

Аналіз сукупної доходності портфеля полягає у розкладанні усіх чинників, що впливають на її формування, на окремі компоненти. Так аналіз сукупної доходності у відповідності до регресійної моделі полягає у розкладанні на компоненти регресійної лінії SCL (3.17), де α – це очікуваний компонент, що не корелюється (*α -компонент*); $B r_B$ доходний елемент, що корелює з доходом еталону (*систематична компонента*); ε - це випадкова величина, яка означає, що значення r_p , r_B іноді відхиляються від лінійної залежності.

Так як вибір та час, який ми розглядаємо у стратегіях 1 та 2 наближені за змістом до коефіцієнтів альфа та бета, застосуємо рівняння (3.17) для аналізу інвестиційної стратегії з позиції найкращого вибору та найкращого часу. Для цього використаємо перетворений вираз таким чином, щоб він відображав стратегію підвищеного індексування [158]:

$$r_p - r_B = \alpha + (\beta - 1)r_B + \varepsilon. \quad (3.19)$$

Вираз $(\beta - 1)r_B$, що характеризує кореляцію портфеля з еталонним індексом, оцінюється у відповідності до коефіцієнта β . Якщо $\beta > 1$, вираз (3.19) має позитивне значення за умови $r_B > 0$, і навпаки.

Застосуємо розкладання на чотири компоненти дисперсії помилки спостереження (tracking error variance, TEV), розроблене швейцарськими науковцями М. Амманном, С. Кесслером, Дж. Тоблером [158]:

$$\begin{aligned} \tau^2 = & \alpha^2 + \\ & + (\beta - 1)^2 (\sigma_B^2 + \mu_B^2) + \\ & + \sigma_\varepsilon^2 + \\ & + 2\alpha(\beta - 1)\mu_B \end{aligned} \quad (3.20)$$

де σ_B^2 - дисперсія доходності індекса;

μ_B - очікувана доходність індексу;

σ_ε^2 - дисперсія випадкової величини регресійної лінії SCL.

Перший рядок рівняння (3.20) відповідає α -компоненті. Другий рядок (3.20) відображає частину TEV, яка спричинила відхилення від еталонного індексу (це *систематична компонента*). Третій рядок відображає дисперсію випадкової величини, тобто відхилення від значення еталонного індексу, спричинені іншими чинниками ніж α -компонента і *систематична компонента*. Останній, четвертий рядок відображає змішану компоненту, зумовлену взаємодією α -компоненти і *систематичної компоненти*.

За допомогою цього розкладання можна визначити в якій мірі компоненти корелюють з еталонними значеннями. Наприклад, якщо стратегія КУА – це підвищене індексування і при цьому зберігається максимальна схожість порт-

феля зі структурою індексу, регресійна лінія SCL буде мати такі параметри: $\alpha=0$, $\beta \neq 1$, $\varepsilon=0$. Для пасивної інвестиційної стратегії (придбання диверсифікованого портфеля цінних паперів, у якому містяться активи ринкового індексу, без спроб знайти недооцінені цінні папери) регресійна лінія SCL буде мати такі параметри: $\alpha=0$ і $\beta=1$. Це відображає повну відповідність обраному еталону.

Навпаки, коли структура портфеля відрізняється від еталонного, SCL покаже наявність і ступінь систематичного перевищення чи недовиконання еталонного значення доходності ($\alpha \neq 0$) і те, як змінився вплив портфельного індексу згідно розрахунку коефіцієнта бета. Вибір активної стратегії на тлі абсолютно прогнозованого доходу покаже $\alpha > 0$. Проте нічого не визначено відносно β . Стосовно цього показника можлива подія настання багатьох різних варіантів.

Для проведення стратегічного аналізу потрібна інформація про частку активів у сукупному портфелі НПФ. Потім за допомогою стандартного комп'ютерного забезпечення можна легко здійснити необхідні розрахунки. Модель, представлена у табл. 3.13 дозволяє дати оцінку ефективності інвестиційної політики КУА портфельних інвесторів, наприклад, таких як НПФ, ПФ.

Модель відображає структуру оціночних показників по частках компонент, що їх формують. Ми відобразили порівняльну структуру інвестиційних стратегій, яка є прикладом їх ідентифікації (табл. 3.13). Частка компонент показників, що аналізуються, допомагає визначити, який стиль управління активами застосовується у відповідності до стратегій прийняття інвестиційних рішень.

Побудова моделі стратегій управління активами проведена на основі розрахунків швейцарських дослідників на базі статистичних даних з вибіркою приблизно 80 активів [158]. Ми узагальнили їх з метою адаптації трактування структури оціночних показників для визначення кожної стратегії окремо для прийняття рішення про інвестиційну діяльність НПФ. Модель дозволить виявити стиль управління активами та надасть можливість регуляторам та зовнішнім користувачам більш прозоро аналізувати інвестиційну результативність НПФ.

Таблиця 3.13 – Типові моделі стратегій прийняття рішень в залежності від структури складових оціночних показників

Показник	Складова показника	Формула розрахунку	Стратегії				
			Найкращий Вибір	Найкращий час	Випадковий вибір	Випадковий час	Змішана стратегія
Дохід портфеля	Сукупний	(3.15)	5	3	2	1	4
	α-компонента	(3.15)	>71,4%	>66,9%	>0,6%	>2,7%	>65,3%
	Систематична компонента	(3.15)	<28,6%	<33,1%	<99,4%	<97,3%	<34,7%
Активний дохід	Сукупний	(3.17)	4	2	-1	-2	3
	α-компонента	(3.17)	>101,6%	>143,2%	>20,0%	>2,9%	>125,5%
	Систематична компонента	(3.17)	<-1,6%	<-43,2%	<-126,7%	<-103,3%	<-25,5%
	α-компонента	(3.20, ряд 1)	>74,7%	>48,2%	0%	0%	>72,7%
Дисперсія помилки відслідковування (TEV)	Сукупний	(3.20)	3	1	2	2	1
	α-компонента	(3.20, ряд 1)	>74,7%	>48,2%	0%	0%	>72,7%
	Систематична компонента	(3.20, ряд 2)	0%	<53%	0%	<49,7%	<34,8%
	Дисперсія випадкової величини	(3.20, ряд 3)	<27,3%	<27,7%	<99,3%	<51%	<21,2%
	Змішана компонента	(3.20, ряд 4)	<-2,5%	<-28,9%	0%	0%	<-28,8%

Джерело: власні розрахунки автора на базі [158].

Оцінку розрахунків по кожному з трьох показників для порівняння стратегій і вибору найкращої, ми пропонуємо здійснити за п'ятибальною шкалою за наступним критерієм: «найвище значення» - 5 балів; «високе» - 4 бали; «середнє» - 3 бали; «низьке» - 2 бали; «найнижче» - 1 бал; «відсутнє» - 0 балів. Знак мінус характеризує від'ємну результативність у відповідній пропорції. Це дозволить дати характеристику стратегіям з точки зору їх загальної результативності та виявити найкращу. Оцінка компонентів відповідного показника проведена у відповідності до впливу частки такого компонента на його загальне значення.

Бальна оцінка стратегій дозволяє порівняти між собою їх ефективність. Вважаємо встановленим, що стратегія найкращого вибору є найефективнішою. Диверсифікація стратегій між собою також призводить до підвищення загальної результативності за рахунок невіліювання негативних чинників між собою.

З таблиці 3.13 бачимо, що стратегія *найкращого вибору* характеризується найвищим значенням α -компоненти. Це є цілком логічним, оскільки найвища дохідність і активна дохідність пов'язані з цією несистематичною компонентою. Це узгоджується зі структурою дисперсії помилки спостереження, яка має компоненти, які часто не корелюють з еталонним індексом. В цілому стратегія *найкращого вибору* має найбільше значення помилки спостереження, що означає відступ керуючого активами від індексу.

Стратегія *випадкового вибору*, навпаки, має найбільшу частку компоненти випадкового вибору у сукупному розкладанні TEV. Таким чином випадковість вибору інвестиційних інструментів простежується при розкладанні TEV на окремі компоненти, у той час як традиційне розкладання сукупного доходу портфеля не дозволяє виявити випадковість дій КУА. Активне розкладання не дає чітких сигналів про такі обставини, тому що посиляє зменшення доходності

на рахунок систематичної компоненти. Лише розкладання TEV дозволяє виявити випадковість обрання активів при високому значенні дисперсії випадкової величини або, навпаки, продуману інвестиційну стратегію при високому значенні коефіцієнта альфа.

Стратегію *випадкового часу* важче ідентифікувати. Коефіцієнт альфа і відповідно активний дохід, що залежить від альфа-компоненти, наближені до нуля. Це свідчить про відсутність несистематичної компоненти у сукупному портфелі. Ми спостерігаємо від'ємне значення систематичної компоненти. Випадковість часу простежується у тому, що розкладання TEV демонструє кореляцію прибутковості з індексом таку ж саму як і дисперсія випадкової величини. Це відрізняє стратегію *випадкового часу* від стратегії *випадкового вибору*.

Стратегію *найкращого часу* визначити ще важче, тому що менше виражених особливостей у структурі компонент TEV ніж у TEV при стратегії *найкращого вибору*. Розкладання сукупного доходу та активне розкладання показує достатньо високу альфа також. Це схоже на тенденцію при стратегії *найкращого вибору*. Подібна схожість структури показників може призвести до невірної ідентифікації стратегії. І лише розкладання TEV демонструє високий вплив систематичної компоненти на індексоорієнтований портфель. Про те, що часовий компонент у інвестиційній стратегії зростає, свідчить скорочення сукупного значення TEV. Однак частка систематичної компоненти у сукупному розкладанні є значною. Це є ознакою стратегії *найкращого часу*. Таким чином лише TEV є найкращим показником для ідентифікації цієї стратегії.

Ми розглянули чисті стратегії, проте цілком очевидним є те, що на практиці в чистому вигляді вони зустрічаються доволі рідко. Більш реалістичнішими є змішані стратегії, тому що керуючі завжди застосовують суміш свідомого вибору інвестиційних інструментів з випадковим вибором і регулярно переглядають їх комбінацію. Враховуючи складність виявлення стратегії *найкращого часу*, ми моделюємо ситуацію, коли на цю стратегію припадає найбільша частка. У розрахунках змішана стратегія була змодельована наступним чином: 20%

активів *найкращого вибору*, 70% активів *найкращого часу*, 10% активів від *випадкового вибору*. Як бачимо з таблиці 3.13 змішана стратегія по показнику загальної доходності портфеля і активного доходу подібні до стратегії *найкращого вибору*, хоча ми знаємо, що це не так, оскільки найбільшу частку закладено саме в стратегію *найкращого часу*. Тож зазначені показники не можуть точно ідентифікувати основну стратегію керуючого активами. Тільки розкладання TEV допомагає виявити ефективність діяльності КУА: ми спостерігаємо високу ступінь впливу випадкового вибору (21,2%) та достатній рівень кореляції зі значенням індексу 34.8%. Високе значення коефіцієнта альфа свідчить про вдалість вибору інструментів інвестування у частині 20% *стратегії вдалого вибору*.

Таким чином, ми розглянули можливість давати оцінку інвестиційній політиці КУА з застосуванням кожного з трьох показників: сукупна доходність портфеля, активна доходність та помилка відслідковування. Виявили, що розкладання TEV на складові компоненти дозволяє отримати додаткову інформацію про ефективність інвестиційної політики КУА, яка не може бути одержана шляхом розрахунків інших показників, таких як сукупна доходність портфеля та активна доходність. Завдяки наявності такої складової як дисперсія випадкової величини, можна виявити наскільки вибір активів КУА був випадковим. Можливість виявлення випадковості вибору є важливою складовою аналізу інвестиційної діяльності, оскільки дозволяє оцінити потенційному інвестору ступінь ризику управління. Цей ризик можна звести до мінімуму шляхом обрання такого фонду, яким КУА керує з високим професіоналізмом.

Запропонована нами типова модель структури складових оціночних показників для визначення якості інвестиційних стратегій КУА та спосіб їх розрахунку надає наступні переваги:

1. Поліпшено якість оцінки інвестиційній стратегії шляхом класифікації її за стратегіями управління активами: найкращий вибір, найкращий час, випадковий вибір, випадковий час, змішана стратегія.

2. Удосконалено спосіб здійснення аналізу ефективності інвестиційної діяльності шляхом застосування прийому розкладання помилки відслідковування на складові компоненти.

3. Доведено слабку інформаційну ефективність окремого аналізу таких показників як сукупний дохід портфеля або активний дохід. Без комплексного порівняння їх між собою та без аналізу дисперсії помилки відслідковування підвищується ймовірність невірно оцінити ефективність інвестиційної стратегії.

4. Запропоновано новий спосіб оцінки інвестиційної стратегії, який полягає у виявленні ступеня впливу випадкової величини шляхом розкладання дисперсії випадкової величини на окремі компоненти.

5. Виявлено, що модель особливо ефективна для ідентифікації стратегії «найкращий вибір» чи «випадковий вибір». Її недоліком є складність у ідентифікації стратегій «найкращий час» та «випадковий час». Однак встановлено, що найвища сукупна доходність отримується при застосуванні стратегії «найкращий вибір», тому методом виключення можна виявити чи досягнуто максимальну доходність чи ні.

6. Встановлено, що оцінка змішаної стратегії за запропонованою моделлю не відображає точної структури інвестиційних стратегій у методі управління активами окремо взятою КУА, проте точно відображає наявність та ступінь випадкового вибору інвестиційних інструментів, що є достатнім для точної і вірної оцінки діяльності КУА.

Подальших досліджень потребує розробка моделі, яка б могла чітко ідентифікувати стратегію найкращого часу та дати точну характеристику змішаній стратегії. Залишається не зрозумілим структура самої випадкової величини: чи це наслідок стратегії *випадковий вибір* чи стратегії *випадковий час*.

Не зважаючи на зазначені недоліки запропонованої нами до застосування моделі структури складових оціночних показників, практично вона здатна виконати покладене на неї основне завдання: виявити чи є ефективними обрані

КУА шляхи інвестування активами чи ні з точки зору випадкового чи свідомого вибору інвестиційних інструментів. Регресійний підхід може бути цікавим також зовнішнім аналітикам, наглядовим органам та внутрішнім управлінцям, оскільки цей розрахунок можна здійснити за допомогою стандартних комп'ютерних програм.

Результати дисертаційного дослідження, викладені в цьому підрозділі використовувалися при здійсненні оцінки якості інвестиційного портфеля та загальної інвестиційної діяльності компанії ТОВ «КАПИТАЛТРАСТ СЕК'ЮРИТИЗ». Адаптований автором спосіб оцінки інвестиційної стратегії дозволив виявити рівень обґрунтованості рішень менеджерів компанії щодо свідомого чи випадкового вибору інвестиційних інструментів, про що надано довідку (Додаток Л).

Розроблена автором типова модель структури складових оціночних показників в залежності від стратегії управління активами клієнтів дозволяє поліпшити якість надання послуг та прогнозувати фінансові результати від діяльності компанії згідно класифікатора КВЕД 65 «Грошове та фінансове посередництво».

Дисертаційне дослідження, направлене на розробку механізму залучення та використання фінансових ресурсів, а також виявлення та прогнозування подальших перспектив розвитку НПФ, своїм результатом має сформовану систему основних підходів до управління фінансовими потоками НПФ. Результати дослідження щодо впливу основних елементів системи, представлені у попередніх розділах, дозволили розробити власну структуру системи управління НПФ як складну, багатокomпонентну сукупність взаємообумовлених та взаємопов'язаних процесів, підсистем діагностики, планування організації фінансових потоків та контролю, зорієнтованих на досягнення визначених цілей НПФ з урахуванням ендогенних та екзогенних факторів.

Поліпшити зовнішні умови здійснення інвестиційної діяльності КУА можна лише шляхом інтенсивного реформування пенсійної системи поряд з роз-

робкою та удосконаленням нормативних правових актів. У ході дисертаційного дослідження було виявлено, що першочерговим завданням є необхідність розв'язати ряд змістовних задач. У якості основних з них можна виділити наступні:

- усунути невідповідність основних положень Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» і інших регуляторних актів у частині валютних інвестицій НПФ, зокрема НБУ визначити порядок придбання іноземної валюти для НПФ;
- змінити вітчизняний законодавчий простір з метою надати змогу використати переваги міжнародної диверсифікації активів НПФ, а саме: сприяти встановленню прямих кореспондентських зв'язків з депозитарними установами провідних країн світу; надати можливість НПФ зберігати активи у декількох банках-зберігачах за умови обґрунтування такої необхідності;
- переглянути критерії оцінки ефективності інвестиційної діяльності НПФ шляхом застосування регуляторами моделі структури складових оціночних показників для визначення якості інвестиційних стратегій.

Висновки до третього розділу

1. Довгостроковість функціонування НПФ обумовлює необхідність розглядати різні етапи життєвого циклу НПФ, які суттєво віддалені один від одного у часі, через специфіку їх фінансово-господарської діяльності, а саме: 1) «формування та становлення» – період залучення активних учасників і вкладників, внески яких забезпечують кількісний приріст активів; 2) «розвиток» – період накопичення достатнього обсягу активів для їх диверсифікації і форму-

вання довгострокового інвестиційного портфеля, що забезпечує не лише кількісний, але й інвестиційний приріст активів НПФ; 3) «настання зрілості» – період збільшення фінансового навантаження на НПФ через переважання частини учасників, строк виплат пенсії для яких вже настав, над чисельністю “молодих” учасників; 4) «поступова ліквідація» – період трансформації активних учасників у пасивні або їх масове вибуття, можливий через втрату привабливості для нових користувачів через низький рівень інвестиційного приросту активів. Для визначення ЕЖЦ НПФ на основі даних звітності, що оприлюднюються, сформовано систему із 12 аналітичних показників за двома змістовними блоками: група А «Показники маркетингової групи» (інвестиційний склад учасників, структурні зміни вкладників); група В «Показники оцінки фінансового стану та результатів діяльності НПФ» (структурні показники роботи НПФ, показники прибутковості). З метою приведення цих показників у зіставний вигляд здійснено їх нормалізацію залежно від ЕЖЦ. Показники в рамках кожної групи автор пропонує оцінювати окремими реляційними моделями даних у вигляді алгоритмів. Їх співвідношення визначено за допомогою методу експертних оцінок залежно від значущості показника для фінансової діяльності НПФ. Результати перевірені на базі статистичних даних по 28 НПФ та використані ПрАТ «Полтавський олійноекстракційний завод – Кернел Груп» при обранні НПФ для впровадження пенсійних програм, що підтверджено довідкою від 21.04.2011 № 895 (Додаток Л).

2. Під фінансовою стратегією фірми в межах даного дисертаційного дослідження слід розуміти комплексне управління активами і пасивами НПФ, направлене на досягнення стратегічної мети. Розробку ефективної фінансової стратегії НПФ запропоновано здійснювати з урахуванням відповідного ЕЖЦ і комплексних оптимізаційних критеріїв: надійність функціонування (загальна, абсолютна та поточна платоспроможність; рівень диверсифікації пенсійних активів); економічна ефективність діяльності (зростання ЧВОПВ, прибутковість інвестування пенсійних активів); ліквідність пенсійних активів (поточна та

планова ліквідність); зворотність пенсійних накопичень учасників (здатність НПФ виконати зобов'язання перед учасниками по виплаті (передачі) коштів при умовно одночасному розторгненні всіх пенсійних контрактів). Фінансовий розвиток НПФ автор пропонує поділити на наступні стадії: становлення (формування власного капіталу); зростання (1 або 2 ЕЖЦ, зростає ЧВА, ефективно розподіляються фінансові ресурси), стабілізація (епізодичний розвиток, зростання ЧВА повільними темпами), гальмування (висока залежить від зовнішніх чинників, скорочення ЧВА, фінансові потоки нестабільні). Сформовані автором параметри системи визначення ЕЖЦ НПФ та критерії фінансового розвитку НПФ лягли в основу характеристик головних фінансових стратегій НПФ: «прискорений ріст», «обмежене зростання», «скорочення».

3. Обрання відповідної стратегії запропоновано здійснювати за допомогою матриці Ж. Франсона і І. Романа, адаптованої автором до специфіки господарської діяльності і фінансової діяльності НПФ, яка будується на підставі трьох показників: результат господарської діяльності (РГД), результат фінансової діяльності (РФД), результат фінансово-господарської діяльності (РФГД). Механізм залучення пенсійних внесків, накопичення їх на індивідуальних пенсійних рахунках, управління ними і здійснення пенсійних виплат є господарською діяльністю НПФ. Результатом фінансової діяльності є ефективність інвестиційної діяльності, яка полягає в якісному прирості активів. Рух по горизонталі матриці від від'ємного РФД до позитивного відбувається внаслідок зміни результату фінансової діяльності, пов'язаної зі зменшенням довгострокових фінансових вкладень. Рух по вертикалі – це результат господарської діяльності, пов'язаний зі зростанням поточних фінансових потреб НПФ та придбанням нерухомості. За допомогою даної матриці НПФ має змогу адекватно приймати рішення про комплексне використання усіх фінансових ресурсів, направлених на досягнення мети фінансової стратегії, яка є пріоритетною на даному етапі розвитку НПФ. В межах даної матриці можна розглядати проблему співвідношення мети і ресурсів розвитку НПФ в динаміці, надаючи можливість форму-

лювати фінансову стратегію, пріоритетні сфери фінансового розвитку, що забезпечують її реалізацію та модифікувати фінансову стратегію через зміни важливих параметрів функціонування фонду.

4. Автором визначено основні (юридичні особи) та перспективні (населення, та суб'єкти підприємницької діяльності – фізичні особи) напрями залучення ресурсів недержавним пенсійним фондом та розглянуто особливості кожного сегменту. В сучасних умовах найбільш потужним джерелом фінансових ресурсів для НПФ визнано юридичних осіб. Обґрунтовано напрями впливу розміру пенсійних внесків та пенсійних виплат на фінансовий стан НПФ та систематизовано наслідки взаємного впливу зміни динаміки ключових параметрів пенсійного фонду: кількісний приріст учасників і вкладників впливає на зміну суми надходжень пенсійних внесків, що обумовлює інвестиційний приріст активів за рахунок розширення інвестиційних можливостей.

5. Розроблений автором підхід до управління залученням і використання фінансових ресурсів НПФ формує методичне підґрунтя для подальших досліджень в напрямку оптимізації структури активів і пасивів НПФ. Для того, щоб запропонований підхід до управління фінансовими ресурсами НПФ набув завершеності та практичної значущості, розроблено модель визначення стратегії управління активами із комплексним застосуванням оціночних показників. Досліджено різні варіанти стратегій прийняття рішень (найкращий вибір, найкращий час, випадковий вибір, випадковий час, змішана стратегія) щодо інвестування, які в умовах функціонування недержавного пенсійного фонду повинні здійснюватися шляхом свідомого вибору. Це надало можливість розробити типову модель стратегій прийняття рішень в залежності від структури складових оціночних показників. Запропоновані підходи оцінки інвестиційної діяльності компанії з управління активами дозволяють оцінити ступінь кваліфікованості відповідальної особи, та виміряти ступінь випадковості обрання інвестиційних інструментів при формуванні портфелю. Модель структури складових оціночних показників в залежності від стратегії управління активами клієнтів викори-

стовувалась ТОВ "КАПИТАЛТРАСТ СЕК'ЮРИТИЗ", м. Київ, для визначення рівня обґрунтованості рішень компанії щодо свідомого чи випадкового вибору інвестиційних інструментів (довідка від 21.05.2010 № 14, Додаток Л).

6. Основні положення, висновки та рекомендації, що містяться в даному розділі знайшли своє відображення в наступних публікаціях [152, 153, 154, 155, 156].



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНЬСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State High
"UKRAINIA
OF THE NATI

Educational Institution
ACADEMY OF BANKING
& FINANCE OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукового завдання, що виявляється в удосконаленні теоретичних та розробці науково-методичних підходів до розвитку механізму залучення і використання фінансових ресурсів НПФ.

За результатами виконаного дисертаційного дослідження зроблено наступні висновки:

1. Недержавний пенсійний фонд у роботі розглядається як фінансова установа, яка формує довгострокові фінансові ресурси за рахунок пенсійних внесків суб'єктів господарювання і домогосподарств та трансформує їх в інвестиційний капітал з метою забезпечення прийняттого рівня майбутніх пенсійних виплат, і яка самостійно несе відповідальність за результати своєї діяльності. До особливостей розвитку НПФ в Україні віднесено ключову роль кількісної складової приросту пенсійних активів (формування за рахунок пенсійних внесків). Слабкість якісної складової приросту активів (формування за рахунок інвестиційного прибутку) пояснюється банкоцентричністю інвестиційних стратегій.

2. Фінансові ресурси НПФ визначено як сукупність коштів грошових фондів та частини грошових коштів нефондового характеру, що перебувають у розпорядженні НПФ і створені за рахунок залучених (внесків вкладників фонду) і власних (інвестиційного фінансового результату) джерел фінансування, і які використовуються для формування активів і погашення поточних зобов'язань НПФ.

3. Реалізація МЗВФР полягає у формуванні трьох взаємопов'язаних центрів відповідальності (залучення, примноження, використання фінансових ресурсів) шляхом формування цільових орієнтирів фінансової, інвестиційної, маркетингової стратегій; проведення оцінювання та прогнозування рівня поте-

нційного розвитку ринку послуг НПФ в системі НПЗ (проявляється у якісній характеристиці відносин НПФ з суб'єктами господарювання і домогосподарствами); реалізації механізму залучення фінансових ресурсів, основними елементами якого є джерела формування активів, методи та інструменти залучення коштів, та механізму використання фінансових ресурсів як складової інвестиційної та фінансової стратегій; проведення оцінки ефективності діяльності НПФ.

4. Як інструментарій для оцінювання та прогнозування рівня потенційного розвитку ринку послуг НПФ в системі НПЗ запропоновано науково-методичний підхід, який базується на розрахунку показника "рівень потенційного розвитку ринку послуг НПФ в системі НПЗ", як різниці між рівнем абсолютного охоплення населення послугами системи НПЗ та показником "фактичний рівень активності на ринку пенсійного страхування" (який розраховується як співвідношення між кількістю укладених пенсійних контрактів всіма фінансовими посередниками, що здійснюють пенсійне страхування, та чисельністю трудових ресурсів в регіоні).

5. За результатами проведеного дослідження виявлено, що фактичний рівень активності НПФ на ринку пенсійного страхування є дуже низьким, що свідчить про наявність невикористаного резерву підвищення обсягів залучення фінансових ресурсів до НПФ. Визначені наступні перспективні напрями розширення джерел фінансового потоку до НПФ: пенсійні внески від населення і суб'єктів підприємницької діяльності – фізичних осіб.

6. Формування фінансової стратегії НПФ базується на оцінюванні фінансового стану НПФ, з урахуванням стадій життєвого циклу НПФ. Оцінку фінансового стану НПФ запропоновано здійснювати на основі критеріїв надійності, економічної ефективності, ліквідності та зворотності пенсійних накопичень, що також передбачає врахування стадій життєвого циклу НПФ при визначенні їх критичних значень.

7. Визначення стадії життєвого циклу НПФ доцільно здійснювати, застосувавши науково-методичний підхід до формалізації етапів життєвого циклу

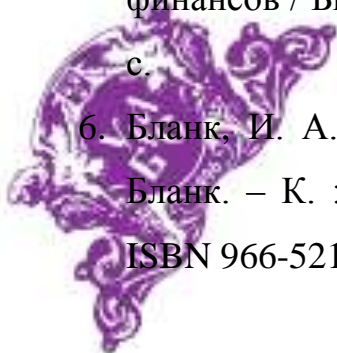
НПФ на основі визначення критичних параметрів переходу між ними, який враховує кількісну (за рахунок зростання пенсійних внесків) та якісну (інвестиційну) динаміку активів. Досліджено, що серед НПФ, що активно працюють на ринку пенсійних послуг в системі НПЗ, переважаюча частка знаходиться на етапі “розвиток”.

8. Визначено, що динаміка приросту чистої вартості одиниці пенсійних внесків повинна бути рівномірною, стабільною в динаміці і випереджати темпи інфляції. Шляхом практичної перевірки методики щоденного розрахунку чистої вартості активів доведено необхідність виключити з розрахунку поточну невиконану заборгованість перед учасниками НПФ, що дозволяє уникнути необгрунтованого зниження обсягу грошових коштів на індивідуальних рахунках учасників фонду.

9. Інвестиційний портфель НПФ у роботі визначено як цілеспрямовано сформовану сукупність фінансових активів НПФ з метою забезпечення прийняттого рівня майбутніх пенсійних виплат, що використовується у довгостроковому періоді у відповідності з розробленою інвестиційною стратегією і розглядається як цілісний об’єкт управління. Для оцінювання якості управління інвестиційним портфелем НПФ адаптовано науково-методичний підхід М. Амманна, С. Кесслера, Дж. Тоблера, який побудовано на аналізі відносних значень показників α -компонента і систематична компонента. Розрахунок зазначених показників дозволяє виявити рівень обгрунтованості рішень щодо свідомого чи випадкового вибору інвестиційних інструментів на підставі визначення різних варіантів стратегії прийняття рішень (найкращий вибір, найкращий час, випадковий вибір, випадковий час, змішана стратегія).

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Агасандян, Г. А. Элементы многопериодной портфельной модели / Г. А. Агасандян. – М. : Вычислительный центр РАН, 1997. – 29 с. – (Сообщения по прикладной математике / РАН. Вычислительный центр).
2. Ахтариев, И. А. Управление финансовыми активами негосударственного пенсионного фонда [Электронный ресурс] : автореферат диссертации на соискание ученой степени канд. экон. наук : 08.00.10 / И. А. Ахтариев. – Екатеринбург, 2008. – 26 с. : ил. – Библиогр.: с. 25-26(9 назв.). – Режим доступа:
<http://dlib.rsl.ru/information.php?path=/rs101004000000/rs101004169000/rs101004169944/rs101004169944.pdf> – Дата доступа: 05.02.10.
3. Бабич, О. Проблеми НПЗ чекають вирішення [Електронний ресурс] / Олена Бабич // Вісник Пенсійного фонду України. Загальнодержавне інформаційно-аналітичне видання. – 2009. – № 7. – Режим доступу:
http://www.vpf.spov.com.ua/ua/text.html?s=print&_m=mag&_c=view&_t=articles&stid=416&mags_number=26&menu_cat_id=11. – Дата доступу : 18.09.2009.
4. Бевзенко, О. В. Становлення та розвиток пенсійного страхування [Текст] / О. В. Бевзенко // Економіка АПК. – 2005. – № 12. – С. 111-117.
5. Бирман, А. М. Очерки теории советских финансов: сущность и функции финансов / Бирман А. М. – В 3-х вып. Вып. II. – М.: «Финансы», 1972. – 223 с.
6. Бланк, И. А. Финансовая стратегия предприятия : учебный курс / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр, 2006. – 520 с.: рис. – Библиогр.: с. 512-517. – ISBN 966-521-405-5



7. Бланк, И. А. Финансовый менеджмент : учеб. курс / И. А. Бланк. – 2-е изд., перераб. и доп. – К. : Эльга : Ника-Центр, 2004. – 655 с.: рис. – Библиогр. с. 649-653. – ISBN 5-901620-61-5 (Санкт-Петербург). – ISBN 966-521-257-5 (Киев)
8. Боди, З. Принципы инвестиций / З. Боди, А. Кейн, А. Маркус. – М.: Издательский дом «Вильямс» – 2002. – 948 с. – ISBN 978-5-8459-1311-1.
9. Бончик, В. Обеспечение финансовой устойчивости НПФ [Текст] / В. Бончик // Пенсионные фонды и инвестиции . – 2006. – № 3. – С. 13-22.
10. Борейко, В. І. Соціальне забезпечення в контексті стимулювання самовіддачі працюючих [Електронний ресурс] / В. І. Борейко. – Режим доступу : <http://rstu.rv.ua/metods/asp/vd/v41ek02.doc/> – Дата доступу : 20.07.2008. – Загол. з екрану.
11. Борисенко, Н. Ю. Построение национальной системы пенсионного обеспечения: теория и практика / Н. Борисенко // Финансы и кредит. – 2007. – № 17. – С. 54-65.
12. Бронштейн, Е. М. О формировании инвестиционных стратегий негосударственных пенсионных фондов / Е. М. Бронштейн, В. Б. Прудников // Управление риском. – 2007. - № 4. – С. 51-60.
13. Буряк, Л. Фінансові ресурси підприємства / Л. Буряк // Фінанси України. – 2000. – № 9. – С. 23-27.
14. Василик, О. Д. Фінанси в економічній системі держави / О. Д. Василик // Фінанси України. – 2000. – № 1. – С. 4-10.
15. Василик, О. Д. Державні фінанси України : підруч. для студ. екон. спец. вищих навч. закл. / О. Д. Василик, К. В. Павлюк ; Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. – К. : Центр навчальної літератури, 2003. – 606 с.: табл. – Бібліогр.: с. 599-601. – ISBN 966-8253-37-X
16. Вінник, О. М. Господарське право : навч. посібник / О. М. Вінник. – 2-ге вид., змінене та доп. – К. : "Правова єдність", всеукраїнська асоціація видавців, 2008. – 766 с. – Бібліогр.: с. 728-760. – ISBN 978-966-8533-91-4

(Алерта). – ISBN 978-966-373-438-5 (КНТ). – ISBN 977-966-364-689-3 (ЦУЛ)

17. Вітка, Ю. В. Недержавні пенсійні фонди : теоретичні і практичні аспекти [Електронний документ] / Вітка Ю. В. // Наукові записки. Т. 38. Юридичні науки. – 2005. – Режим доступу : http://www.nbuu.gov.ua/Portal/Soc_Gum/NaUKMA/law/2005_38/04_vitka_yuv.pdf. – Дата доступу : 08.02.2011.
18. Вітка, Ю. В. Цивільно-правові аспекти управління активами у сфері недержавного пенсійного забезпечення [Електрон. ресурс] / Ю. Вітка // Наукові записки. Т. 53. Юридичні науки. – 2006. – С. 110-114. – Режим доступу : www.library.ukma.kiev.ua/e-lib/NZ/NZV53_2006_law/25_vitka_yuv.pdf. – Дата доступу : 14.05.2009.
19. Вовчак, О. Д. Теоретичні аспекти дослідження банківських інвестицій [Текст] / О. Д. Вовчак // Вища школа. – 2008. – № 3. – С.24-40.
20. Гайдар, Е. Богатые и бедные. История пенсий [Электронный ресурс] / Е. Гайдар // Вестник Европы. – 2003. – № 10. – Режим доступа : <http://magazines.russ.ru/vestnik/2003/10/gaid2.html> – 22.07.2008 г. – Загл. с экрана.
21. Гениберг, Т. В. Сущность и методические основы разработки финансовой стратегии фирмы [Электронный документ] / Т. В. Гениберг, Н. А. Иванова, О. В. Полякова // Научные записки НГУЭУ. – 2009. – № 4. – Режим доступа: http://www.nsuem.ru/science/publications/science_notes/issue.php?ELEMENT_ID=3344/ – Дата доступа: 05.01.11.
22. Гитман, Л. Дж. Основы инвестирования / Лоренс Дж. Гитман, Майкл Д. Джонс. – М. : Издательство «Дело». – Академия народного хозяйства при правительстве РФ, 1997. – С. 1008.
23. Господарський кодекс України [Електронний документ] : за станом на 01.05.2011 / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=436-15&c=1#Card>

24. Гнибіденко, І. Пенсійна реформа в Україні: стан, проблеми, перспективи // Економіка України, 2007. – С. 4 – 11.
25. Гордієнко, В. В. Організація діяльності недержавних пенсійних фондів в Україні : дис. ... канд. економ. наук : спец. 08. 04. 01 - фінанси, грошовий обіг і кредит / В. В. Гордієнко; УАБС НБУ. - Суми: [Б. В.], 1998. – 172 с.
26. Горюк, Н. У полоні радянських стереотипів: бесіда з експертом з пенсійних питань проекту USAID "Розвиток ринків капіталу". [Розвиток недержавних пенсійних фондів] / Горюк Н. ; [провела Н. Андрусенко] // Вісник Пенсійного фонду України. – 2007. – № 5. – С. 12-13.
27. Горяїнова, С. Б. Определение стадии финансового развития предприятия в процессе разработки финансовой стратегии / Горяинова С. Б. // Інноваційна економіка. Всеукраїнський науково-виробничий журнал. – 2009. – № 4. – С. 267-269.
28. Григоренко, Є. М. Проблеми підвищення якості управління активами НПФ [Електронний ресурс] / Є. М. Григоренко // Пенсійна реформа в Україні. – 2007. – Режим доступу : http://www.pension.kiev.ua/files/rt_27feb2007_present_grigorenko.pdf. – Дата доступу : 23.11.2010.
29. Григоренко, Є. М. Державна політика у сфері НПЗ. Державний нагляд за НПФ та адміністраторами НПФ [Електрон. ресурс] / Є. М. Григоренко // Пенсійна реформа в Україні. – 2007. – Режим доступу : http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/rt_26jun2007_present_grigorenko.pdf. – Дата доступу : 14.06.2009.
30. Грідасов, В. М. Інвестування : навчальний посібник / В. М. Грідасов, С. В. Кривченко, О. Є. Ісаєва; Мін-во освіти і науки України, Донбаська держ. машинобудівна академія. – К.: ЦНЛ, 2004. – 164 с. – ISBN 966-8568-58-3:
31. Гусева, П. А.. Управление активами негосударственных пенсионных фондов в России [Текст] : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Гусева Полина Александровна. – С.-Пб., 2006. – 206 с.

32. Данилова, Т. Н. Негосударственные пенсионные фонды – институт коллективного инвестирования сбережений населения / Т. Н. Данилова, О. С. Смирнова // Финансы и кредит. – 2004. – № 21. – С. 18-23.
33. Дацюк, Р. Пенсионщики набирают обороты [Електрон. ресурс] / Р. Дацюк // Экономические известия. – № 116. – 2007. – Режим доступу: <http://pf.kinto.com/rus/massmedia/7075/>. – Дата доступу 28.02.2008. – загол. з екрана.
34. Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг [Електрон. ресурс] / Держфінпослуг. – Електронні дані. – К., 2005. – Режим доступу : <http://www.dfr.gov.ua/>. – загол. з екрана. – Останнє поновлення : 23.08.2011.
35. Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку [Електрон. ресурс] / Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку. – Електрон. дані. – К., 2007-2009. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/> – загол. з екрана. – Мова : укр., рос., англ.
36. Державний комітет статистики України [Електрон. ресурс] / Держкомстат України. – Електрон. дані. – К., 1998-2010. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>. – загол. з екрана. – Останнє поновлення : 23.11.2010.
37. Джерелейко, С. Д. Управління фінансовими ресурсами промислових підприємств [Електронний документ] / Джерелейко С. Д. // Сталий розвиток економіки – 2010. – № 1. С. 156-160. - Режим доступу : http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/sre/2010_1/156.pdf. – Дата доступу: 01.03.2011. – [Всеукраїнський науково-виробничий журнал].
38. Електронна система оприлюднення інформації про діяльність недержавних пенсійних фондів [Електронний ресурс] / Держфінпослуг. – Режим доступу: <http://npf.dfr.gov.ua/>. – Дата доступу: 06.04.10. – Загол. з екрана.
39. Ємець, В. Роль недержавних пенсійних фондів у забезпеченні економічного розвитку країни: аналіз фінансових результатів [Текст] / В. Ємець // Економіст. – 2006. – № 11. – С.37-40.

40. Єпіфанов, А. О. Бюджет і фінансова політика України : навчальний посібник / А. О. Єпіфанов, І. В. Сало, І. І. Д'яконова. – К. : Наукова думка, 1997. – 304 с. – ISBN 966-00-00121-5:
41. Жарков, А. А. Финансовые источники становления и развития негосударственных пенсионных фондов : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Жарков Александр Анатольевич. – Москва, 2008. – 202 с.
42. Загородній, А. Фінансовий словник / Загородній А., Вознюк Г., Смовженко Т. – 3-те видання, випр. та доп. – К. : Знання, 2000. – 587 с.
43. Закиров, Р. М. Управление активами негосударственных пенсионных фондов [Электронный ресурс] : автореферат диссертации на соискание ученой степени канд. экон. наук : 08.00.10 / Р. М. Закиров. – Казань, 2006. – 17 с. – Библиогр.: с. 17 (5 назв.). – Режим доступа <http://www.diss.rsl.ru> . – Дата доступа: 25.01.10.
44. Залетов, О. М. Пенсійний захист населення: глобальна проблема ХХІ століття / О. М. Залетов // Страхова справа. – 2006. – № 3. – С. 12-17.
45. Залко, Г. Американский опыт пенсионного обеспечения / Г. Залко // Рынок ценных бумаг. – 2004. – № 17. – С. 56 – 59.
46. Зарицкая, Ю. Украинские банки начали битву депозитов [Электронный ресурс] / Юлия Зарицкая // Ежедневная интернет –газета UTRO.ua. – 03.03.2010. – Режим доступа: http://www.utro.ua/ru/ekonomika/ukrainskie_banki_nachali_bitvu_depozitov1267616214. – Дата доступа: 06.06.2010.
47. Інвестиційна декларація ВІДКРИТОГО НЕДЕРЖАВНОГО ПЕНСІЙНОГО ФОНДУ “ЄВРОПЕЙСЬКИЙ ВИБІР” [Електрон. ресурс] / ВВПФ «Європейський вибір». – Режим доступу : http://www.ammagister.com/npf/p_decl.pdf. – 23.11.2010.
48. Карлін, М. І. Фінансова система України : навч. посіб. / М. І. Карлін; Мін-во освіти і науки України. – К. : Знання, 2007. – 324 с.

49. КІНТО [Електронний ресурс] / Кінто. Інвестиції і цінні папери в Україні. – К., 2003. – Режим доступу : <http://www.kinto.com/>. – Дата останнього оновлення : 24.07.2011.
50. Класифікація інституційних секторів економіки [Електронний ресурс]: наказ від 18.04.2005 р. № 96 / Державний комітет статистики України. – Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1157.597.3&nobreak=1>
51. Ковалева, М. А. Социальное партнерство как фактор формирования и развития общественных отношений : автореф. дис. на соискание учен. степени канд. философ. наук : спец. 09.00.11 / Ковалева Мария Александровна. – Моск. гос. техн. ун-т им. Н.Э. Баумана. – 26 с.
52. Коваленко, Ю. М. Інвестиційна політика недержавних пенсійних фондів / Ю. М. Коваленко // Фінанси України. – 2004. – № 8. – С. 91-97.
53. Ковальова, Н. М. Механізм державного регулювання інвестиційної діяльності пенсійних фондів : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.02.03 «Організація, управління, планування і регулювання економікою» / Н. М. Ковальова – Київ, 2005. – 20 с.
54. Ковальова, Н. Регулювання декларування інвестиційної політики накопичувальних пенсійних фондів: напрями вдосконалення вітчизняного підходу в світлі міжнародного досвіду / Н. Ковальова // Ринок цінних паперів. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2005. – № 3. – С. 53-63.
55. Конопліна, Ю. С. Недержавне пенсійне забезпечення як напрямок розширення банківської діяльності / Ю. С. Конопліна // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 1. – С. 58-65.
56. Конопліна, Ю. С. Система пенсійного забезпечення як елемент соціальної сфери економіки / Ю. С. Конопліна // Вісник Української академії банківської справи. – 2009. – № 1 (26). – С. 3-9.
57. Конституція України : за станом на 20 червня 2008 року // Відомості ВРУ. – 1996. – № 30. – С. 141.

- 58.Коробенко, Н. П. Особливості реформування пенсійних правовідносин в умовах незалежності української держави / Н. Коробенко // Часопис Київського університету права. – 2007. – № 1. – С.125-128.
- 59.Котляр, Д. Недержавне пенсійне забезпечення в ЄС: корисний досвід та можливі висновки для України [Електронний ресурс] / Д. Котляр // Часопис ПАРЛАМЕНТ. – 2002. – № 4. – Режим доступу : http://www.parlament.org.ua/index.php?action=magazine&id=9&ar_id=135&iar_id=126&as=2/ - 12.09.2008 р. – Загол. з екрану.)
- 60.Кравчук, Г. В. Інструментарій управління регіональними маркетинговими процесами [Електронний ресурс] / Г. В. Кравчук // Вісник Чернігівського державного технологічного університету. Серія «Економічні науки» : зб. наук. праць. – 2011. – № 1 (48). – Режим доступу: www.nbu.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vcndtu/2011_48/35.htm.
61. Кравчук, Г. В. Оптимізація внутрішніх резервів страхової компанії для оцінки рівня її конкурентоспроможності / Г. В. Кравчук // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2010. – № 1. – с. 174-179.
- 62.Кривенко, Л. В. Населення як чинник розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення / Л. В. Кривенко, О. В. Мелешко // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 1. – С. 185-192.
- 63.Критерії оцінки фінансового стану недержавного пенсійного фонду [Електронний документ] : розпорядження Держфінпослуг від 27.06.2005 № 5945. – Режим доступу : <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1041.16739.0>
- 64.Леонов, Д. Особливості інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів: світовий досвід / Д. Леонов // Ринок цінних паперів України. – 2006. – № 11-12. – С. 57-66.
- 65.Леонов, Д. Недержавні пенсійні фонди в Україні: стан та проблеми формування активів та розвитку інвестиційної діяльності НПФ / Дмитро Леонов // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 1-2. – С. 79-91.

66. Леонов, Д. Оцінка інвестиційних ресурсів Накопичувального пенсійного фонду в контексті розвитку діяльності недержавних пенсійних фондів / Дмитро Леонов, Наталія Ковальова // Ринок цінних паперів України. – 2009. – № 3-4. – С. 75-87.
67. Леонов, Д. Прогнозування впливу Накопичувального пенсійного фонду та недержавних пенсійних фондів на розвиток економіки (питання методології) / Дмитро Леонов, Наталія Ковальова // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 7-8. – С. 99-116.
68. Леонов, Д. Формування та розподіл прибутку недержавного пенсійного фонду: проблемні питання / Д. Леонов // Ринок цінних паперів. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2005. – № 11. – С. 53-65.
69. Личное страхование в России. Опыт. Проблемы. Перспективы [Электронный ресурс] : сборник докладов и выступлений на междунар. конф. / представил Знаменский А. Б. – М. : Дайджест, 2001. – 220с. – Режим доступа : <http://www.znay.ru/library/books/0386.shtml/> - 06.08.2008 г. – Загл. с экрана.
70. Лібанова, Е. Чи потрібна Україні пенсійна реформа? Спроба неполітизованого аналізу [Електронний ресурс] / Ела Лібанова // Дзеркало тижня. – 2001. – № 34 (358). – Режим доступу : <http://www.dt.ua/2000/2040/32089/> – 06.08.2008 р. – Загол. з екрану.
71. Лукашов, А. Измеренная угроза [Электронный ресурс]/ Андрей Лукашев // РИСК-менеджмент. – 2008. – № 5-6. – Режим доступа: <http://gaar.ru/articles/77577>. – Дата доступа: 10.11.2010. – Загол. с экрана.
72. Мамонтов, Г. П. Методы перспективного планирования инвестиций [Электрон. ресурс] / Г. П. Мамонтов // Вестник ТИСБИ. – 2002 г. - № 4. – Режим доступа : Мамонтов, // <http://www.tisbi.ru/science/vestnik/2002/issue4/Econ2.html>. - 23.11.2010.

73. Матвійчик, А. В. Аналіз залежності структури оптимального портфеля цінних паперів від вигляду функції ризику // Вісник ВПІ. – 2002. – №6. – С. 19-25.
74. Матвійчик, А. В. Знаходження оптимальних моментів переключення між портфелями цінних паперів // Вісник ВПІ. – 2003. – № 5. – С.24-31.
75. Медведев, Г. А. Математические основы финансовой экономики [Електронний ресурс] : учеб. пособие / Г. А. Медведев ; В 2 ч. Ч. 2: Определение рыночной стоимости ценных бумаг . – Мн.: БГУ, 2003. – 293 с.: ил.
<http://anubis.bsu.by/publications/elresources/AppliedMathematics/medvedev3.pdf>
76. Мелешко, О. В. Концептуальні засади формування фінансових ресурсів недержавною системою пенсійного забезпечення в Україні / Мелешко О. В. // Бизнес Информ : научный информационный журнал. Національна економіка в умовах зміни ролі та місця людини в системі суспільного виробництва : матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції. – 2009.– № 11 (2). – С. 55-57.
77. Мелешко, Е. В. Критический анализ основных направлений инвестирования активов украинских негосударственных пенсионных фондов / Е. В. Мелешко // Региональные финансы – 2010: доступные ресурсы реальному сектору : сборник материалов Международной заочной научно-практической конференции студентов, аспирантов и молодых ученых : в 2 ч.. Ч. 2. / Юго-Зап. гос. ун-т. – Курськ, 2010. – С. 90-94.
78. Мелешко, О. В. Становлення системи добровільного пенсійного забезпечення як індикатор соціально-економічного розвитку регіону / О. В. Мелешко // Міжнародна стратегія економічного розвитку регіону : тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції , м. Суми, 6-7 травня 2010 р. – Суми : Вид-во СумДУ, 2010. – С. 176-178.

79. Мелешко, О. В. Історіографія виникнення сучасної системи пенсійного забезпечення як виду соціального захисту населення / Мелешко О. В. // Вісник СНАУ : науково-методичний журнал. Серія «Економіка та менеджмент». – Випуск 12/1 (33). – 2008. – С. 115-120.
80. Мелешко, О. В. Недержавні пенсійні фонди як джерело фінансового ресурсу для реального сектору економіки / Мелешко О. В. // Підприємницька діяльність в Україні: проблеми розвитку та регулювання : збірник матеріалів IV Міжнародної науково-практичної конференції 27-28 травня 2010 р. – Київ : МІБО КНЕУ, 2010. – С. 156-159.
81. Мелешко, О. В. Основні критерії для аналізу ефективності стратегії управління фінансовими ресурсами недержавних пенсійних фондів / О. В. Мелешко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XII Всеукраїнської науково-практичної конференції (12-13 листопада 2009 р.). – у 2 томах. Т. 2. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – С. 43-44.
82. Мелешко, О. В. Особливості розвитку недержавних пенсійних фондів: зарубіжний досвід / О. В. Мелешко // Стратегія розвитку України (Економіка. Соціологія. Право) : наук. журнал. – № 1-2 – К. : НАУ, 2009. – С. 250-254.
83. Мелешко, О. В. Особливості структури активів і пасивів недержавних пенсійних фондів та їх відображення в економічному балансі / Мелешко О. В. // Економіка: проблеми теорії та практики : зб. наукових праць : у 9 т. Т. 5. – Випуск 250. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2009. – С. 1147-1151.
84. Мелешко, О. В. Особливості функціонування вітчизняних недержавних пенсійних фондів в аспекті формування пасивів і використання активів / Мелешко О. В. // *Dynamika naukowych badań – 2009 : materiały V międzynarodowej naukowo-praktycznej konferencji (07 – 15 lipca 2009 roku).* – volume 1. *Ekonomiczne nauki.: Przemysł. Nauka i studia 2009.* – Str. 50-53.

85. Мелешко, О. В. Проблеми недержавних пенсійних фондів розвинутих країн як наслідок світової фінансової кризи / О. В. Мелешко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць. – Випуск 28. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – С. 54-63.
86. Мелешко, О. В. Розрахунок чистої вартості одиниці пенсійних внесків недержавних пенсійних фондів як шлях підвищення ефективності їх функціонування / Мелешко О. В., Кривенко Л. В. // Розвиток фінансових методів державного управління національною економікою : зб. наук. праць. Серія «Економіка». – Випуск 127. – т. X. – Донецьк : ДонДУУ, 2009. – С. 290 – 298.
87. Мелешко, О. В. Становлення та тенденції розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення в Україні / О. В. Мелешко // Економіка: проблеми теорії та практики : зб. наукових праць : у 5 т. Т. 5 / Дніпропетровський національний університет. – Дніпропетровськ, 2007. – С. 1233-1244.
88. Мелешко, О. В. Українські реалії сучасної системи недержавного пенсійного забезпечення / О. В. Мелешко // Механізм регулювання економіки : міжнародний науковий журнал. – 2008. – Т. 2, № 4. – С. 216-220.
89. Мелешко, О. В. Формування та управління фінансовими ресурсами українських недержавних пенсійних фондів / О. В. Мелешко // Věda a technologie : krok do budoucnosti – 2010 : materiály VI mezinárodní vědecko – praktická konference (27 února – 05 března 2010 roku). – Díl 1. Ekonomické vědy/ - Praga : Publishing House «Education and Science» s.r.o, 2010 – S. 59-61.
90. Мелешко, О. Недержавні пенсійні фонди в структурі сучасного пенсійного забезпечення / О. Мелешко // Українська наука XXI століття : матеріали п'ятої всеукраїнської науково-практичної інтернет-конференції (17 – 19 червня 2009 р.). – частина 2. / Інститут наукового прогнозування, Кримський інститут економіки та господарського права (Севастопольськ філія), ТОВ «ТК Меганом». – Київ, 2009. – С. 60-62.

91. Мелешко, О. Особливості розвитку недержавних пенсійних фондів: зарубіжний досвід та сучасні реалії / О. Мелешко // Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації : збірник тез доповідей VI Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених (26 лютого – 27 лютого 2009 р.) / Тернопільський національний економічний університет – Тернопіль : ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – С. 146-148.
92. Методика аналізу та оцінки недержавних пенсійних фондів та компаній з управління активами недержавних пенсійних фондів [Електронний документ] / УАІБ. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/files/articles/369/29_4.doc
93. Мних, М. В. Страхування та його роль у забезпеченні соціального захисту населення [Текст] / Мних М. В. // Фінанси України. – 2007. – № 6. – С.39-46.
94. Мойсеєнко, І. П. Інвестування : навчальний посібник / І. П. Мойсеєнко. – К. : Знання, 2006. – 490 с. – ISBN 966-346-097-0
95. Мороз, О. В. Розробка альтернативних мір ризику і критеріїв оптимізації структури портфеля цінних паперів / О. В. Мороз, А. В. Матвійчук // Вісник ВПІ. – 2002. – № 4. – С. 39-45.
96. Мошенський, С. З. Ринок облігацій: стан та особливості функціонування [Електронний ресурс] // Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю та аналізу [Міжнародний збірник наукових праць]. – 2010. – № 1(16). – С. 150-157. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/Portal/soc_gum/ptmbo/2010_1/16.pdf. – Дата доступу : 01.10.2010.
97. Надточій, Б. О. Платоспроможність Пенсійного Фонду / Б. О. Надточій // Фінанси України. – 2005. – № 12. – С. 60-70.
98. Науменко, Д. Л. Совершенствование механизма регулирования трудовых отношений в системе социального партнерства в Российской Федерации :

- автореф. дис. на соискание учен. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.05 / Науменко Дмитрий Леонидович. – Мос. гуманитар. ун-т, 2003. – 23 с.
99. Національний банк України [Електрон. ресурс] / Національний банк України. – Електрон. дані. – К., 2004. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/> – загол. з екрану. – Мова : укр., англ.
100. Недержавні пенсійні фонди України та загальнообов'язкова накопичувальна пенсійна система [Електронний ресурс] : аналітичний звіт за результатами дослідження / Агенство фінансових ініціатив // Проект розвитку ринків капіталу. – Київ. 2007. – Режим доступу: http://www.pension.kiev.ua/files/fia_report_feb2007.pdf – Дата 28/03/2009. – загол. з екрану.
101. Новікова, І. В. Механізм управління ефективністю корпоративних пенсійних програм : дис. ... канд. економ. наук : спец. 08. 00. 08 - гроші, фінанси і кредит / І. В. Новікова, Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України", Науково-дослідний фінансовий ін-т при Міністерстві фінансів України. – Суми, 2007. – 234 с.
102. О'Брайен, К. Использование усовершенствованной модели «ядро-сателлит» для улучшения соотношения риска-доходности [Электронный ресурс] / Кристофер О'Брайен ; Standart&Poof's. – Режим доступу: <http://www.standardandpoors.ru/article.php?pubid=2538&sec=cn>. – Дата доступу : 01.05.2011.
103. Огляд системи пенсійного забезпечення в Великобританії [Електронний ресурс] / Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг // Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/GB2.pdf> – Дата доступу : 01.09.2010.
104. Опарін, В. Фінансові ресурси : проблеми визначення та розміщення / В. Опарін // Вісник НБУ. – 2000. – № 5. – С. 10-11.

105. Пенсійний контракт ВІДКРИТОГО НЕДЕРЖАВНОГО ПЕНСІЙНОГО ФОНДУ “ЄВРОПЕЙСЬКИЙ ВИБІР” [Електрон. ресурс] / ВВПФ «Європейський вибір». – Режим доступу : http://www.am-magister.com/npf/p_chema1.pdf – 23.11.2010.
106. Пенсійні фонди скорочують інвестиції [Електронний ресурс] // Моряк. – 2008. – № 50. – Режим доступу : // www.moryak.org/content/view/1364/101/. – 16.11.2008. – загол. з екрану.
107. Песоцкая, Р. Полный пенсион: Негосударственные пенсионные фонды, которые полным ходом создаются в Украине, столкнулись сразу с двумя трудноразрешимыми проблемами. Первая - как привлечь деньги населения и вторая - куда эти деньги потом девать: [Аналіз довіри населення фондам, захист коштів населення] / Р. Песоцкая // Бизнес. – 2005. – № 41. – С.40-41.
108. Петленко, Ю. В. Фінансові ресурси підприємницьких структур та ефективність їх використання : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.04.01 «Гроші, фінанси і кредит» / Петленко Юлія Володимирівна. – Київ, 1999. – 20 с.
109. Підсумки діяльності недержавних пенсійних фондів за 2008 рік [Електронний ресурс]. / Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг // Режим доступу : http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/pidsumky_NPF_2008.pdf. – Дата доступу : 08.05.2009. – загол. з екрана.
110. Повідомлення Інформаційної агенції ЛігаБізнесІнформ [Електронний ресурс] / Ліга.net. Бізнесінформ. – 16 листопада 2008. – Режим доступу: <http://news.liga.net/news/N0854005.html>. – Дата доступу : 16.11.2008.
111. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку «Баланс» [Електронний ресурс] : наказ від 31 березня 1999 р. № 87 станом на 01.01.2011 / Міністерство фінансів України. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0396-99>. – Дата доступу : 12.11.2009.

112. Про порядок визначення чистої вартості активів недержавного пенсійного фонду (відкритого, корпоративного, професійного) [Електронний ресурс] : Положення № 339 від 11.08.2004 р. станом 01.08.2011 / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0096-05>. – Дата доступу : 01.08.2011.
113. Про затвердження Порядку обчислення та обліку прибутку (збитку) від інвестування активів недержавного пенсійного фонду [Електронний ресурс] : розпорядження від 02.04.2008 р. № 322 / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0540-08>. – Дата доступу : 01.08.2011.
114. Про затвердження Порядку проведення індексації грошових доходів населення [Електронний ресурс] : постанова від 17 липня 2003 р. N 1078. станом на 24.03.2008 / Кабінет Міністрів України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1078-2003-%EF>. – Дата доступу : 01.08.2011.
115. Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні [Електронний ресурс]: закон України від 16 липня 1999 р. № 996-XIV [за станом на 30 березня 2009 р.] / Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=996-14>. – Дата доступу : 01.01.2010.
116. Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування [Електронний ресурс] : закон України від 09 липня 2003 р. № 1058-IV [за станом на 30 березня 2009 р.] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1057-15> – Дата доступу : 01.01.2011.
117. Про затвердження змін провадження діяльності з адміністрування недержавного пенсійного фонду [Електронний ресурс]: розпорядження від 24.09.2009 № 701. / Державна комісія з регулювання ринків фінансових

- послуг. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0983-09>. – Дата доступу : 01.01.2011.
118. Про затвердження Методичних рекомендацій з бухгалтерського обліку основних операцій недержавних пенсійних фондів [Електронний ресурс] : розпорядження від 09.12.2004 № 2968 [за станом на 30 серпня 2009 р.] / Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. – Режим доступу : <http://portal.rada.gov.ua/>. – Дата доступу : 30. 08.2010.
119. Про недержавне пенсійне забезпечення [Електронний ресурс] : закон України від 09 липня 2003 р. № 1057-IV [за станом на 30 березня 2009 р.] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1057-15>. – Дата доступу : 30. 08.2010.
120. Про оподаткування прибутку підприємств [Електронний документ] : закон України від 28.12.1994 № 334/94-ВР, станом на 01.04.2011 / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=334%2F94-%E2%F0> – Дата доступу : 30. 08.2011.
121. Про податок з доходів фізичних осіб [Електронний документ] : закон України від 22.05.2003 № 889-IV станом на 08.07.2010 / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=889-15>. – Дата доступу : 30. 08.2010.
122. Річна звітність фонду. Звіт за 2009 рік [Електронний ресурс] / ВПФ «Фармацевтичний». – Режим доступу : http://www.farmfond.com.ua/Report/tech_5/. – Дата доступу: 02.04.2011.
123. Сазонець, О. М. Аналіз факторів діяльності недержавних пенсійних фондів на основі множинної лінійної регресії [Електронний ресурс] / О. М. Сазонець, К. В. Ковальчук // Прометей. 2011. № 1. с. 218223. Режим доступу : www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/Prom/2011_1/Sazonets.pdf.
124. Свердел, М. О. Вплив недержавних пенсійних фондів на соціально - економічну систему / М. О. Свердел // Фінанси України. – 2005. – № 8. – С. 50-54.

125. Сичов, М. Г. Финансы СССР / М. Г. Сичов. – М. : Наука, 1985. – С. 286.
126. Сіржук, Р. Досвід діяльності суб'єктів НПЗ / Р. Сіржук // Цінні папери України. – 2007. – № 10. – С. 28-29.
127. Смоляр, Ю. Особливості інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів: зарубіжний досвід і вітчизняна практика / Ю. Смоляр, Г. Терещенко // Фінанси України. – 2008. – № 3. – С. 43-51.
128. Староверова, Г. С. Экономическая оценка инвестиций / Г. С. Староверова, А. Ю. Медведев, И. В. Сорокина. – М. : КНОРУС, 2006. – 312 с. – ISBN 5-85971-468-8.
129. Столяров, В. Ф. Економічний механізм соціального страхування / Столяров В. Ф., Васечко Л. І. // Фінанси України. – 2007. – № 2. – С.31-44.
130. Телишевська, Л. І. Візуальне моделювання управління фінансовими ресурсами підприємства [Електронний документ] / Л. І. Телишевська, В. І. Успенко, Т. А. Майборода; Інститут економіки промисловості НАН України // Наукова електронна бібліотека періодичних видань НАН України. – Режим доступу: http://dspace.nbu.gov.ua:8080/dspace/bitstream/handle/123456789/2565/st_41_17.pdf?sequence=1. – Дата доступу: 01.03.2011.
131. Тулов, А. НПФ позаботятся о вашем будущем, если вы получаете зарплату в «конвертах» [Электронный документ] / А. Тулов. – Агентство финансовой информации «М3-медиа». – 2003. – Режим доступа : www.m3m.ru. – Дата доступа : 28.11.2009. – заг. с экрана.
132. Фаббоцци, Ф. Управление инвестициями / Ф. Фаббоцци ; пер. с англ. Бочарова П. П. [и др.]. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 932 с. – ISBN 5-86225-864-7.
133. Факторы и тенденции, обуславливающие потребность в реформировании пенсионных систем [Электронный ресурс] / Пенсионный консультант. – Режим доступа : <http://www.pension-npf.ru/index.php?src=151> – Дата доступа : 06.08.2011 г. – Загл. с экрана.

134. Федоренко, А. В. Засоби захисту пенсійних накопичень в процесі управління активами недержавних пенсійних фондів [Електрон. ресурс]: Круглий стіл “Недержавні пенсійні фонди: економічні, податкові та соціальні вигоди українських підприємств від впровадження пенсійних програм”. / А. В. Федоренко – Одеса, 26.06.2007 року. – Режим доступу : www.pension.kiev.ua/pillar3/events/index.htm – Дата доступу : 14.06.2009.
135. Федоренко, А. Правові, економічні та організаційні передумови забезпечення ефективного управління пенсійними активами / А. Федоренко // Україна: аспекти праці. – 2003. – № 1. – С. 25-30.
136. Филатов, А. Рядовой инвестор и его инвестиционные цели / А. Філатов // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 59. – С. 54.
137. Финансовый менеджмент теория и практика : учебник / Финансовая академия при правительстве РФ; ред. Е. С. Стоянова. – изд. 5., перераб и доп. – М. : Издательство «Перспектива», 2005. – 656 с. – ISBN 5-88045-036-8: 30.00.
138. Фінанси підприємств : підручник // Поддєрьогін А., Білик М., Буряк Л., Нам Г. та ін. ; під ред. проф. Поддєрьогін А. – 5-те вид., перероб. і доп. – К. : КНЕУ, 2004. – 546 с.
139. Фінансові послуги України : у 6 т. Т.4. ; енциклопедичний довідник / Мітюков І. О., Александров В. Т., Ворона О.І., Недбаєва С.М. – Київ: Укрбланковидав, 2001. – 754 с.
140. Харрис, Л. Денежная теория / Л. Харрис ; [пер. з англ./ общ. ред. и вступ В. М. Усоскина]. – М. : Прогресс, 1990. – 750 с. – ISBN 5-01-001069-0.
141. Хачатурян, С. Сутність фінансових ресурсів та їх класифікація / Хачатурян С. // Фінанси України. – 2003. – № 4. – С. 77-82.
142. Хендрікс, Г. Міжнародні стандарти підрахунку чистої вартості одинці пенсійних внесків [Електронний ресурс] / Г. Хендрікс. – Проект розвитку ринку капіталів. – Грудень, 2008. – Режим доступу:

http://www.pension.kiev.ua/files/ghendricks_10dec08_int_stand.pdf. – Дата доступу : 28.08.2009.

143. Хмыз, О. В. Особенности индивидуального фондирования пенсий (на примере США) / О. В. Хмыз // Финансы. – 2005. – № 9. – С.68-73.
144. Хотомлянський, О. Теоретичні основи управління фінансовими ресурсами підприємств / О. Хотомлянський, І. Сіненко // Актуальні проблеми економіки. – 2007. – № 2. – С. 145-151.
145. Цисарь, И. Ф. Оптимизация финансовых портфелей банков, страховых компаний, пенсионных фондов / И. Ф. Цисарь, В. П. Чистов, А. И. Лукьянов. – М.: Дело – 1998. – 128 с. – ISBN 5-7749-0078-9
146. Чесноков, А. С. Инвестиционная стратегия и финансовые игры : монография/ А. С. Чесноков. – М. : ПАИМС, 1994. – 320 с. – ISBN 5-87664-036-0:
147. Четыркин, Е. Принципы финансирования систем пенсионного обеспечения / Е. Четыркин // Мировая экономика и международные отношения. – 1997. – № 6. – С. 19-27.
148. Чурсина, К. М. Негосударственные пенсионные фонды в Российской Федерации: сущность, механизм функционирования и перспективы развития : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Чурсина Ксения Михайловна. – Краснодар, 2007 - 175 с.
149. Шарп, У. Ф. Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бэйли. – М. : Инфра-М – НФПК, 1997. – 1024 с. – ISBN 5-86225-455-2.
150. Ширяев, А. Н. Основы стохастической финансовой математики : в 2 т., т.1 «Факты и модели» / А. Н. Ширяев – М: ФАЗИС, 2004. – 1076 с. – ISBN 5-7036-0092-8, 5-7036-0093-6.
151. Юрій, С. І. Соціальне страхування : підручник / С. І. Юрій, М. П. Шаварина, Н. В. Шаманська. – К. : Кондор, 2006. – 464 с.
152. Ярошенко, О. В. Дослідження методів управління активами вітчизняних недержавних пенсійних фондів в сучасних умовах / Ярошенко О. В. //

- Економіка : проблеми теорії і практики : збірник наукових праць. – Випуск 264 : в 9 т. – Т. VII. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2010. – С. 1802-1809.
153. Ярошенко, О. В. Стадія життєвого циклу недержавного пенсійного фонду: ознаки розподілу / О. В. Ярошенко // *Nauka i inowacja – 2010 : materiały VI międzynarodowej naukowo-praktycznej konferencji (07 – 15 października 2010 roku)*. – volume 1. *Ekonomiczne nauki. Przemysł. Nauka i studia 2010*. – Str. 62-65.
154. Ярошенко, О. В. Життєвий цикл недержавного пенсійного фонду: методика визначення / О. В. Ярошенко // *Актуальні проблеми економіки*. – 2011. – № 3. – С. 235-242.
155. Ярошенко, О. В. Розрахунок помилки спостереження як сучасна система оцінки інвестиційної діяльності недержавного пенсійного фонду [Електронний документ] / О. В. Ярошенко // *Ефективна економіка: електронне фахове наукове видання*. – 2010. – № 11. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=398>.
156. Ярошенко, О. В. Механізм залучення і використання фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів [Електронний документ] / Ярошенко О. В. // *Ефективна економіка : електронне фахове наукове видання*. - 2011. - № 12.- Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com. a/index.php?operation=1&iid=863>.
157. Яценко, В. Ризики у приватному пенсійному забезпеченні та необхідність регулювання пенсійних фондів / В. Яценко // *Соціальний захист*. – 2000. – № 5. – С.51-56.
158. Adema, W. The Growing Role of Private Social Benefits / Willem Adema, Marcel Einerhand // *Labour Market and Social Policy Occasional Papers, The ILO and Pensions, Social Security Department – Geneva.*, 1998 – № 32. – 58 p.
159. Ammann, M. Analyzing Active Investment Strategies Using Tracking Error Variance Decomposition [electronic resource] / Manuel Ammann, Stephan Kessler, Jurg Tobler // *Jornal of Portfolio Management*. – 2006. – № 33 (1). – p.

- 56-67. – Режим доступу: http://www.manuel-ammann.com/pdf/Ammann_Tracking_Error_Variance_Decomposition_Final.pdf
– Дата доступу : 10.11.2010.
160. Antolin, P. Pension Fund Performance / P. Antolin // Working Paper on Insurances and Private Pensions. – OECD publishing, 2008. – №. 20. – 19 p.
161. Bazdarich, M. J. Separability and Pension Optimization [electronic resource] / Michael J. Bazdarich // The Journal of Fixed Income. – 2006. – winter. – P. 60-67.
– Режим доступу: <http://search.ebscohost.com/> . – Дата доступу: 30.06.2010.
162. Booth, Ph. Investment Policy for Defined-Contribution Pension Scheme Members Close to Retirement [electronic resource] : An Analysis of the «Lifestyle» Concept / Ph.Booth, Y.Yakoubov // North American Actuarial Journal. – 2000. – Volume 4, №2. – P. 19. – Режим доступу : http://www.soa.org/library/journals/north-american-actuarial-journal/2000/april/naaj0004_1.pdf. – Дата доступу : 10.08.2011.
163. Davis, E. P. Pension fund management and international investment – a global perspective [electronic resource] / E. Philip Davis // Pensions. – 2005. – Vol. 10, 3. – P. 236-261. – Режим доступу: <http://search.ebscohost.com/>. – Дата доступу: 30.06.2010.
164. Davis, E. P. Portfolio regulation of life insurance companies and pension funds [electronic resource] / E. P. Davis // OECD Insurance and private pensions compendium for emerging economies, Book 2, Part 1:3.- OECD.2001. – P. 50. – Режим доступу: <http://www.oecd.org/dataoecd/30/39/2401884.pdf>. – Дата доступу: 30.06.2011.
165. Finance.ua. Про гроші [Електронний ресурс] / Инфинсервис – К., 2000-2010. – Режим доступу : <http://finance.ua>. – Дата останнього оновлення : 23.11.2010.
166. Funke, K. Operations of a Pension Fund after the Asian Crisis: The Thai Experience [electronic resource] / Katja Funke, Georg Stadtmann // Asian

- Economic Journal. – 2004. – Vol. 18. - № 4. – P. 439-470. - Режим доступу: <http://search.ebscohost.com/> . – Дата доступу: 30.06.2010.
167. Hest, T. Optimal robust and consistent active implementation of a pension fund's benchmark investment strategy [electronic resource] / Tim van Hest, Anja De Waegenaere // Journal of Asset Management. – 2007. – Vol. 3, 8. – P. 176-187. – Режим доступу: <http://search.ebscohost.com/> . – Дата доступу: 30.06.2010.
168. InvestPark: портал инвестора [Электронный ресурс] / компания АВГ. – Режим доступа: <http://www.investpark.ru> – Дата останнього оновлення : 23.11.2010.
169. Maintaining prosperity in an ageing society : document / Organization for Economic Co-Operation and Development [OECD]. – Paris, France : OECD, 1998. – 142 p.
170. Organization for economic co-operating and development [Electron. resours] / OECD. – Franc. – Режим доступу : http://www.oecd.org/document/46/0,3343,en_2649_34853_36091822_1_1_1_1,00.html / – 19.09.2008. – загол. з екрану.
171. Pension Market in Focus : statistical collection / OECD. – Issue 4. – OECD : 2007. – 24 p.
172. Privet pensions : classifications and glossary / Organization for Economic Co-Operation and Development. – Frans : OESDpublishing, 2005. – 103 p.
173. Roldys, J. The impact of asset accumulation on capital markets / Jorge Roldys // Pension reforms: results and challenges. – FIAP. ; Santiago: CIEDESS, 2003. – P. 375-418.



ДОДАТКИ

Додаток А

Приклад формування і використання фінансових ресурсів НПФ



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНЬСКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

Таблиця А.1 – Типова структура консервативного портфелю

Активи	Вага	Дохідність, %
Акції	0,15	35,00
Корпоративні облігації	0,20	18,00
Депозит	0,30	17,00
Муніципальні облігації	0,10	10,50
Державні облігації	0,25	8,00
Всього	1	17,00

Таблиця А.2 – Типова структура активного портфелю

Активи	Вага	Дохідність, %
Акції	0,40	35,00
Корпоративні облігації	0,20	18,00
Депозит	0,30	17,00
Муніципальні облігації	0,10	10,50
Всього	1	23,75

Таблиця А.3 – Приклад диференційованих розмірів внесків до корпоративного НПФ за віком

Працівники віком	Пенсійні внески, % від суми зарплати працівника
18-25 років	3
26-35 років	6
36-45 років	10
46-55 років	15

Таблиця А.4 – Приклад диференційованих розмірів внесків до корпоративного НПФ за стажем роботи

Працівники зі стажем роботи на даному підприємстві	Пенсійні внески, % від суми зарплати працівника
1-5 років	3
6-15 років	6
16-20 років	10
21 та вище	15

Таблиця А.5 – Приклад диференційованих розмірів внесків до корпоративного НПФ за стажем роботи та віком одночасно

Працівник -ки віком	Пенсійні внески, % від суми зарплати для працівників із стажем роботи на даному підприємстві (років)					
	1-3	4-7	8-12	13-18	19-22	23-27
18-25 років	2	3	-	-	-	-
26-35 років	3	4	5	6	-	-
36-45 років	4	5	6	7	8	10
і так далі	-	-	-	-	-	-



Додаток Б
Приклад щоденного розрахунку чистої вартості активів та одиниці пенсійних внесків на КНПФ НБУ



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

Таблиця Б.1 – Структура активів КНПФ НБУ за напрямками інвестування в 2008-2009 рр

Показники	31.12.2007	31.01.2008	29.02.2008	31.03.2008	30.04.2008	31.05.2008	30.06.2008	31.07.2008	31.08.2008	30.09.2008	31.10.2008	30.11.2008	31.12.2008
Активи НПФ, тис. грн	51 295	54 810	62 136	69 029	76 080	84 025	92 319	101 499	110 367	119 006	127 461	138 159	150 066
Структура активів: депозити, %		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	95 %	93%	92%	93%	93%
облігації, %	-	-	-	-	-	-	-	-	5%	7%	8%	7%	7%
дебіторська заборгованість, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
інші активи, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Продовження табл. Б.1

Показники	31.01.2009	28.02.2009	31.03.2009	30.04.2009	31.05.2009	30.06.2009
Активи НПФ, тис. грн	161 546	172 019	183 326	196 521	209 615	224 662
Структура активів: депозити, %	90%	78%	79%	76%	70%	68%
облігації, %	10%	22%	21%	24%	30%	31%
дебіторська заборгованість, %	-	-	0,08%	0,08%	0,07%	0,13%
інші активи, %	-	-	-	-	-	1,34%



Таблиця Б.2 – Структура активів КНПФ НБУ за джерелами формування у 2008-2009 рр

Показники	31.12.2007	31.01.2008	29.02.2008	31.03.2008	30.04.2008	31.05.2008	30.06.2008	31.07.2008	28.02.2009
Активи НПФ, тис. грн.	51295	54810	62136	69029	76080	84025	92319	101499	172019
внески, %	100%	99%	98%	97%	96%	95%	95%	94%	87%
інвестиційний дохід, %	0%	1%	2%	3%	4%	5%	5%	6%	13%
в т. ч. від: депозитів		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	-
отриманий купон за облігаціями		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-
переоцінка облігацій		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-
ЧВОПВ_i	0	1,0057	1,0171	1,0296	1,0421	1,0552	1,0683	1,0825	1,2098

Продовження табл. Б.2

Показники	31.03.2009	30.04.2009	31.05.2009	30.06.2009	31.08.2008	30.09.2008	31.10.2008	30.11.2008	31.12.2008
Активи НПФ, тис. грн.	183326	196521	209 615	224 662	110367	119006	127461	138159	150066
внески, %	86%	83%	82%	79%	93%	92%	91%	90%	89%
інвестиційний дохід, %	14%	17%	18%	21%	7%	8%	9%	10%	11%
в т. ч. від: депозитів	-	-	-	-	98%	98%	99%	98%	97%
отриманий купон за облігаціями	-	-	-	-	1%	3%	3%	4%	4%
переоцінка облігацій	-	-	-	-	0%	-1%	-2%	-2%	-2%
ЧВОПВ_i	1,2385	1,2793	1,31582	1,36367	1,097	1,1121	1,1283	1,1452	1,1659

Продовження табл. Б.2

Показники	31.01.2009	28.02.2009	31.03.2009	30.04.2009	31.05.2009	30.06.2009
Активи НПФ, тис. грн.	161546	172019	183326	196521	209 615	224 662
внески, %	88%	87%	86%	83%	82%	79%
інвестиційний дохід, %	12%	13%	14%	17%	18%	21%
в т. ч. від: депозитів	-*	-	-	-	-	-
отриманий купон за облігаціями	-*	-	-	-	-	-
переоцінка облігацій	-*	-	-	-	-	-
ЧВОПВ_i	1,1876	1,2098	1,2385	1,2793	1,31582	1,36367

Таблиця Б.3 – Розрахунок чистої вартості одиниці пенсійних внесків КНПФ НБУ у 2008-2009 рр

i	A_i	Z_i	$ЧВА_i$	$КО_{i-1}$	$КО_i$	$ЧВОПВ_{i-1}$	B_i	$ПВ_i$	$СП_i$	$ВП_i$	$СПС_i$	$ОП_i$	$ВК_i$	$ЧВОПВ_i$
31.12.07	51294574	51294574	0	0	51294574	1	51294574	0	0	0	0	0	0	1
31.01.08	54810058	0	54810058	51294574	54495995	1	3201421	0	0	0	0	0	0	1,00576
29.02.08	62136228	0	62136228	54495995	61086008	1,00576	6627992	0	0	0	0	0	0	1,01719
31.03.08	69028805	0	69028805	61086008	67040523	1,01719	6096922	40034	0	0	0	0	0	1,02966
30.04.08	76079954	0	76079954	67040523	73003922	1,02966	6181560	41299	0	0	0	0	0	1,04213
31.05.08	84024570	0	84024570	73003922	79624146	1,04213	6932308	33140	0	0	0	0	0	1,05526
30.06.08	92318762	0	92318762	79624146	86412022	1,05526	7316449	153441	0	0	0	0	0	1,06835
31.07.08	101499154	0	101499154	86412022	93764025	1,06835	7979305	124752	0	0	0	0	0	1,08249

Продовження табл. Б.3

i	A_i	$З_i$	$ЧВА_i$	$КО_{i-1}$	$КО_i$	$ЧВОПВ_{i-1}$	B_i	$ПВ_i$	$СП_i$	$ВП_i$	$СПС_i$	$ОП_i$	$ВК_i$	$ЧВОПВ_i$
31.08.08	110366636	0	110366636	93764025	100541091	1,08249	7741975	405831	0	0	0	0	0	1,09772
30.09.08	119006236	0	119006236	100541091	107006576	1,09772	7273082	175746	0	0	0	0	0	1,11214
31.10.08	127461165	0	127461165	107006576	112963272	1,11214	7020872	396195	0	0	0	0	0	1,12834
30.11.08	138158950	0	138158950	112963272	120638649	1,12834	9049708	389261	0	0	0	0	0	1,14523
31.12.08	150065852	0	150065852	120638649	128710855	1,14523	9780759	536230	0	0	0	0	0	1,16591
31.01.09	161545658	0	161545658	128710855	136020236	1,16591	9199058	676945	0	0	0	0	0	1,18766
28.02.09	172018503	0	172018503	136020236	142176918	1,18766	7717195	405156	0	0	0	0	0	1,20989
31.03.09	183325625	0	183325625	142176918	148013599	1,20989	7767759	706014	0	0	0	0	0	1,23857
28.04.09	196521079	0	196521079	148013599	153605149	1,23857	7807890	882348	0	0	0	0	0	1,27939
31.05.09	209615382	0	209615382	153605149	159303637	1,27939	7848534	557938	0	0	0	0	0	1,31582
30.06.09	224661594	0	224661594	159303637	164748307	1,31582	7793754	629532	0	0	0	0	0	1,36367



Державний вищий навчальний заклад
 «УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»
 State Higher Educational Institute
 «UKRAINE ACADEMY OF BANK OF UKRAINE»

Додаток В
Структура активів недержавних пенсійних фондів різного типу
управління



Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

Таблиця В.1 – Структура активів недержавних пенсійних фондів пасивного типу управління, %

№ п/п	Види активів	НТ ВНПФ "Український пенсійний капітал"	НТ "ВНПФ "Перший національний відкритий пенсійний фонд"	НТ "ВНПФ "Аваль"	НТ КНПФ "Брокбізнеск апітал"	НТ "ВНПФ "Дністер"
1	Вкладні (депозитні) банківські рахунки	38,35	39,65	39,06	38,63	38,70
3	Цінні папери, а саме:	52,58	35,89	60,42	53,08	61,19
3.1	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України</i>	19,04	-	26,07	-	0,90
3.2	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами відповідно до законодавства, облігації місцевих позик</i>	6,6	-	-	14,73	17,30
3.3	<i>Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України</i>	21,61	35,10	34,35	30,38	29,92
3.4	<i>Акції українських емітентів</i>	5,33	-	-	7,97	13,07
3.7	<i>Іпотечні цінні папери</i>		0,79	-	-	-
4.	Об'єкти нерухомості		5,33	-	-	-
5.	Банківські метали	9,27	8,68	-	-	-
6.	Інші активи (із зазначенням переліку інших активів):	-	-	0,52	-	-
6.1	<i>кошти на поточному рахунку</i>	-	-	0,52	-	-
6.1	<i>дебіторська заборгованість</i>	-	-	-	-	-
	Інвестиційний дохід за звітний період (у відсотках до валюти балансу)	10,2	8,9	8,4	10,7	11,6
	Оцінка структури активів (бали)	19	16	12	14	14
	Зміни ЧВОПВ до попереднього періоду, %	6,6	5,6	2,2	5,8	11,3
	Зміна ЧВА до попереднього періоду, %	68,6	152,6	198,7	83,4	74,1



Продовження табл. В.1

№ п/п	Види активів	НО «ВПФ «Соціальні Гарантії»»	НТ „НКПФ ВАТ „Укресімбанк	НТ "ВНПФ "Довіра-Україна"	НТ "ВНПФ "Європа"
1	Вкладні (депозитні) банківські рахунки	33,85	33,52	32,38	38,82
3	Цінні папери, а саме:	65,90	66,26	62,58	44,39
3.1	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України</i>	-	-	-	-
3.2	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами відповідно до законодавства, облігації місцевих позик</i>	10,98	10,90	-	-
3.3	<i>Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України</i>	37,01	34,58	38,18	19,66
3.4	<i>Акції українських емітентів</i>	17,90	20,78	24,40	24,53
3.7	<i>Іпотечні цінні папери</i>	-	-	-	-
4.	Об'єкти нерухомості	-	-	-	-
5.	Банківські метали	-	-	-	-
6.	Інші активи (із зазначенням переліку інших активів):	0,25	0,22	5,04	16,79
6.1	<i>кошти на поточному рахунку</i>	0,25	0,22	4,71	16,52
6.1	<i>дебіторська заборгованість</i>	-	-	0,33	0,27
	Інвестиційний дохід за звітний період (у відсотках до валюти балансу)	13,3	11,5	26,4	13,8
	Оцінка структури активів (бали)	16	17	13	11
	Зміни ЧВОПВ до попереднього періоду, %	10,5	7,5	32,1	14,7
	Зміна ЧВА до попереднього періоду, %	352	155	214,3	268,4



Продовження табл. В.1

№ п/п	Види активів	НТ "ВНПФ "Форум"	ВНПФ "Національний"	ВНПФ "Україна"	НТ "ВНПФ "Всі"
1	Вкладні (депозитні) банківські рахунки	80,66	65,40	36,80	39,11
3	Цінні папери, а саме:	4,53	33,28	55,13	51,06
3.1	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України</i>	-	-	19,75	-
3.2	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами відповідно до законодавства, облігації місцевих позик</i>	-	-	-	-
3.3	<i>Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України</i>	-	-	20,99	31,48
3.4	<i>Акції українських емітентів</i>	4,53	2,37	14,39	14,28
3.7	<i>Іпотечні цінні папери</i>	-	-	-	-
4.	Об'єкти нерухомості	-	-	-	-
5.	Банківські метали	-	-	-	9,69
6.	Інші активи (із зазначенням переліку інших активів):	14,81	1,32	8,07-	0,14
6.1	<i>кошти на поточному рахунку</i>	11,19	0,16	8,07	-
6.1	<i>дебіторська заборгованість</i>	3,62	1,16	-	0,14
	Інвестиційний дохід за звітний період (у відсотках до валюти балансу)	5,7	7,9	16,4	15,2
	Оцінка структури активів (бали)	1	1	14	14
	Зміни ЧВОПВ до попереднього періоду, %	4	9,8	5,0	21
	Зміна ЧВА до попереднього періоду, %	-	106,7	111	74,3

Таблиця В.2 – Структура активів недержавних пенсійних фондів активного типу управління, %

№ п/п	Види активів	НТ "ВНПФ "ПриватФонд"	Відкритий пенсійний фонд "Дельта"	НТ "ВНПФ "НАДІЯ"	НТ "ВНПФ "АРТА"
1	Вкладні (депозитні) банківські рахунки	8,46	13,28	14,70	17,07
3	Цінні папери, а саме:	66,42	78,71	80,80	82,93
3.1	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України</i>	-	-	-	-
3.2	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами відповідно до законодавства, облігації місцевих позик</i>	-	-	-	-
3.3	<i>Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України</i>	31,44	-	16,85	-
3.4	<i>Акції українських емітентів</i>	34,98	78,71	63,95	82,93
3.7	<i>Іпотечні цінні папери</i>	-	-	-	-
4.	Об'єкти нерухомості	-	-	-	-
5.	Банківські метали	6,44	-	-	-
6.	Інші активи (із зазначенням переліку інших активів):	1,54	8,01	4,50	0,00
6.1	<i>кошти на поточному рахунку</i>	17,14	8,01	4,44	-
6.1	<i>дебіторська заборгованість</i>	1,54	-	0,06	-
	Інвестиційний дохід за звітний період (у відсотках до валюти балансу)	12,0	26,2	39,6	8,2
	Оцінка структури активів (бали)	18	8	12	7
	Приріст ЧВОПВ до попереднього періоду, %	25,6	100	52,0	2
	Приріст ЧВА до попереднього періоду, %	214,3	100	276,8	100



Продовження табл. В.2

№ п/п	Види активів	НТ "Відкритий пенсійний фонд "Універсальний"	Корпоративний недержавний пенсійний фонд "Стирол"	НТ "Відкритий пенсійний фонд "Європейський стандарт"	НТ «ВНПФ «Фонд пенсійних заощаджень»	Відкритий пенсійний фонд УкрсоцФонд
1	Вкладні (депозитні) банківські рахунки	20,19	24,84	25,04	26,82	27,41
3	Цінні папери, а саме:	67,54	57,73	7,10	68,34	64,67
3.1	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України</i>	-	-	-	-	-
3.2	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами відповідно до законодавства, облігації місцевих позик</i>	-	-	7,10	-	-
3.3	<i>Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України</i>	26,60	19,19	24,73	11,85	33,23
3.4	<i>Акції українських емітентів</i>	38,12	38,54	39,28	56,49	31,44
3.7	<i>Іпотечні цінні папери</i>	2,82	-	-	-	-
4.	Об'єкти нерухомості	-	-	-	-	-
5.	Банківські метали	-	5,01	-	-	-
6.	Інші активи (із зазначенням переліку інших активів):	12,27	12,42	3,85	4,84	7,92
6.1	<i>кошти на поточному рахунку</i>	12,05	0,48	3,65	-	7,64
6.1	<i>дебіторська заборгованість</i>	0,22	11,94	0,20	4,84	0,28
	Інвестиційний дохід за звітний період (у відсотках до валюти балансу)	27,6	10,1	25,1	7,6	26,7
	Оцінка структури активів (бали)	14	19	13	12	15
	Приріст ЧВОПВ до попереднього періоду, %	53,6	0	39,5	7	63,8
	Приріст ЧВА до попереднього періоду, %	296,8	60,7	89,8	195	88,5



Продовження табл. В.2

№ п/п	Види активів	НТ «ВНПФ «ПРОФІТ»	НТ «ВНПФ «Автоальянс»	ВНПФ «Причетність»	ВПФ «Фармацевтичний»
1	Вкладні (депозитні) банківські рахунки	28,92	33,68	32,79	30,42
3	Цінні папери, а саме:	66,64	60,56	61,09	37,57
3.1	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України</i>	-	-	-	-
3.2	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами відповідно до законодавства, облігації місцевих позик</i>	-	-	-	-
3.3	<i>Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України</i>	33,55	19,47	20,52	34,51
3.4	<i>Акції українських емітентів</i>	33,09	41,09	40,03	
3.7	<i>Іпотечні цінні папери</i>	-	-	0,54	3,06
4.	Об'єкти нерухомості	-	-	-	3,46
5.	Банківські метали	-	1,26	5,38	-
6.	Інші активи (із зазначенням переліку інших активів):	4,44	4,08	0,74	28,55
6.1	<i>кошти на поточному рахунку</i>	4,19	0,18	0,67	2,28
6.1	<i>дебіторська заборгованість</i>	0,25	4,08	0,07	26,27
	Інвестиційний дохід за звітний період (у відсотках до валюти балансу)	25,4	8,2	17,3	23,6
	Оцінка структури активів (бали)	15	16	17	18
	Приріст ЧВОПВ до попереднього періоду, %	27	21,6	22,6	34,5
	Приріст ЧВА до попереднього періоду, %	64	129,8	452,6	121,0



Таблиця В.3 – Шкала оцінки активів недержавних пенсійних фондів

Вид фінансових інструментів	Частка у загальній балансовій вартості активів НПФ, (%)	
	%	Оцінка
Вкладні (депозитні) банківські рахунки	0-10	5
	11-20	4
	21-30	3
	31-(+∞)	2
Цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України	0-10	5
	11-20	4
	21-30	3
	31-40	1
Цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами відповідно до законодавства, облігації місцевих позик	0-10	5
	11-20	4
	21-30	3
	31-40	1
Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України	0-10	3
	11-20	4
	21-30	5
	31-40	4
	40-(+∞)	3
Акції українських емітентів	0-10	2
	11-20	3
	21-30	4
	31-40	5
	40-(+∞)	5
Іпотечні цінні папери	0-10	2
	10-20	3
Об'єкти нерухомості	0-2	2
	2,1-5	3
	5,1-7	4
	7,1-10	5
Банківські метали	0-2	5
	2,1-5	4
	5,1-7	3
	7,1-10	2
Інші активи	0-1	0
	1,1-(+∞)	1



Таблиця В.4 – Бальна оцінка структури активів пасивного типу недержавних пенсійних фондів

№ п/п	Види активів	НТ ВВПФ "Український пенсійний капітал"	НТ "ВВПФ "Перший національний відкритий пенсійний фонд"	НТ "ВВПФ "Аваль"	НТ КНПФ "Брокбізнескапітал"	НТ "ВВПФ "Дністер"	ВВПФ "Україна"
1	Вкладні (депозитні) банківські рахунки	2	2	2	2	2	2
3	Цінні папери, а саме:	-	-	-	-	-	-
3.1	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України</i>	4	5	3	5	5	4
3.2	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами відповідно до законодавства, облігації місцевих позик</i>	5	5	5	4	4	5
3.3	<i>Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України</i>	5	4	4	4	5	5
3.4	<i>Акції українських емітентів</i>	2	2	2	2	3	3
3.7	<i>Іпотечні цінні папери</i>	2	2	2	2	2	2
4.	Об'єкти нерухомості	2	4	2	2	2	2
5.	Банківські метали	2	2	5	5	5	5
6.	Інші активи	0	0	1	0	0	1
	Оцінка структури активів (бали)	24	26	26	26	28	29



Продовження табл. В.4

№ п/п	Види активів	НТ "ВНПФ "Всі"	НО «ВПФ «Соціальні Гарантії»»	НТ „НКПФ ВАТ „Укрексім-банк”	НТ "ВНПФ "Довіра Україна"	НТ "ВНПФ "Європа"	НТ "ВНПФ "Форум"	ВНПФ "Національний"
1	Вкладні (депозитні) банківські рахунки	2	2	2	2	2	1	1
3	Цінні папери, а саме:							
3.1	Цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України	5	5	5	5	5	5	5
3.2	Цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами відповідно до законодавства, облігації місцевих позик	5	4	4	5	5	5	5
3.3	Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України	4	4	4	4	5	3	3
3.4	Акції українських емітентів	3	3	4	4	4	2	2
3.7	Іпотечні цінні папери	2	2	2	2	2	2	2
4.	Об'єкти нерухомості	2	2	2	2	2	2	2
5.	Банківські метали	2	5	5	5	5	5	5
6.	Інші активи	0	0	0	1	1	1	1
	Оцінка структури активів (бали)	25	27	28	30	31	26	26



Таблиця В.5 – Бальна оцінка структури активів активного типу недержавних пенсійних фондів

№ п/п	Види активів	НТ "ВНПФ "ПриватФонд"	Відкритий пенсійний фонд "Дельта"	НТ "ВНПФ "НАДІЯ"	НТ "ВНПФ "АРТА"	НТ "Корпоративний недержавний пенсійний фонд "СОЦУМ"	НТ "Відкритий пенсійний фонд "Універсальний"	Корпоративний недержавний пенсійний фонд "Стирол"
1	Вкладні (депозитні) банківські рахунки	5	4	4	4	4	4	3
3	Цінні папери, а саме:							
3.1	Цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України	5	5	5	5	5	5	5
3.2	Цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами відповідно до законодавства, облигації місцевих позик	5	5	5	5	5	5	5
3.3	Облигації підприємств, емітентами яких є резиденти України	4	3	4	3	4	5	4
3.4	Акції українських емітентів	5	5	5	5	5	5	5
3.7	Іпотечні цінні папери	2	2	2	2	2	2	2
4.	Об'єкти нерухомості	2	2	2	2	2	2	2
5.	Банківські метали	3	5	5	5	5	5	4
6.	Інші активи:	1	1	1	0	1	1	1
	Оцінка структури активів (бали)	32	32	33	31	33	29	31



Продовження табл. В.5

№ п/п	Види активів	НТ "Відкритий пенсійний фонд "Європейський стандарт"	НТ «ВНПФ «Фонд пенсійних заощаджень»	Відкритий пенсійний фонд "Укрсоц-Фонд"	НТ "ВНПФ "ПРОФІТ"	НТ "ВНПФ "Автоальянс"	ВНПФ "Причетність"	ВПФ «Фармацевтичний»
1	Вкладні (депозитні) банківські рахунки	3	3	3	3	2	2	3
3	Цінні папери, а саме:							
3.1	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України</i>	5	5	5	5	5	5	5
3.2	<i>Цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами відповідно до законодавства, облигації місцевих позик</i>	4	5	5	5	5	5	5
3.3	<i>Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України</i>	5	4	4	4	5	5	4
3.4	<i>Акції українських емітентів</i>	5	5	5	5	5	5	2
3.7	<i>Іпотечні цінні папери</i>	2	2	2	2	2	2	2
4.	Об'єкти нерухомості	2	2	2	2	2	2	2
5.	Банківські метали	5	5	5	5	5	4	5
6.	Інші активи:	1	1	1	1	1	0	1
	Оцінка структури активів (бали)	32	32	32	32	32	30	29



Додаток Д
Показники аналізу та оцінки недержавних пенсійних фондів



Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

Таблиця Д.1 – Показники аналізу та оцінки недержавних пенсійних фондів та компаній з управління активами недержавних пенсійних фондів

Назва	Позначення	Зміст показника	Порядок розрахунку	Джерело даних
Група А		Показники маркетингової групи		
Чисельність учасників НПФ, загальна (чол.)	N^{mT}	відображає загальну чисельність учасників НПФ, без поділу на будь-які категорії, що дозволяє зробити оцінку результативності НПФ щодо залучення учасників.	показник визначається на певну дату (за певний період часу), виходячи з періодичності надходження даних, а також розглядається динамічний (часовий) ряд значень цього показника.	форма НПФ-4, рядок 020 „Кількість учасників за укладеними пенсійними контрактами”
Чисельність активних учасників НПФ, які ще не отримують регулярні пенсійні виплати (чол.)	N^{mActA}	відображає чисельність учасників НПФ з „активними” індивідуальними пенсійними рахунками, тобто учасників, на користь яких відповідно до умов пенсійних контрактів триває сплата пенсійних внесків, має місце фактична сплата пенсійних внесків протягом звітного періоду та які ще не розпочали отримання пенсій на визначений строк. Використовується для оцінки зрілості НПФ	Теж саме	форма НПФ-4, рядок 040 „Кількість учасників, на користь яких сплачено пенсійні внески”
Чисельність неактивних учасників НПФ (чол.)	N^{mAct-}	відображає чисельність учасників НПФ з „неактивними” індивідуальними пенсійними рахунками, тобто учасників, на користь яких фактично не сплачено пенсійні внески. Використовується для розрахунку коефіцієнту активності учасників НПФ	показник визначається на певну дату (за певний період часу), виходячи з періодичності надходження даних (для розрахунку доцільно брати 1 рік з огляду на податкові міркування та можливу періодичність сплати пенсійних внесків – 1 раз на рік), а також розглядається динамічний (часовий) ряд значень цього показника.	В нормативних документах показник відсутній



Продовження табл. Д.1

<p>Чисельність учасників НПФ, які отримують регулярні пенсійні виплати з НПФ (чол.)</p>	<p>N^{mB}</p>	<p>відображає чисельність учасників НПФ, які вже скористалися правом на подання заяви на визначення пенсійного віку та виду пенсійної виплати та отримали хоча б одну регулярну пенсійну виплату з НПФ. Складається з чисельності учасників, які отримують пенсійні виплати на визначений строк. Використовується для оцінки зрілості НПФ</p>	<p>показник визначається на певну дату (за певний період часу), виходячи з періодичності надходження даних, а також розглядається динамічний (часовий) ряд значень цього показника.</p>	<p>форма НПФ-4, рядок 100 „Кількість учасників, які отримують пенсію на визначений строк”</p>
<p>Чисельність учасників НПФ, які забрали свої пенсійні кошти з НПФ (чол.)</p>	<p>N^{mTFof}</p>	<p>відображає чисельність учасників НПФ, які припинили свою участь в НПФ шляхом переведення своїх пенсійних коштів до інших НПФ, страховиків, банківських установ; не враховує учасників, які після переведення пенсійних коштів (у повній сумі накопичень або їх частини) залишилися учасниками даного НПФ та продовжують накопичувати в ньому. Використовується для оцінки плинності учасників НПФ</p>	<p>показник визначається на певну дату (за певний період часу), виходячи з періодичності надходження даних, а також розглядається динамічний (часовий) ряд значень цього показника.</p>	<p>В нормативних документах відсутній.</p>
<p>Чисельність учасників НПФ, які перевели кошти до НПФ (чол.)</p>	<p>N^{mTFin}</p>	<p>відображає чисельність учасників НПФ, які перевели свої пенсійні кошти до НПФ. Використовується для оцінки плинності учасників НПФ (див. п.20 цієї Методики) та дозволяє оцінити привабливість НПФ.</p>	<p>показник визначається на певну дату (за певний період часу), виходячи з періодичності надходження даних, а також розглядається динамічний (часовий) ряд значень цього показника.</p>	<p>форма НПФ-2, рядок 030 „Переведено кошти фізичної особи до пенсійного фонду”</p>
<p>Кількість вкладників НПФ, загальна (чол.)</p>	<p>N^{cT}</p>	<p>Відображає загальну кількість осіб, що уклали з НПФ пенсійні контракти. Дозволяє зробити оцінку результативності НПФ щодо залучення вкладників</p>	<p>Показник визначається на певну дату (за певний період часу), виходячи з періодичності надходження даних, а також розглядається динамічний (часовий) ряд значень цього показника.</p>	<p>Форма НПФ-4, рядок 010 «Кількість укладених пенсійних контрактів, якщо прийняти, що кількість пенсійних контрактів дорівнює кількості вкладників</p>



Продовження табл. Д.1

Кількість неактивних вкладників НПФ (осіб)	N^{Act-}	відображає кількість вкладників НПФ, що уклали з НПФ пенсійні контракти та фактично не сплатили пенсійні внески. Використовується для розрахунку коефіцієнту активності вкладників НПФ	показник визначається на певну дату (за певний період часу), виходячи з періодичності надходження даних, а також розглядається динамічний (часовий) ряд значень цього показника.	форма НПФ-4, рядок 070 „Кількість контрактів, за якими існує заборгованість по пенсійним внескам”, якщо прийняти, що кількість пенсійних контрактів дорівнює кількості вкладників
Група В Показники фінансового стану та результатів діяльності НПФ				
Сума пенсійних внесків, що фактично надійшла до НПФ	S^{Cont}	відображає суму сукупних зобов'язань всіх вкладників НПФ зі сплати пенсійних внесків, що фактично виконані відповідно до умов пенсійних контрактів.	показник визначається на певну дату (за певний період часу), виходячи з періодичності надходження даних, а також розглядається динамічний (часовий) ряд значень цього показника.	форма НПФ-2, рядок 040 „Загальна сума”
Сума активів НПФ, загальна (грн.)	AV^T	відображає суму всіх активів НПФ, тобто майна у всіх його видах, що належить НПФ та використовується для здійснення діяльності та одержання економічних вигод. Використовується для підрахунку чистої вартості активів НПФ	показник визначається на певну дату (за певний період часу), виходячи з періодичності надходження даних, а також розглядається динамічний (часовий) ряд значень цього показника.	Довідка про чисту вартість активів недержавного пенсійного фонду
Сума пенсійних виплат, що фактично здійснені	K^{mB}	відображає суму сукупних зобов'язань перед учасниками НПФ зі сплати пенсійних виплат, що фактично виконані відповідно до умов пенсійних контрактів.	показник визначається на певну дату (за певний період часу), виходячи з періодичності надходження даних, а також розглядається динамічний (часовий) ряд значень цього показника.	-
Прибуток (збиток), отриманий від інвестування активів НПФ (грн.)	P^{flnv}	відображає прибуток (збиток), отриманий в результаті інвестування активів НПФ.	$P_i^{flnv} = R_i^{flnv} + RP_i^{flnv} - ER_i^{flnv}$ <p>де R_i^{flnv} – сума доходів від здійснення операцій з активами НПФ за i-тий період; RP_i^{flnv} – сума пасивних доходів, отриманих на активи НПФ (відсотки, які нараховуються та виплачуються на грошові кошти, розміщені на депозитних банківських рахунках, прибуток, який отримується на активи пенсійного фонду, розміщені у цінні папери, тощо) за i-тий період; ER_i^{flnv} – сума понесених витрат, в т.ч. сплачених податків за i-тий період.</p>	дані бухгалтерського обліку (аналітичного обліку доходів та витрат).

Додаток Е

Розрахунок стадії життєвих циклів НПФ у галузі станом на 31.12.2009



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

Таблиця Е.1 – Розрахунок стадії життєвого циклу НПФ в галузі станом на 31.12.2009

НПФ	Середні за вибіркою значення	НТ "ВНПФ "Приват-Фонд"	Відкритий пенсійний фонд "Дельта"	НТ "ВНПФ "НАДІЯ"	НТ "ВНПФ "АРТА"	НТ "Корпоративний недержавний пенсійний фонд "СОЦІУМ"	НТ "Відкритий пенсійний фонд "Універсальний"	Корпоративний недержавний пенсійний фонд "Стирол"	"Відкритий пенсійний фонд "Європейський стандарт"	НТ «ВНПФ «Фонд пенсійних заощажень»	Відкритий пенсійний фонд "Укрсоц-Фонд"	НТ «ВНПФ «ПРО-ФІТ»	НТ «ВНПФ «Автоальянс»
Показники	РОЗРАХУНКОВІ ПОКАЗНИКИ												
N_{09}^{mt} , осіб	11622,9	30977	9007	116	636	1321	371	3345	627	5772	13573	267	12717
N_{08}^{mt} , осіб	4386	30943	9024	116	424	658	377	3409	631	5772	12240	236	12961
N_{07}^{mt} , осіб	-	30779	3742	104	368	721	299	3517	617	5656	11897	241	12481
N_{09}^{cm} , осіб	-	171	745	31	5	5	239	25	32	11	37	13	64
N_{08}^{cm} , осіб	-	141	745	27	4	7	247	25	32	11	37	15	64
N_{07}^{cm} , осіб	-	106	75	26	4	7	167	25	32	11	39	11	62
S_{09}^{mTFin} , тис. грн	-	0	0	0	202,76	2117,75	0	0	0	0	0	105,86	0
S_{08}^{mTFof} , тис. грн	-	21,15	21,07	0	0	185,06	5,51	513,93	0	0	0	4,03	0
S_{09}^{cont} , тис. грн	-	2816,27	14,81	7,05	0	12,72	260,86	10,30	30,28	0,37	497,77	23,89	268,35
S_{08}^{cont} , тис. грн	-	3243,09	174,07	224,11	51,52	176	600,33	13150,4	56,42	482,85	145,2	43,09	2011,27
K_{09}^{mB} , тис. грн	-	849,25	19,12	19,25	0	183,35	20,46	7684,18	33,35	0	12,36	13,18	301,34



Продовження табл. Е.1

НПФ	Середні за вибіркою значення	НТ "ВНПФ "Приват-Фонд"	Відкритий пенсійний фонд "Дельта"	НТ "ВНПФ "НАДІЯ"	НТ "ВНПФ "АРТА"	НТ "Корпоративний недержавний пенсійний фонд "СОЦУМ"	НТ "Відкритий пенсійний фонд "Універсальний"	Корпоративний недержавний пенсійний фонд "Стирол"	"Відкритий пенсійний фонд "Європейський стандарт"	НТ «ВНПФ «Фонд пенсійних заощажень»	Відкритий пенсійний фонд "Укрсоц-Фонд"	НТ «ВНПФ «ПРО-ФІТ»	НТ «ВНПФ «Автоальянс»
Показники													
K_{08}^{mB} , тис. грн	-	150,57	17,63	0	2,56	910,59	2,06	1473,22	20,91	32,44	5,9	50,52	136,18
AV_{09}^T , тис. грн	12883	12013,47	304,67	658,81	676,19	3231,65	1832,48	28118,48	401,44	144,08	2763,83	388,81	10724,6
AV_{08}^T , тис. грн	5276	8072,74	265,96	478,45	452,77	1164,91	1206,56	33164,7	287,08	94,61	2066,94	240,86	8624
P_{09}^{fInv} , тис. грн	2018	2019,83	71,26	222,04	62,59	364,85	433,46	4976,35	125,73	49,11	440,80	57,52	2658,8
P_{08}^{fInv} , тис. грн	789	1809,41	-267,41	-115,04	0,64	-704,98	-130,48	-1879,6	-96,38	-1761,9	-170,25	-96,73	-3709,1
Визначення ЖЦНПФ за алгоритмом 1													
$N_{09}^{mt} > 11623$		так	ні	ні	ні	ні	ні	ні	ні	ні	так	ні	так
$N_{09}^{mActA} > N_{09}^{mActA-}$		так									так		ні
$N_{09}^{mt} > N_{07}^{mt}$		так	так	так	так	так	так	так	так	так	так	так	
$N_{09}^{mtFin} > N_{09}^{mtFof}$		ні					так				ні		
$N_{09}^{ct} > N_{07}^{ct}$		так	так	так	так	ні	так	так	так	так	так	так	так
$N_{09}^{mActA} > N_{09}^{mB}$		так	ні	ні	ні	ні	так	ні	ні	так	так	ні	ні
Стадія ЖЦНПФ		2	3	3	3	3	1	3	3	1	2	3	3

Продовження табл. Е.1

НПФ	Середні за вибіркою значення	НТ "ВНПФ "Приват-Фонд"	Відкритий пенсійний фонд "Дельта"	НТ "ВНПФ "НАДІЯ"	НТ "ВНПФ "АРТА"	НТ "Корпоративний недержавний пенсійний фонд "СОЦУМ"	НТ "Відкритий пенсійний фонд "Універсальний"	Корпоративний недержавний пенсійний фонд "Стирол"	"Відкритий пенсійний фонд "Європейський стандарт"	НТ «ВНПФ «Фонд пенсійних заощажень»	Відкритий пенсійний фонд "Укрсоц-Фонд»	НТ «ВНПФ «ПРО-ФІТ»	НТ «ВНПФ «Автоальянс»
Показники													
Визначення ЖЦНПФ за алгоритмом 2													
$\frac{AV_{09}^T}{AV^T} \geq$	12883	ні	ні	ні	ні	ні	ні	так	ні	ні	ні	ні	ні
<i>середньогодуз</i> $p_{09}^{fInV} \geq p^f$	2018	-	-	-	-	-	-	так	-	-	-	-	-
<i>середньогодуз</i> $S_{09}^{cont} > p_{09}^{fInV}$	-	-	-	-	-	-	-	ні	-	-	-	-	-
$S_{09}^{cont} > K_{09}^{mB}$	-	-	-	-	-	-	-	ні	-	-	-	-	-
$S_{09}^{cont} > S_{08}^{cont}$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
$\frac{AV_{09}^T}{AV_{07}^T} \geq$	-	так	так	так	так	так	так	так	так	так	так	так	так
$K_{09}^{mB} > K_{08}^{mB}$	-	так	так	так	ні	ні	так	так	так	ні	так	ні	так
$p_{09}^{fInV} > p_{08}^{fInV}$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Стадія ЖЦНПФ	-	2	2	2	1	1	2	3	2	1	2	1	2



Продовження табл. Е.1

НПФ	Середні за вибіркою значення	ВНПФ «Причетність»	ВПФ «Фармацевтичний»	НТ ВНПФ "Український пенсійний капітал"	НТ "ВНПФ "Перший національний відкритий пенсійний	НТ "ВНПФ "Аваль"	НТ КНПФ "Брок-бізнес-капітал"	НТ "ВНПФ "Дністер"	ВНПФ "Україна"	НТ "ВНПФ "Всі"
Показники										
РОЗРАХУНКОВІ ПОКАЗНИКИ										
N_{09}^{mt} , осіб	11623	5037	872	1771	60522	0	356	1447	5183	3967
N_{08}^{mt} , осіб	4386	4748	913	1791	52855	87	365	5317	3864	993
N_{07}^{mt} , осіб		1999	866	1770	26177	71	350	1384	3808	3238
N_{09}^{cm} , осіб		253	90	20	13148	0	1	37	4663	-
N_{08}^{cm} , осіб		262	95	20	12105	68	1	39	4807	164
N_{07}^{cm} , осіб		213	90	15	11235	64	1	38	3290	109
S_{09}^{mTFin} , тис. грн		0	138,8	0	249,04	0	0	0	0	348,8
S_{09}^{mTFof} , тис. грн		0	0	0	1,57	481,56	0	25,0	273,69	39,35
S_{09}^{cont} , тис. грн		2100,47	94,22	830,08	24975,02	0	1735,2	2,89	5722,42	1657,2
S_{08}^{cont} , тис. грн		4465	452,29	991,06	34778,7	77,23	1460,4	14604	4861,11	759,47
K_{09}^{mB} , тис. грн		181,80	494,67	311,58	4981,12	0	250,15	406,82	2415,92	4594,4
K_{08}^{mB} , тис. грн		1077,62	268,43	67,17	2435,93	28,03	35,82	281	1710,82	66,94

Продовження табл. Е.1

НПФ	Середні за вибіркою значення	ВНПФ «Причетність»	ВПФ «Фармацевтичний»	НТ ВНПФ "Український пенсійний капітал"	НТ "ВНПФ "Перший національний відкритий пенсійний	НТ "ВНПФ "Аваль"	НТ КНПФ "Брок-бізнес-капітал"	НТ "ВНПФ "Дністер"	ВНПФ "Україна"	НТ "ВНПФ "Всі"
Показники										
AV_{09}^T , тис. грн	12883	8263,13	9317,47	4689,98	115475,2	0	5671,5	2810,99	30959,2	20898
AV_{08}^T , тис. грн	5276	5124,73	7176,87	3695,17	79978	467,26	3666,4	23770	18647	1381,0
S^{mTFin} , тис. грн	-	0	71,96	42,33	14,81	0	0	0	40,19	298,15
S^{mTFof} , тис. грн	-	0	0	0	12,83	181,56	42,44	50,77	2,55	0
p_{09}^{fInV} , тис. грн	2018	1331,22	2684,58	697,17	16113,82	0	816,12	479,75	5793,69	3409,0
p_{08}^{fInV} , тис. грн	789	-1601,7	-3103,6	135,74	10390,4	47,31	164,3	-517,39	100,91	-118,5
Визначення ЖЦНПФ за алгоритмом 1										
$N_{09}^{mt} > 11622,89$	-	ні	ні	ні	так	ні	ні	ні	ні	ні
$N_{09}^{mActA} > N_{09}^{mActA-}$	-		ні		так	ні				
$N_{09}^{mt} > N_{07}^{mt}$	-	так	ні	так	так	ні	так	так	так	так
$N_{09}^{mtFin} > N_{09}^{mtFof}$	-	ні			так			ні		
$N_{09}^{ct} > N_{07}^{ct}$	-	так		так			так	ні	так	так
$N_{09}^{mActA} > N_{09}^{mB}$	-	так		так	так		так		так	ні
Стадія ЖЦНПФ	-	1	4	1	2	4	1	4	1	3



Продовження табл. Е.1

НПФ	Середні за вибіркою значення	ВНПФ «Причетність»	ВПФ «Фармацевтичний»	НТ ВНПФ "Український пенсійний капітал"	НТ "ВНПФ "Перший національний відкритий пенсійний	НТ "ВНПФ "Аваль"	НТ КНПФ "Брок-бізнес-капітал"	НТ "ВНПФ "Дністер"	ВНПФ "Україна"	НТ "ВНПФ "Всі"
Показники	Визначення ЖЦНПФ за алгоритмом 2									
$AV_{09}^T \geq AV_{середньо}^T$, тис. грн..	12883,04	ні	ні	ні	ні	ні	ні	ні	так	так
$p_{09}^{fInv} \geq p^{fInv}$, середньоголуз тис. грн..	2018,08	-	-	-	-	-	-	-	так	так
$S_{09}^{cont} > p_{09}^{fInv}$, тис. грн..	-	-	-	-	-	-	-	-	ні	ні
$S_{09}^{cont} > K_{09}^{mB}$, тис. грн..	-	-	-	-	-	-	-	-	так	ні
$S_{09}^{cont} > S_{08}^{cont}$, тис. грн..	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
$AV_{09}^T \geq AV_{07}^T$, тис. грн..	-	так	так	так	так	ні	так	ні	-	-
$K_{09}^{mB} > K_{08}^{mB}$, тис. грн..	-	ні	так	так	так	-	так	-	-	-
$p_{09}^{fInv} > p_{08}^{fInv}$, тис. грн..	-	-	-	-	-	ні	-	так	-	-
Стадія ЖЦНПФ		1	2	2	2	4	2	3	2	3



Продовження табл. Е.1

Показники \ НПФ	Середні за вибіркою значення	НО «ВПФ «Соціальні Гарантії»»	НТ „НКПФ ВАТ „Укресім-банк”	НТ "ВНПФ "Довіра-Україна"	НТ "ВНПФ "Європа"	НТ "ВНПФ "Форум"
РОЗРАХУНКОВІ ПОКАЗНИКИ						
N_{09}^{mt} , осіб	11623	1162	3710	136431	517	3471
N_{08}^{mt} , осіб	4386	3771	517	136662	3243	1936
N_{07}^{mt} , осіб	-	391	3597	104850	395	2507
N_{09}^{cm} , осіб	-	55	1	9814	2	6
N_{08}^{cm} , осіб	-	39	1	9873	2	7
N_{07}^{cm} , осіб	-	15	1	6614	1	5
S^{mTFin} , тис. грн	-	298,32	0	17,55	0	0,9
S^{mTFof} , тис. грн	-	12,16	349,17	31,79	0	6,55
S_{09}^{cont} , тис. грн	-	135,19	8573,27	2247,99	0	4315,07
S_{08}^{cont} , тис. грн	-	13480,4	146,92	8114,12	4171,67	1390,88
K_{09}^{mB} , тис. грн	-	109,29	1012,08	1014,41	0	124,53
K_{08}^{mB} , тис. грн	-	732,06	0	428,91	29,75	67,24
AV_{09}^T , тис. грн	12883	2057,53	39994,71	20960,9	284,51	12316,8
AV_{08}^T , тис. грн	5276	929,6	239,28	21237,9	6384,6	5167,9
S^{mTFi}_n , тис. грн	-	4,18	0	71,36	7,68	0



Продовження табл. Е.1

НПФ	Середні за вибіркою значення	НО «ВПФ «Соціальні Гарантії»»	НТ „НКПФ ВАТ „Укресім-банк”	НТ "ВНПФ "Довіра-Україна"	НТ "ВНПФ "Європа"	НТ "ВНПФ "Форум"
Показники						
AV_{09}^T , тис. грн	12883	2057,53	39994,71	20960,9	284,51	12316,8
AV_{08}^T , тис. грн	5276	929,6	239,28	21237,9	6384,6	5167,9
S^{mTFin} , тис. грн		4,18	0	71,36	7,68	0
S^{mTfof} , тис. грн		357,86	0	35,2	4,18	0
p_{09}^{fInv} , тис. грн	2018	335,17	7885,66	-579,44	50,73	1970,3
p_{08}^{fInv} , тис. грн	789	-3471,2	-32,36	2148,96	-554,25	564,19
Визначення ЖЦНПФ за алгоритмом 1						
$N_{09}^{mt} > 11622,89$	-	ні	ні	ні	так	ні
$N_{09}^{mActAt} > N_{09}^{mActA-}$	-	-	-	-	-	-
$N_{09}^{mt} > N_{07}^{mt}$	-	так	так	так	так	так
$N_{09}^{mTFin} > N_{09}^{mTfof}$	-	-	-	-	-	-
$N_{09}^{ct} > N_{07}^{ct}$	-	так	так	так	так	так
$N_{09}^{mActA} > N_{09}^{mB}$	-	так	так	ні	так	так
Стадія ЖЦНПФ	-	1	1	3	2	1
Визначення ЖЦНПФ за алгоритмом 2						
$AV_{09}^T \geq AV^T$ середньо галуз, тис. грн..	12883,04	ні	так	ні	Так	ні
$p_{09}^{fInv} \geq p^{fInv}$ середньогалуз тис. грн..	2018,08	-	так	-	Ні	-

Продовження табл. Е.1

$S_{09}^{cont} > p_{09}^{f,Inv}$, тис. грн..	-	-	так	-	-	-
$S_{09}^{cont} > K_{09}^{mB}$, тис. грн..	-	-	-	-	-	-
$S_{09}^{cont} > S_{08}^{cont}$, тис. грн..	-	-	-	-	ні	-
$AV_{09}^T \geq AV_{07}^T$, тис. грн..	-	так	-	так	ні	так
$K_{09}^{mB} > K_{08}^{mB}$, тис. грн..	-	так	-	ні	-	так
$p_{09}^{f,Inv} > p_{08}^{f,Inv}$, тис. грн..	-	-	-	-	-	-
Стадія ЖЦНПФ	-	2	2	1	4	1



Державний вищий навчальний заклад
 "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institute
 "UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
 OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

Додаток Ж

Розрахунок результатів фінансово-господарської діяльності
НПФ ВПФ «ФріФлайт», КНПФ НБУ, НТ КНПФ «Брокбизнескапітал»



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

Таблиця Ж.1 – Розрахунок результатів фінансово-господарської діяльності ВПФ НПФ ВПФ «ФріФлайт»

Показники	Позначення	Період		
		2008	2009	2010
Прибуток до розподілення на індивідуальних рахунках	П	(-1)	4	1
Зміна дебіторської заборгованості за період;	ΔДЗ	1	2	–
Зміна кредиторської заборгованості за період;	ΔКЗ	1	(-1)	–
Короткострокові фінансові вкладення та інші оборотні активи окрім грошових коштів;	ΔФВ _{кор}	–	–	–
Виробничі інвестування за період;	ВІ	–	–	–
Звичайний продаж майна.	ЗПМ	–	–	–
Приріст довгострокових фінансові вкладення за період;	ΔФВ _{довг}	–	–	–
Доходи від довгострокових фінансових вкладень.	ДФВ _{довг}	1	5	2
Результат господарської діяльності	РГД	= 0	= 0	> 0
Результат фінансової діяльності	РФД	2 > 0	4 > 0	= 0
Результат фінансово-господарської діяльності	РФГД	2 > 0	4 > 0	= 0
Логічне значення РГД	-	РГД = 0	РГД = 0	РГД = 0
Логічне значення РФД	-	РФД >> 0	РФД >> 0	РФД = 0
Номер квадранта	-	5	5	2

Таблиця Ж.2 – Розрахунок результатів фінансово-господарської діяльності КНПФ НБУ

Показники	Позначення	Період	
		2008	2009
Прибуток до розподілення на індивідуальних рахунках	П	15865	60287
Зміна дебіторської заборгованості за період;	ΔДЗ	1102	2150
Зміна кредиторської заборгованості за період;	ΔКЗ	–	–

Продовження табл. Ж.2

Показники	Позначення	Період	
		2008	2009
Короткострокові фінансові вкладення та інші оборотні активи окрім грошових коштів;	$\Delta\Phi B_{кор}$	82844	-
Виробничі інвестування за період;	ВІ	3194	-
Звичайний продаж майна.	ЗПМ	-	-
Приріст довгострокових фінансові вкладення за період;	$\Delta\Phi B_{довг}$	9820	17634
Доходи від довгострокових фінансових вкладень.	$D_{\Phi B_{довг}}$	16158	61224
Результат господарської діяльності	РГД	14763 >>0	(-27901)<0
Результат фінансової діяльності	РФД	6338 >>0	43590 > 0
Результат фінансово-господарської діяльності	РФГД	>>0	> 0
Логічне значення РГД	-	РГД >>0	РГД = 0
Логічне значення РФД	-	РФД >>0	РФД >>0
Номер квадранта	-	6	5

Таблиця Ж.3 – Розрахунок результатів фінансово-господарської діяльності ВПФ НПФ НТ КНПФ «Брокбизнескапітал»

Показники	Позначення	Період		
		2007	2008	2009
Прибуток до розподілення на індивідуальних рахунках	П	122,8	(-32)	520
Зміна дебіторської заборгованості за період;	$\Delta ДЗ$	(-4,9)	1	463
Зміна кредиторської заборгованості за період;	$\Delta КЗ$	(-1)	5	7
Короткострокові фінансові вкладення та інші оборотні активи окрім грошових коштів;	$\Delta\Phi B_{кор}$	-	-	-
Виробничі інвестування за період;	ВІ	-	-	-
Звичайний продаж майна.	ЗПМ	-	-	-
Приріст довгострокових фінансові вкладення за період;	$\Delta\Phi B_{довг}$	1229,1	388	1281
Доходи від довгострокових фінансових вкладень.	$D_{\Phi B_{довг}}$	220,2	333	583

Продовження табл. Ж.3

Показники	Позначення	Період		
		2007	2008	2009
Результат господарської діяльності	РГД	= 0	< 0	= 0
Результат фінансової діяльності	РФД	1009,9 > 0	= 0	< 0
Результат фінансово-господарської діяльності	РФГД	2 > 0	< 0	< 0
Логічне значення РГД	-	РГД = 0	РГД << 0	РГД = 0
Логічне значення РФД	-	РФД >> 0	РФД = 0	РФД << 0
Номер квадранта	-	5	9	7

State Higher Educational Institution
 "UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING"
 OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

Державний вищий навчальний заклад
 "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ



Додаток 3

Структура фінансових потоків вітчизняних домогосподарств



Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

Таблиця 3.1 – Рух фінансових потоків домогосподарств до початку періоду запровадження системи НПЗ

Показники	Період до запровадження системи НПЗ															
	1992		1993		1994		1995		1996		1997		1998		1999	
	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %
Грошові доходи	0,024	100	0,628	100	5,389	100	26,498	100	40,311	100	50,069	100	54,379	100	61,865	100
Чисті грошові доходи	0,021	88	0,599	95	5,014	93	24,342	92	36,393	90	44,846	90	48,811	90	55,115	89
Реальні грошові доходи	0,0013	5	0,012	2	0,506	9	5,103	19	20,185	50	38,694	77	44,133	81	44,919	73
Грошові витрати і заощадження	0,019	100	0,513	100	4,754	100	24,784	100	38,961	100	47,933	100	53,376	100	59,518	100
Купівля товарів і оплата послуг	0,015	79	0,441	86	4,025	85	20,141	81	27,45	70	31,876	67	34,867	65	41,832	70
Податки та інші витрати	0,002	11	0,03	6	0,376	8	2,263	9	4,147	11	5,714	12	6,372	12	8,266	14
Нагромадження нефінансових активів (в т. ч. придбання іноземної валюти)	0,00002	0	0,016	3	0,156	3	1,997	8	4,928	13	0,491	1	0,804	2	4,864	8
Приріст заощаджень та придбання цінних паперів	0,001	5	0,027	5	0,198	4	0,383	2	2,436	6	7,758	16	9,614	18	4,556	8



Продовження табл. 3.1

Показники	Період до запровадження системи НПЗ							
	2000		2001		2002		2003	
	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %
Грошові доходи	86,911	100	109,39	100	191,946	100	215,672	100
Чисті грошові доходи	77,682	89	95,361	87	116,436	61	162,578	75
Реальні грошові доходи	60,594	70	85,144	78	103,194	54	109,179	51
Грошові витрати і заощадження	83,777	100	102,834	100	196,711	100	215,672	100
Купівля товарів і оплата послуг	59,024	70	77,846	76	159,591	81	180,73	84
Податки та інші витрати	12,171	15	15,184	15	13,849	7	18,665	9
Нагромадження нефінансових активів (в т. ч. придбання іноземної валюти)	3,971	5	1,155	1	8,304	4	1,68	1
Приріст заощаджень та придбання цінних паперів	8,611	10	3,532	3	14,967	8	14,597	7

Таблиця 3. 2 – Рух фінансових потоків домогосподарств в період запровадження системи НПЗ

Показники	Період запровадження системи НПЗ													
	2004		2005		2006		2007		2008		9 мес 2009		9 мес 2010	
	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %
Грошові доходи	274,241	100	381,404	100	472,061	100	625,868	100	850,232	100	235,345	100	280,565	100
Чисті грошові доходи	212,033	77	298,275	78	363,586	77	470,953	75	634,493	75	-	0	-	0
Реальні грошові доходи	127,52	46	153,152	40	-	0	-	0	-	0	-	0	-	0
Грошові витрати і заощадження	274,241	100	381,404	100	472,061	100	625,868	100	850,232	100	235,345	100	280,565	100

Продовження табл. 3.2

Показники	Період запровадження системи НПЗ													
	2004		2005		2006		2007		2008		9 мес 2009		9 мес 2010	
	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %
Купівля товарів і оплата послуг	222,27	81	306,769	80	385,681	82	502,359	80	685,645	81	179,066	76	213,324	76
Податки та інші витрати	20,894	8	28,984	8	42,177	9	65,659	10	96,883	11	25,137	11	26,983	10
Нагромадження нефінансових активів (в т. ч. придбання іноземної валюти)	3,254	1	3,254	1	7,159	2	9,264	1	16,855	2	7,217	3	11,393	4
Приріст заощаджень та придбання цінних паперів	27,823	10	41,207	11	37,044	8	48,586	8	50,849	6	23,925	10	28,865	10
Нагромадження нефінансових активів (в т. ч. придбання іноземної валюти)	3,254	1	3,254	1	7,159	2	9,264	1	16,855	2	7,217	3	11,393	4
Приріст заощаджень та придбання цінних паперів	27,823	10	41,207	11	37,044	8	48,586	8	50,849	6	23,925	10	28,865	10



Таблиця 3.3 – Структура довгострокових заощаджень фізичних осіб до початку періоду запровадження системи НПЗ

Показники	Період до запровадження системи НПЗ															
	1992		1993		1994		1995		1996		1997		1998		1999	
	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %
Грошові витрати і заощадження	0,019	100,0	0,513	100,0	4,754	100,0	24,784	100,0	38,961	100,0	47,933	100,0	53,376	100,0	59,518	100,0
Нагромадження нефінансових активів (в т. ч. придбання іноземної валюти)	0,000	0,105	0,016	3,119	0,156	3,281	1,997	8,058	4,928	12,649	0,491	1,024	0,804	1,506	4,864	8,172
Приріст заощаджень та придбання цінних паперів	0,001	5,263	0,027	5,263	0,198	4,165	0,383	1,545	2,436	6,252	7,758	16,18	9,614	18,01	4,556	7,655
Перевищення доходів над витратами	0,005	26,32	0,115	22,417	0,635	13,357	1,714	6,916	1,350	3,465	2,136	4,456	1,003	1,879	2,347	3,943
Депозити в банківських установах	0,003	15,79	0,030	5,848	0,214	4,501	0,615	2,481	1,231	3,160	2,305	4,809	3,119	5,843	4,319	7,257
з них: до запитання;	0,002	10,526	0,016	3,119	0,096	2,019	0,305	1,231	0,484	1,242	0,751	1,567	0,863	1,617	1,287	2,162



Продовження табл. 3.3

Показники	Період до запровадження системи НПЗ															
	1992		1993		1994		1995		1996		1997		1998		1999	
	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %
довгостро-кові;	0	0,0 0	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
коротко-строкові;	0,001	5,2 63	0,014	2,729	0,118	2,482	0,310	1,251	0,747	1,917	1,554	3,242	2,255	4,225	3,031	5,093
<i>Пенсійні внески до НПФ від фіз. осіб і СПД</i>	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<i>Страхові премії за страхуван-ням життя, млрд. грн.</i>	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

Продовження табл. 3.3

Показники	Період до запровадження системи НПЗ							
	2000		2001		2002		2003	
	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %
<i>Грошові витрати і заощадження</i>	83,777	100,000	102,834	100,000	196,711	100,000	215,672	100,000
Нагромадження нефінансових активів (в т. ч. придбання іноземної валюти)	3,971	4,740	1,155	1,123	8,304	4,221	1,680	0,779
Приріст заощаджень та придбання цінних паперів	8,611	10,278	3,532	3,435	14,967	7,609	14,597	6,768
Перевищення доходів над витратами	3,134	3,741	6,556	6,375	-4,765	0,000	...	...
<i>Депозити в банківських установах</i>	6,780	8,093	11,338	11,026	19,302	9,812	32,396	15,021

Продовження табл. 3.3

Показники	Період до запровадження системи НПЗ							
	2000		2001		2002		2003	
	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %
з них: до запитання;	2,119	2,529	3,162	3,075	5,000	2,542	7,192	3,335
довгострокові;	0,939	1,12	2,652	2,58	7,168	3,64	13,66	6,33
короткострокові;	3,722	4,443	5,523	5,371	7,134	3,627	11,544	5,353
<i>Пенсійні внески до НПФ від фіз осіб і СПД</i>	...	...	...	...	...	...	...	...
<i>Страхові премії за страхуванням життя, млрд. грн.</i>	...	...	...	...	0,024	0,012	0,072	0,034

Таблиця 3. 4 – Структура довгострокових заощаджень фізичних осіб до початку періоду запровадження системи НПЗ

Показники	Період запровадження системи НПЗ													
	2004		2005		2006		2007		2008		9 мес 2009		9 мес 2010	
	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %
<i>Грошові витрати і заощаджен-ня</i>	274,241	100,00	381,404	100,00	472,061	100,00	625,868	100,00	850,232	100,00	235,345	100,00	280,565	100,00
Нагромадження нефінансових активів (в т. ч. придбання іноземної валюти)	3,254	1,187	3,254	0,853	7,159	1,517	9,264	1,480	16,855	1,982	7,217	3,067	11,393	4,061

Продовження табл. 3. 4

Показники	Період запровадження системи НПЗ													
	2004		2005		2006		2007		2008		9 мес 2009		9 мес 2010	
	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %	млрд. грн	у %
Приріст заощаджень та придбання цінних паперів	27,823	10,145	41,207	10,804	37,044	7,847	48,586	7,763	50,849	5,981	23,925	10,166	28,865	10,288
Перевищення доходів над витратами	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Депозити в банківських установах	41,611	15,173	73,202	19,193	106,715	22,606	164,159	26,229	218,000	25,640	214,065	90,958	404,200	144,066
з них: до запитання;	7,911	2,885	17,185	4,506	18,519	3,923	37,340	5,966	40,657	4,782	57,285	24,341	64,267	22,906
строкові	33,699	12,29	56,016	14,69	82,689	17,52	126,819	20,26	177,381	20,86	156,78	66,62	200,079	71,31
довгострокові;	22,363	8,15	37,046	9,71	59,957	12,70	94,436	15,09	22,667	2,67	12,06	5,12	15,763	5,62
короткострокові;	11,336	4,134	18,970	4,974	22,732	4,815	32,383	5,174	154,714	18,197	144,720	61,493	184,316	65,695
Пенсійні внески до НПФ від фіз осіб і СПД	...	...	0,002	0,001	0,003	0,001	0,009	0,001	0,012	0,001	0,006	0,003	0,006	0,002
Страхові премії за страхуванням життя, млрд. грн.	0,187	0,068	0,321	0,084	0,451	0,096	0,784	0,125	1,096	0,129	0,827	0,351	0,610	0,217

Додаток К

Розрахунок реального доходу по депозитним заощадженням в різних валютах



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

Таблиця К.1 – Розрахунок реального доходу по депозитним заощадженням в гривні

Дата	Строк, відсоткова ставка у відсотках річних				Індекс інфляції	6 місяців		12 місяців		24 місяців	
	на 6 місяців	на 12 місяців	на 24 місяці	на 36 місяців		Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період
12.04.2010	21,00	22,00	20,30	20,60	100,0	9,00	2,23	18,00	7,00	29,96	-1,11
29.03.2010	17,00	19,00	20,30	20,60	100,9	9,00	1,27	18,00	5,45	29,96	-6,09
22.02.2010	17,00	19,00	20,30	20,60	101,9	9,00	1,37	18,00	4,78	29,96	-8,52
25.01.2010	17,00	20,00	15,00	14,00	101,8	9,00	3,59	16,00	1,67	29,96	-9,88
28.12.2009	17,00	20,00	15,00	14,00	100,9	8,00	4,56	16,00	1,33	29,96	-10,29
23.11.2009	17,00	18,00	15,00	14,00	101,1	9,00	5,35	16,00	0,65	29,96	-12,10
26.10.2009	17,00	18,00	15,00	14,00	100,9	9,00	5,97	16,00	-0,03	29,96	-14,63
28.09.2009	17,00	18,00	14,70	14,00	100,8	9,00	5,97	16,00	-0,26	29,96	-16,49
31.08.2009	17,00	18,00	14,70	14,00	99,8	9,00	5,36	15,00	-0,23	29,96	-16,20
27.07.2009	17,00	16,00	14,70	14,00	99,9	9,00	3,59	15,00	0,12	29,96	-18,54
30.06.2009	17,00	18,00	14,70	14,00	101,1	8,00	-0,57	15,00	-0,92	29,96	-21,96
25.05.2009	17,00	18,00	14,70	14,00	100,5	8,00	-1,65	15,00	-1,14	33,40	-17,77
27.04.2009	17,00	18,00	14,70	14,00	100,9	8,00	-2,74	15,00	-4,15	33,40	-17,02
30.03.2009	17,00	18,00	14,70	14,00	101,4	8,00	-3,62	14,00	-8,57	29,96	-19,42
25.02.2009	17,00	18,00	14,70	14,00	101,5	8,00	-3,29	13,00	-11,15	32,25	-15,95
26.01.2009	17,00	16,00	18,50	18,50	102,9	7,50	-2,03	13,00	-12,86	32,25	-14,49
29.12.2008	10,00	16,00	16,00	18,50	102,1	7,50	1,59	13,00	-11,88		
24.11.2008	10,00	16,00	16,00	16,50	101,5	7,50	2,93	13,00	-12,00		
27.10.2008	15,00	16,00	16,00	16,50	101,7	7,50	3,14	13,00	-13,73		
29.09.2008	14,00	16,00	16,00	14,00	101,1	7,50	1,70	13,00	-14,35		
26.08.2008	14,00	15,00	15,00	14,00	99,9	7,00	-1,62	13,00	-13,72		
28.07.2008	14,00	15,00	15,00	14,00	99,5	6,50	-5,17	14,00	-14,62		



Продовження табл. К.1

Дата	Строк, відсоткова ставка у відсотках річних				Індекс інфляції	6 місяців		12 місяців		24 місяців	
	на 6 місяців	на 12 місяців	на 24 місяці	на 36 місяців		Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період
23.06.2008	14,00	15,00	16,00	14,50	100,8	6,50	-8,98	14,00	-18,11		
26.05.2008	10,00	15,00	14,00	14,50	101,3	6,50	-10,47	14,00	-17,85		
29.04.2008	10,00	15,00	14,00	14,50	103,1	6,50	-11,51	14,00	-16,16		
31.03.2008	13,00	14,00	14,00	15,00	103,8	6,50	-11,28	14,00	-12,50		
25.02.2008	10,00	13,00	14,00	15,00	102,7	6,50	-9,47	14,00	-8,60		
28.01.2008	10,00	13,00	14,00	15,00	102,9	6,50	-7,09	14,00	-5,97		
24.12.2007	10,00	13,00	14,00	15,00	102,1	7,00	-4,94				
26.11.2007	10,00	13,00	14,00	15,00	102,2	7,00	-5,05				
31.10.2007	10,00	13,00	14,00	15,00	102,9	7,00	-3,29				
24.09.2007	10,00	13,00	14,00	15,00	102,2	7,00	-0,19				
27.08.2007	12,00	13,00	14,00	15,00	100,6	7,00	1,91				
30.07.2007	12,00	14,00	14,00	15,00	101,4	7,00	1,91				
25.06.2007	12,00	14,00	14,00	15,00	102,2	6,50	2,34				
29.05.2007	12,00	14,00	15,50	14,50	100,6						
23.04.2007	12,00	14,00	15,50	14,50	100,0						
26.03.2007	12,00	14,00	14,00	15,50	100,2						
26.02.2007	13,00	14,00	15,00	15,50	100,6						
29.01.2007	13,00	14,00	15,00	15,50	100,5						



Таблиця К.2 – Розрахунок реального доходу по депозитним заощадженням в американських доларах

Дата	Строк, відсоткова ставка у відсотках річних				Середній курс валюти	Індекс інфляції	6 місяців		12 місяців		24 місяців		36 місяців	
	на 6 міс.	на 12 міс.	на 24 міс.	на 36 міс.			Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період
12.04.2010	11,00	12,00	11,65	11,80		1	5,50	-2,50	12,00	5,08	15,78	51,88	36,76	17,14
29.03.2010	11,00	12,00	11,65	11,80	7,98	1,009	5,50	-0,66	12,00	3,52	15,78	46,90	33,10	35,40
22.02.2010	11,00	12,00	11,65	11,80	8,00	1,019	5,50	2,92	12,50	3,66	15,78	44,93	36,76	51,35
25.01.2010	11,00	12,00	10,00	9,00	8,00	1,018	5,50	5,60	11,00	3,13	21,00	51,84	36,76	53,62
28.12.2009	11,00	12,00	10,00	9,00	7,98	1,009	5,50	5,62	11,00	32,96	21,00	50,95		
23.11.2009	11,00	12,00	10,00	9,00	7,99	1,011	5,50	5,31	10,00	58,00	21,00	49,38		
26.10.2009	11,00	12,00	10,00	9,00	8,00	1,009	5,50	5,65	12,00	68,71	21,00	47,10		
28.09.2009	11,00	12,00	9,70	9,00	8,00	1,008	5,50	5,14	11,00	66,83	21,00	45,23		
31.08.2009	11,00	12,00	9,70	9,00	7,80	0,998	5,50	1,67	11,00	63,29	21,00	40,73		
27.07.2009	11,00	12,00	9,70	9,00	7,65	0,999	4,50	-2,72	10,00	58,62	19,90	33,13		
30.06.2009	11,00	12,00	9,70	9,00	7,61	1,011	4,50	21,69	10,00	52,18	19,90	28,76		
25.05.2009	11,00	12,00	9,70	9,00	7,64	1,005	4,50	46,18	9,50	49,51	19,90	30,23		



Продовження табл. К.2

Дата	Строк, відсоткова ставка у відсотках річних				Середній курс валюти	Індекс інфляції	6 місяців		12 місяців		24 місяців		36 місяців	
	на 6 міс.	на 12 міс.	на 24 міс.	на 36 міс.			Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період
27.04.2009	11,00	12,00	9,70	9,00	7,70	1,009	4,50	53,29	9,50	47,81	19,90	32,40		
30.03.2009	11,00	12,00	9,70	9,00	7,70	1,014	4,50	53,06	9,50	44,39	19,90	33,45		
25.02.2009	11,00	12,50	9,70	9,00	7,70	1,015	4,50	54,73	9,50	42,82	19,90	34,62		
26.01.2009	9,00	11,00	9,70	9,00	7,70	1,029	4,50	56,92	9,50	41,10	19,90	36,08		
29.12.2008	9,00	11,00	9,70	9,00	7,56	1,021	4,00	51,12	10,00	39,79				
24.11.2008	9,00	10,00	11,50	11,50	6,00	1,015	4,00	17,64	10,00	5,69				
27.10.2008	9,00	12,00	11,50	11,50	5,07	1,017	4,00	-3,18	10,00	-16,29				
29.09.2008	9,00	11,00	9,70	9,00	4,85	1,011	4,00	-9,93	10,00	-21,71				
26.08.2008	9,00	11,00	9,50	9,00	4,85	0,999	4,00	-11,67	10,00	-21,08				
28.07.2008	9,00	10,00	9,50	9,00	4,85	0,995	4,00	-15,02	10,00	-22,98				
23.06.2008	8,00	10,00	9,25	9,75	4,85	1,008	4,00	-18,03	10,00	-26,47				
26.05.2008	8,00	9,50	7,60	9,75	4,98	1,013	4,00	-16,99	10,00	-23,37				
29.04.2008	8,00	9,50	7,60	9,75	5,05	1,031	4,00	-17,43	10,00	-20,16				



Продовження табл. К.2

Дата	Строк, відсоткова ставка у відсотках річних				Середній курс валюти	Індекс інфляції	6 місяців		12 місяців		24 місяців		36 місяців	
	на 6 міс.	на 12 міс.	на 24 міс.	на 36 міс.			Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період
31.03.2008	8,00	9,50	7,60	9,75	5,05	1,038	4,00	-16,37	10,00	-16,50				
25.02.2008	8,00	9,50	7,60	9,75	5,05	1,027	4,00	-12,66	10,00	-12,60				
28.01.2008	8,00	9,50	10,00	10,00	5,05	1,029	4,00	-11,18	9,00	-10,97				
24.12.2007	8,00	10,00	10,00	10,00	5,05	1,021	4,00	-10,40						
26.11.2007	8,00	10,00	10,00	10,00	5,05	1,022	4,00	-8,72						
31.10.2007	8,00	10,00	10,00	10,00	5,05	1,029	4,00	-6,29						
24.09.2007	8,00	10,00	10,00	10,00	5,05	1,022	4,00	-3,40						
27.08.2007	8,00	10,00	10,00	10,00	5,05	1,006	4,00	-1,72						
30.07.2007	8,00	10,00	9,50	7,00	5,05	1,014	4,50	-1,11						
25.06.2007	8,00	10,00	9,50	7,00	5,05	1,022								
29.05.2007	8,00	10,00	9,50	11,00	5,05	1,006								
23.04.2007	8,00	10,00	9,50	11,00	5,05	1								
26.03.2007	8,00	10,00	9,50	10,00	5,05	1,002								
26.02.2007	8,00	10,00	9,50	11,00	5,05	1,006								
29.01.2007	9,00	9,00	9,50	11,00	5,05	1,005								



Таблиця К.3 – Розрахунок реального доходу по депозитним заощадженням в євро

Дата	Строк, відсоткова ставка у відсотках річних				Середній курс валюти	Індекс інфляції	6 місяців		12 місяців		24 місяців		36 місяців	
	на 6 міс.	на 12 міс.	на 24 міс.	на 36 міс.			Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період
12.04.2010	9,50	11,00	11,65	11,80	10,62	1,000	5,00	-11,93	11,00	6,42	16,64	27,33	27,73	14,20
29.03.2010	8,50	11,50	11,65	11,80	10,82	1,009	4,25	-7,25	12,00	10,48	16,64	33,58	19,10	35,51
22.02.2010	8,50	11,50	11,65	11,80	10,96	1,019	4,25	-1,42	11,00	6,40	16,64	33,58	19,10	42,55
25.01.2010	8,50	11,00	9,00	8,00	11,43	1,018	4,25	6,27	11,00	10,18	16,64	41,55	19,10	55,08
28.12.2009	8,50	11,00	9,00	8,00	11,67	1,009	4,25	12,18	12,00	56,41	16,64	43,44		
23.11.2009	10,00	11,50	9,00	8,00	11,91	1,011	4,25	17,92	8,00	74,65	16,64	51,42		
26.10.2009	10,00	11,50	9,00	8,00	11,85	1,009	4,50	19,38	8,00	67,32	16,64	52,59		
28.09.2009	8,50	11,50	8,50	8,00	11,64	1,008	5,50	20,20	9,00	58,02	16,64	50,89		
31.08.2009	8,50	11,50	8,50	8,00	11,13	0,998	4,50	9,17	9,00	43,57	11,30	32,86		
27.07.2009	8,50	11,50	8,50	8,00	10,78	0,999	4,50	2,08	9,00	40,96	17,72	38,95		
30.06.2009	8,50	11,50	8,50	8,00	10,68	1,011	4,50	35,23	9,00	34,29	17,72	32,16		
25.05.2009	8,50	11,00	8,50	8,00	10,42	1,005	4,00	48,78	7,00	23,92	17,72	28,96		



Продовження табл К.3

Дата	Строк, відсоткова ставка у відсотках річних				Середній курс валюти	Індекс інфляції	6 місяців		12 місяців		24 місяців		36 місяців	
	на 6 міс.	на 12 міс.	на 24 міс.	на 36 міс.			Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період
27.04.2009	9,00	11,00	8,50	8,00	10,17	1,009	4,00	38,91	8,00	21,31	17,72	28,54		
30.03.2009	11,00	12,00	8,50	8,00	10,04	1,014	3,50	29,89	8,00	23,17	17,72	29,71		
25.02.2009	9,00	11,00	8,50	8,00	9,85	1,015	4,25	23,23	8,00	19,03	17,72	28,84		
26.01.2009	9,00	11,00	8,50	8,00	10,17	1,029	4,00	31,29	8,00	23,58	17,72	36,05		
29.12.2008	9,00	12,00	9,00	8,00	10,19	1,021	3,50	29,32	8,00	23,64				
24.11.2008	8,00	8,00	8,00	8,00	7,64	1,015	2,50	-7,55	8,00	-10,08				
27.10.2008	8,00	8,00	8,00	8,00	6,77	1,017	2,50	-18,86	8,00	-22,42				
29.09.2008	7,00	9,00	9,00	8,00	6,98	1,011	2,50	-13,65	8,00	-17,78				
26.08.2008	8,50	9,00	8,80	8,00	7,28	0,999	3,00	-11,12	8,00	-13,10				
28.07.2008	8,00	9,00	8,50	8,00	7,64	0,995	3,00	-7,84	8,00	-6,74				
23.06.2008	7,00	9,00	8,00	8,75	7,54	1,008	3,00	-13,10	8,00	-12,88				
26.05.2008	5,00	7,00	8,00	8,75	7,75	1,013	3,00	-8,37	8,00	-8,94				

Продовження табл К.3

Дата	Строк, відсоткова ставка у відсотках річних				Середній курс валюти	Індекс інфляції	6 місяців		12 місяців		24 місяців		36 місяців	
	на 6 міс.	на 12 міс.	на 24 міс.	на 36 міс.			Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період
29.04.2008	5,00	8,00	8,00	8,75	7,96	1,031	3,00	-4,47	9,00	-0,47				
31.03.2008	5,00	8,00	8,00	8,75	7,82	1,038	3,00	-3,30	9,00	2,65				
25.02.2008	5,00	8,00	8,00	8,75	7,44	1,027	3,00	-5,92	9,00	1,21				
28.01.2008	6,00	8,00	8,00	8,50	7,43	1,029	3,00	-2,14	9,00	3,67				
24.12.2007	6,00	8,00	8,00	8,50	7,35	1,021	2,00	-4,64						
26.11.2007	6,00	8,00	8,00	8,50	7,41	1,022	3,00	-0,65						
31.10.2007	6,00	8,00	8,00	8,50	7,18	1,029	3,00	0,25						
24.09.2007	6,00	8,00	8,00	8,50	7,01	1,022	3,00	2,00						
27.08.2007	6,00	8,00	5,50	8,50	6,88	1,006	3,00	2,47						
30.07.2007	6,00	8,00	8,50	8,50	6,92	1,014	3,00	3,21						
25.06.2007	4,00	8,00	8,50	8,50	6,77	1,022								
29.05.2007	6,00	8,00	8,50	8,50	6,83	1,006								



Продовження табл К.3

Дата	Строк, відсоткова ставка у відсотках річних				Середній курс валют и	Індекс інфляції	6 місяців		12 місяців		24 місяців		36 місяців	
	на 6 міс.	на 12 міс.	на 24 міс.	на 36 міс.			Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період	Номинальна доходність за період	Реальна доходність за період
29.05.2007	6,00	8,00	8,50	8,50	6,83	1,006								
23.04.2007	6,00	9,00	8,50	8,50	6,81	1,000								
26.03.2007	6,00	9,00	8,50	6,00	6,69	1,002								
26.02.2007	6,00	9,00	8,50	6,00	6,6	1,006								
29.01.2007	6,00	9,00	8,50	6,00	6,55	1,005								



Додаток Л –

Довідки про впровадження результатів дисертаційного дослідження

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"



КЕРНЕЛ

ПОЛТАВСЬКИЙ
ОЛІЙНОЕКСТРАКЦІЙНИЙ
ЗАВОДВул. Маршала Бірюзова, 17, м. Полтава, 36007
тел.: (0532) 67 7579, факс: (0532) 50 91 10
e-mail: pmex@kernel.ua, www.kernel.ua№ 895
від «21» квітня 2011 р.Спеціалізованій вченій раді Д 55.081.01
ДВНЗ «Українській академії банківської справи НБУ»

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Ярошенко Олени Василівни на тему: «Механізм залучення та використання
фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів» на ПрАТ «Полтавський
олійноекстракційний завод – Кернел Груп»

Основні теоретичні положення здобувача Ярошенко Олени Василівни, викладені в дисертаційній роботі «Механізм залучення та використання фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів», щодо обґрунтування комплексної оцінки ефективності діяльності недержавного пенсійного фонду, були використані в процесі прийняття рішення при обранні недержавного пенсійного фонду для впровадження корпоративних пенсійних програм на нашому підприємстві. Запропонований автором механізм визначення життєвого циклу недержавного пенсійного фонду та комплексні оптимізаційні критерії формування його фінансової стратегії, є зручним у використанні, оскільки застосовуються показники офіційної звітності фондів, що постійно оприлюднюються.

Директор



Лізонтан Л.О.



**ГОЛОВНЕ УПРАВЛІННЯ ПЕНСІЙНОГО ФОНДУ
УКРАЇНИ В СУМСЬКІЙ ОБЛАСТІ
УПРАВЛІННЯ ПЕНСІЙНОГО ФОНДУ УКРАЇНИ
В ЗАРІЧНОМУ РАЙОНІ м. СУМИ**

вул. Харківська, 35, м. Суми, 40024 тел. (0542) 65-64-56, факс 32-79-71, Код ЄДРПОУ 22977095

22 КВІ 2011 № 8252/9-10
на № _____ від _____

Спеціалізованій вченій раді
Д 55.081.01
ДВНЗ «Українська академія
банківської справи НБУ»

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Ярошенко Олени Василівни
на тему: «Механізм залучення та використання фінансових ресурсів
недержавних пенсійних фондів»

Науково-методичні розробки та результати дослідження здобувача наукового ступеня кандидата економічних наук Ярошенко Олени Василівни, викладені в дисертаційній роботі «Механізм залучення та використання фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів» використані при формуванні внутрішньої нормативної документації управління Пенсійного фонду України в Зарічному районі м.Суми в частині пропозицій стосовно критерію оцінки комплексного управління активами і пасивами пенсійного фонду.

Начальник управління

А.Г. Занченко



ТОВ «Компанія з управління активами «ІФГ
Капітал»
адреса: вул. Тарасівська, 23/25, 01033, Київ
тел./факс +38 044 492-16-86



Вих. № 7/1
від "20" січня 2012 року

Спеціалізованій вченій раді Д 55.081.01
ДВНЗ «Українська академія
банківської справи Національного
банку України»

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження Ярошенко О. В. на
тему: «Механізм залучення і використання фінансових ресурсів недержавних
пенсійних фондів»**

Науково-методичні розробки та результати дослідження здобувача наукового ступеня кандидата економічних наук Ярошенко Олени Василівни на тему: «Механізм залучення і використання фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів» застосовується у ТОВ «Компанія з управління активами «ІФГ-Капітал» при формуванні інвестиційної політики з метою реалізації інвестиційної декларації шляхом розміщення активів недержавних пенсійних фондів, що обслуговуються компанією.

Запропонований автором науково-методичний підхід до оцінки фінансового стану НПФ у комплексі з науково-методичним підходом до визначення життєвого циклу НПФ дозволяє більш компетентно підійти до прийняття управлінських рішень щодо управління їх активами.

Впровадження в практичну діяльність розроблених автором критеріїв стабільного розвитку НПФ дає змогу завчасно запобігти виникненню можливих проблем з ліквідністю активів, що сприяє мінімізації ризику ліквідності та підвищенню ефективності використання фінансових ресурсів НПФ.

Генеральний директор



Новікова І.В.

№ 14 «21» травня 2010 р.

Спеціалізованій вченій раді Д 55.081.01
ДВНЗ «Українській академії банківської справи НБУ»

ДОВІДКА
про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Мелешко Олени Василівни на тему: «Механізм залучення та використання
фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів» у ТОВ "КАПИТАЛТРАСТ
СЕК'ЮРИТИЗ"

Результати дисертаційного дослідження здобувача наукового ступеня кандидата економічних наук Мелешко Олени Василівни, викладені в дисертаційній роботі «Механізм залучення та використання фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів» використовувалися при здійсненні оцінки якості інвестиційного портфеля та загальної інвестиційної діяльності компанії. Адаптований автором спосіб оцінки інвестиційної стратегії дозволяє виявити рівень обґрунтованості рішень компанії щодо свідомого чи випадкового вибору інвестиційних інструментів.

Розроблена автором типова модель структури складових оціночних показників в залежності від стратегії управління активами клієнтів дозволяє поліпшити якість надання послуг нашим клієнтам та прогнозувати фінансові результати від діяльності згідно класифікатора КВЕД 65. «Грошове та фінансове посередництво».

Директор ТОВ «КАПИТАЛТРАСТ
СЕК'ЮРИТИЗ"



Корсак М. Ф.

ЗАТВЕРДЖУЮ

Ректор Державного вищого навчального закладу
«Українська академія банківської справи
Національного банку України», д.е.н., проф.



А. О. Спіфанов

АКТ

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Ярошенко Олени Василівни на тему: «Механізм залучення і
використання фінансових ресурсів недержавних пенсійних
фондів» у навчальний процес ДВНЗ «Українська академія
банківської справи Національного банку України»

від 10 січня 2012 року

м. Суми

Акт складено комісією у складі:

Голова: декан обліково-фінансового факультету, к.п.н., доцент
Головань М.С.

Члени комісії: декан факультету банківських технологій, к.е.н., доцент
Гончарук Т. І.; завідувач кафедри фінансів, д.е.н., проф. Леонов С.В.

Комісія провела роботу по визначенню фактичного впровадження
результатів дисертаційного дослідження Ярошенко Олени Василівни
«Механізм залучення і використання фінансових ресурсів недержавних
пенсійних фондів» у навчальний процес обліково-фінансового факультету
ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку
України».

Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Ярошенко Олени Василівни «Механізм залучення і використання фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів».
2. Робочі програми курсів дисциплін кафедри фінансів:
 - «Бюджетна система» (викладається на денному та заочному відділенні за програмою підготовки фахівців за ОКР «Бакалавр» напряму підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит»).
 - «Бюджетний менеджмент» (викладається на денному та заочному відділенні за програмою підготовки фахівців за ОКР «Магістр» спеціальності 8.03050801 «Фінанси і кредит»).
 - «Соціальне страхування» (викладається на денному та заочному відділенні за програмою підготовки фахівців за ОКР «Бакалавр» напряму підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит»).
3. Навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених дисциплін.

За результатами проведеної роботи комісією встановлено:

1. Розроблені в дисертаційній роботі Ярошенко Олени Василівни «Механізм залучення і використання фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів» методичні і науково-теоретичні положення впроваджені у розділах курсів таких дисциплін:
 - «Бюджетна система». Розділ: «Видатки бюджету на соціальний захист населення і соціальну сферу».
 - «Бюджетний менеджмент». Розділи: «Сутність та складові бюджетного менеджменту»; «Виконання бюджету».
 - «Соціальне страхування». Розділи: «Сутність, принципи та роль соціального страхування»; «Недержавне пенсійне страхування»; «Зарубіжний досвід соціального страхування».
2. Застосування в навчальному процесі обліково-фінансового факультету ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» матеріалів дисертаційного дослідження Ярошенко Олени Василівни «Механізм залучення і використання фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів» дало змогу адаптувати перелічені

дисципліни до сучасних умов мінливої економіки, поглибити їх теоретико-методичні основи, а в кінцевому підсумку – підвищити якість підготовки фахівців.

Голова комісії



М.С. Головань

Член комісії:



Т. І. Гончарук

С. В. Леонов

ЗАТВЕРДЖУЮ

Ректор Державного вищого навчального закладу
«Українська академія банківської справи
Національного банку України», д.е.н., проф.



А. О. Спіфанов

АКТ

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Ярошенко Олени Василівни
на тему: «Механізм залучення і використання фінансових ресурсів
недержавних пенсійних фондів»
у навчальному процесі факультету банківських технологій

ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку
України»

від «20» серпня 2011 р., м. Суми

Акт складено комісією у складі:

Голова – декан факультету банківських технологій, к.е.н., доц. Гончарук Т. І.
Члени комісії: зав. кафедри теоретичної і прикладної економіки, д.е.н., проф.
Кривенко Л. В.; к.е.н., доц. кафедри теоретичної і прикладної економіки
Дутченко О. М.

Комісія провела роботу по визначенню фактичного впровадження
результатів дисертаційного дослідження Ярошенко Олени Василівни
«Механізм залучення і використання фінансових ресурсів недержавних

пенсійних фондів» у навчальний процес факультету банківських технологій ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України».

Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Ярошенко Олени Василівни «Механізм залучення і використання фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів».
2. Робочі програми курсів дисциплін:
 - «Економіка праці і соціально-трудова відносини» (викладається на денному відділенні за програмами підготовки бакалаврів напрямів підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит», 6.030509 «Облік і аудит», 6.030502 «Економічна кібернетика», 6.030503 «Міжнародна економіка»).
 - «Економіка підприємства» (викладається на денному відділенні за програмами підготовки бакалаврів напрямів підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит», 6.030509 «Облік і аудит», 6.030502 «Економічна кібернетика», 6.030503 «Міжнародна економіка»).
3. Навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених дисциплін.

За результатами проведеної роботи комісією встановлено:

1. Розроблені в дисертаційній роботі Ярошенко Олени Василівни «Механізм залучення і використання фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів» методичні і науково-теоретичні положення впроваджені як розділи курсів таких дисциплін:
 - «Економіка праці і соціально-трудова відносини». Розділи: «Трудові ресурси і трудовий потенціал суспільства», «Соціальне партнерство», «Політика доходів та оплата праці».
 - «Економіка підприємства». Розділи: «Планування діяльності підприємства», «Персонал підприємства, продуктивність та оплата праці», «Фінансово-економічні результати діяльності підприємства», «Розвиток підприємства: сучасні моделі, трансформація і реструктуризація».
2. Застосування в навчальному процесі факультету банківських технологій ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» матеріалів дисертаційного дослідження Ярошенко Олени

Василівни «Механізм залучення і використання фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів» дало змогу адаптувати перелічені дисципліни до сучасних умов мінливої економіки, поглибити їх теоретико-методичні основи, а в кінцевому підсумку – підвищити якість підготовки фахівців з економічних спеціальностей.

Голова комісії



Т.І. Гончарук

Член комісії:



Л.В. Кривенко

О.М. Дутченко