

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ

На правах рукопису

НЕБАБА НАТАЛІЯ ОЛЕКСАНДРІВНА

УДК[368.914:005.915](043.5)

**УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ПОТОКАМИ НЕДЕРЖАВНИХ  
ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація  
на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Науковий керівник:  
Журавка Федір Олександрович,  
доктор економічних наук,  
професор

Суми – 2015

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-ОРГАНІЗАЦІЙНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ПОТОКАМИ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ .....	13
1.1. Сутність, структурна побудова та нормативно-правове регулювання системи недержавного пенсійного забезпечення в Україні.....	13
1.2. Аналіз зарубіжного досвіду розвитку НПЗ.....	24
1.3. Особливості діяльності недержавних пенсійних фондів в Україні.....	35
1.4. Управління фінансовими потоками в системі недержавного пенсійного забезпечення.....	47
Висновки до розділу 1.....	64
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СУЧАСНИХ ТЕНДЕНЦІЙ РОЗВИТКУ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ В УКРАЇНІ.....	66
2.1. Оцінка сучасного стану застосування недержавних пенсійних програм в Україні.....	66
2.2. Аналіз фінансових потоків системи НПЗ.....	78
2.3. Особливості інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів.....	89
2.4. Науково-методичні засади розвитку системи НПЗ в Україні	105
Висновки до розділу 2.....	117
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ПОТОКАМИ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ.....	120
3.1. Методичні підходи до управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів.....	120

3.2. Обґрунтування пропозицій щодо вдосконалення державного регулювання системи НПЗ в Україні.....	132
3.3. Оптимізація інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів в умовах економічної нестабільності.....	154
Висновки до розділу 3.....	166
ВИСНОВКИ.....	169
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	172
ДОДАТКИ.....	199

## ВСТУП

**Актуальність теми дослідження.** Реформування пенсійної системи України та розвиток недержавного пенсійного забезпечення (НПЗ) є пріоритетними напрямками державної політики у сфері покращення соціального захисту населення. Світова практика свідчить про те, що основними суб'єктами, які здатні акумулювати значні обсяги фінансових ресурсів, перетворювати їх на інвестиційний капітал та ефективно примножувати, є недержавні пенсійні фонди (НПФ).

Недостатній вітчизняний досвід функціонування НПФ, складність і багатоаспектність діяльності потребують комплексних підходів до управління їх фінансовими потоками, що пов'язано з довгостроковим фінансуванням діяльності недержавних пенсійних фондів, здійсненням ефективної інвестиційної політики та виконанням пенсійних зобов'язань через значний проміжок часу. Відсутність ґрунтовних напрацювань у цій сфері зумовлює необхідність розвитку інструментарію управління фінансовими потоками НПФ та вдосконалення науково-методичних підходів до формування ефективної інвестиційної політики.

Питання розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення, особливості діяльності недержавних пенсійних фондів досліджували у своїх працях як вітчизняні, так і зарубіжні науковці, а саме: Д. Р. Еванс (John R. Evans), М. Орзаг (Michael Orszag), Д. Р. Пігготт (John R. Piggott), Дж. Стадманн (Georg Stadtman), Ф. Стіварт (F. Stewart), К. Функе (Katja Funke), Т. Хест (Tim van Hest), О. В. Бачинська, О. І. Білик, К. А. Грем'яцька, В. В. Даценко, С. А. Мельніков, І. В. Новікова, Л. О. Птащенко, С. П. Ремига, М. П. Рубанов, С. І. Смоляр, Н. А. Телічко, М. Г. Терещенко, Н. А. Цікановська та ін.

Теоретико-методологічні засади управління фінансовими потоками суб'єктів господарювання висвітлюються в працях Г. М. Азаренкової,

М. М. Бердара, О. Ю. Бобровської, О. Д. Данілова, О. В. Єрмошкіної, Ф. О. Журавки, В. П. Зайкова, О. А. Івашко, Т. М. Ісакової, О. А. Киліна, Ф. С. Клебанова, О. М. Ковалюка, О. В. Козьменко, Г. В. Кравчук, О. В. Майбороди, З. М. Соколовської, І. О. Школьник.

Водночас питання управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів у наукових джерелах висвітлені не достатньо широко. Деякі аспекти управління фінансовими потоками НПФ розглянуті в роботах О. О. Гончаренко, О. П. Кириленко, Н. Е. Ковальнової, І. А. Левченко, А. В. Федоренка, О. В. Ярошенко. Проте комплексної системи управління фінансовими потоками НПФ розроблено не було. Також достатньо суперечливими є питання державного регулювання діяльності суб'єктів, що надають послуги у сфері недержавного пенсійного забезпечення. Крім того, в умовах економічної нестабільності виникає необхідність удосконалення інвестиційної політики та підходів до оцінки ефективності діяльності НПФ. Важливість вищезазначеної проблематики обумовлює вибір теми дисертаційної роботи, її мету, завдання та практичну значущість.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота узгоджується з основними напрямками реалізації наукових досліджень. Так, зокрема, в Українській академії банківської справи до звіту за темою «Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів» (номер державної реєстрації 0109U006782) увійшли пропозиції автора щодо управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів; до звіту за темою «Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні» (номер державної реєстрації 0102U006965) – пропозиції щодо вдосконалення підходів до оцінки ефективності діяльності НПФ. До звіту наукового журналу «Економіка і фінанси» за темою «Формування механізму ефективного регулювання та управління економічною діяльністю підприємств» (номер державної реєстрації 0113U007514) увійшли результати аналізу інвестиційної політики недержавних пенсійних фондів, пропозиції автора

щодо оцінки прибутковості та ризиковості основних фінансових активів, у які інвестуються кошти за недержавними пенсійними програмами, та рекомендації щодо оптимізації структури інвестиційного портфеля НПФ.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є розвиток науково-методичних засад і розробка практичних рекомендацій щодо управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів. Визначена мета обумовила необхідність вирішення таких завдань:

- розкрити місце недержавного пенсійного забезпечення в системі соціального захисту населення, узагальнити теоретичні підходи до трактування економічної сутності поняття «недержавне пенсійне забезпечення»;

- здійснити критичний огляд світового досвіду розвитку систем недержавного пенсійного забезпечення та можливості його застосування в Україні;

- розглянути особливості участі недержавних пенсійних фондів, банків і страхових компаній у накопиченні пенсійних внесків, дослідити механізм взаємодії суб'єктів системи НПЗ;

- дослідити сутність, види фінансових потоків, особливості їхнього руху в системі НПЗ;

- проаналізувати сучасний стан і динаміку розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення в Україні;

- систематизувати перелік економічних чинників, проаналізувати їх вплив на розвиток системи НПЗ;

- розробити механізм управління фінансовими потоками в системі недержавного пенсійного забезпечення;

- розробити науково-методичний підхід до оцінювання ефективності діяльності НПФ;

- провести аналіз структури інвестиційного портфеля НПФ і запропонувати науково-методичний підхід до формування портфеля

інвестицій недержавних пенсійних фондів в умовах економічної нестабільності.

*Об'єктом дослідження* є економічні відносини, що виникають у процесі управління фінансовими потоками НПФ в Україні.

*Предмет дослідження* – теоретичні та науково-методичні засади розвитку системи управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів.

*Методи дослідження.* Методологічним підґрунтям дисертаційної роботи є фундаментальні положення та принципи загальної економічної теорії, теорії державних фінансів, грошового обігу та кредиту, страхування, портфельного інвестування, дослідження вітчизняних і зарубіжних науковців, які стосуються діяльності недержавних пенсійних фондів і компаній з управління активами.

З метою вирішення поставлених завдань у дисертаційній роботі використовувалися такі методи дослідження: системно-структурний та абстрактно-логічний – при визначенні й уточненні основних економічних понять і категорій; теоретичних та емпіричних досліджень – при розкритті сутності, функцій та інструментів управління фінансовими потоками в системі НПЗ; логічного узагальнення – при вивченні особливостей світового досвіду запровадження недержавного пенсійного забезпечення; порівняння та статистичного аналізу – при дослідженні особливостей розвитку системи НПЗ та запровадження пенсійних схем в Україні; порівняльного аналізу та групування – при розробці системи управління фінансовими потоками НПФ; моделювання – при розробці критеріїв для визначення мінімальної доходності активів НПФ та при розробці оптимальної структури інвестиційного портфеля недержавних пенсійних фондів.

**Інформаційно-аналітичну базу** дисертаційної роботи становлять нормативні та законодавчі акти з питань функціонування системи пенсійного забезпечення та її учасників, а саме: Закони України, укази

Президента, нормативно-правові акти Кабінету Міністрів України, Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Конвенції Організації економічного співробітництва та розвитку, Директиви Європейського парламенту, статистичні звіти науково-дослідних установ, а також публікації вітчизняних і закордонних науковців та дослідників.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає у вирішенні наукового завдання забезпечення сталого розвитку НПФ в Україні шляхом розробки науково-методичного інструментарію управління їх фінансовими потоками.

Найбільш вагомі результати дослідження, які виносяться на захист, полягають у такому:

*вперше:*

– запропоновано науково-методичний підхід до оцінки ефективності діяльності недержавних пенсійних фондів шляхом розрахунку середньозваженого показника реальної дохідності пенсійних активів і формалізації впливу на нього факторів стимуляторів і дестимуляторів, що дозволить отримувати оперативну інформацію для управління фінансовими потоками НПФ;

*удосконалено:*

– науково-методичні засади побудови системи державного нагляду за діяльністю суб'єктів, що надають послуги у сфері недержавного пенсійного забезпечення шляхом передання контрольних функцій за їх діяльністю Національній комісії з фінансового нагляду, що дозволить нівелювати недоліки існуючої системи регулювання та усунути проблему «розриву нагляду» за діяльністю суб'єктів фінансового ринку;

– методичні підходи до систематизації чинників, що впливають на діяльність недержавних пенсійних фондів в умовах економічної нестабільності, виявлено їхню специфіку та динаміку. Такий підхід, на



відміну від існуючих, виокремлює ендогенні та екзогенні фактори з урахуванням ознаки контрольованості, що дозволило конкретизувати завдання органів державного регулювання системи НПЗ в Україні;

– науково-методичне забезпечення побудови механізму управління фінансовими потоками в системі НПЗ, що охоплює всі етапи руху фінансових потоків: акумулювання внесків, примноження активів і виплату пенсій. Запропонований алгоритм дозволить систематизувати та підвищити ефективність діяльності всіх суб'єктів системи НПЗ під час повного циклу руху фінансових потоків;

*набули подальшого розвитку:*

– сутнісна характеристика поняття «недержавне пенсійне забезпечення», під яким запропоновано розуміти складову системи накопичувального пенсійного забезпечення, основною метою якої є забезпечення соціальної захищеності та надання гарантій отримання стабільного доходу учасниками НПЗ при досягненні ними пенсійного віку шляхом накопичення на добровільних засадах фінансових ресурсів на індивідуальних пенсійних рахунках, відкритих у недержавних пенсійних фондах, і примноження коштів за рахунок інвестиційного доходу, отриманого фондом унаслідок ведення зваженої, ефективної, мінімально ризикової інвестиційної діяльності;

– методичний підхід до оптимізації інвестиційного портфеля недержавних пенсійних фондів в умовах економічної нестабільності з урахуванням нормативних обмежень напрямків інвестування пенсійних активів, що дозволить підвищити дохідність інвестицій при допустимому рівні ризику;

– трактування сутності поняття «недержавний пенсійний фонд», який запропоновано розуміти як фінансову установу, створену у формі юридичної особи, що має статус неприбуткової організації, основною метою діяльності якої є акумулювання коштів вкладників на індивідуальних пенсійних рахунках, їх примноження за рахунок інвестиційного доходу,

отриманого в результаті провадження інвестиційної діяльності та забезпечення за рахунок накопичених коштів додаткових пенсійних виплат учасникам, які досягли пенсійного віку. Такий підхід, на відміну від існуючих, базується на трактуванні поняття НПФ з позиції руху його фінансових потоків.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає у використанні теоретичних і методичних узагальнень та висновків дисертаційної роботи для розробки ефективної системи управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів.

Науково-методичні підходи та пропозиції, розвинуті дисертантом у межах дослідження, схвально оцінені та враховані в практичній діяльності недержавних пенсійних фондів, а також у навчальному процесі вищих навчальних закладів. Зокрема в діяльності «Корпоративного недержавного пенсійного фонду Національного банку України» використано методичні розробки щодо побудови механізму управління фінансовими потоками в системі недержавного пенсійного забезпечення (довідка від 29.05.2015 № 19-00010/71786). Практичні рекомендації щодо поточного управління інвестиційною діяльністю компанії, зокрема щодо оптимізації структури інвестиційного портфеля та оцінки діяльності компаній-партнерів, були використані ТОВ «Брокер Сервіце Гроуп» (довідка від 27.05.2015 № 235). В аналітичній роботі Відкритого недержавного пенсійного фонду «ОТП Пенсія» використано розробки дисертанта стосовно визначення критерію мінімальної дохідності діяльності, рекомендації щодо управління фінансовими потоками (довідка від 21.05.2015 № 001568).

Результати наукового дослідження використовуються в навчальному процесі Української академії банківської справи МОН України при викладанні дисциплін: «Соціальне страхування», «Ринок фінансових послуг», «Фінансове інвестування», «Фінансовий менеджмент» (акт від 15.05.2015).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційна робота є самостійним завершеним науковим дослідженням. Положення, розробки, результати, висновки та рекомендації, що виносяться на захист, одержані автором самостійно і знайшли відображення в опублікованих працях. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, використані лише ті ідеї та положення, які є результатом власної роботи здобувача. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, вказано у списку публікацій.

**Апробація результатів дослідження.** Теоретичні та методичні положення дисертаційної роботи доповідалися, обговорювалися і отримали позитивну оцінку на наукових, науково-теоретичних та науково-практичних конференціях, зокрема: VI Міжнародній науково-практичній конференції «Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика» (Суми, 2011 р. ); Міжнародній науково-практичній конференції «Економіка, фінанси та бізнес: проблеми та перспективи розвитку» (Одеса, 2011 р.); Міжнародній науково-практичній конференції молодих вчених та студентів (Луцьк, 2012 р.); Міжнародній науково-практичній Інтернет-конференції (Дніпропетровськ, 2012р. ); XIII Міжнародній науково-практичній конференції аспірантів та студентів (Львів, 2013 р.); IV Міжнародній науково-практичній конференції «Сучасні економічні системи: стан та перспективи» (Хмельницький, 2013 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Проблеми розвитку економіки: оцінка та перспективи вирішення» (Дніпропетровськ, 2014 р.); VII Міжнародній науково-практичній конференції «Сучасні тенденції в економіці та управлінні: Новий погляд» (Запоріжжя, 2015 р.).

**Публікації.** Основні положення дисертаційної роботи висвітлено у 12 наукових працях, загальний обсяг яких – 4,07 друк. арк., із них 3,87 друк. арк. належить особисто дисертанту. Усього опубліковано 6 статей у наукових фахових виданнях, 2 у інших виданнях (3 статті опубліковані у виданнях, які включені до міжнародних наукометричних баз) і 4 публікації у збірниках наукових конференцій.

**Структура та зміст роботи.** Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Повний обсяг дисертації – 221 сторінка, у тому числі основного тексту – 171 сторінка, 34 рисунки, 21 таблиця, 14 додатків і список літератури з 222 найменувань.

## РОЗДІЛ 1

### ТЕОРЕТИКО-ОРГАНІЗАЦІЙНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ПОТОКАМИ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ

#### 1.1 Сутність, структурна побудова та нормативно-правове регулювання системи недержавного пенсійного забезпечення в Україні

Соціальне забезпечення населення та реформування існуючої пенсійної системи є одним із найбільш важливих напрямків державної політики в сучасних умовах. Основним механізмом її реалізації є розбудова трирівневої системи пенсійного забезпечення, розвиток накопичувальних рівнів, зокрема недержавного, з метою гарантування гідного розміру пенсій для населення.

Однорівнева, солідарна пенсійна система, яка функціонувала в Україні з радянських часів сьогодні не спроможна забезпечити пенсіонерам відповідного заміщення доходу, втраченого у зв'язку із досягненням пенсійного віку та виходом на пенсію, і, в більшості випадків, призводить до зниження рівня їх життя.

У зв'язку з вищезазначеним, ще з часів проголошення незалежності, неодноразово піднімаються питання, пов'язані з розбудовою багаторівневої пенсійної системи.

Пройшовши довготривалий та складний шлях свого становлення, сьогодні законодавчо закріплена трирівнева пенсійна система в Україні (рис. 1.1): два загальнообов'язкові, державні рівні – солідарний і накопичувальний, та третій – недержавний накопичувальний.

Перший рівень – солідарна пенсія. На даному рівні фінансування державної пенсії базується на перерозподільчих принципах. Внески до Пенсійного фонду України сплачуються всіма працюючими громадянами та їх працедавцями. Відповідно до перерозподільчих принципів, акумулюванні ресурси в поточному періоді перенаправляються на фінансування виплат

пенсіонерам. Якщо коштів не вистачає, то виплата відбувається за рахунок дотацій з бюджету держави або за рахунок позикових коштів.



Рисунок 1.1 – Структура сучасної пенсійної системи в Україні

Джерело: складено автором на основі [140,146].

За рахунок коштів солідарної пенсійної системи фінансується соціальна пенсія (яка призначається у випадку малого трудового стажу пенсіонера чи розміру заробітку), пенсія за віком (при наявності 15 років трудового стажу та по досягненню 60 річного віку), у разі втрати годувальника, працездатності (по інвалідності), а також допомога на поховання пенсіонера [140].

Накопичувальні принципи застосовуються вже з другого рівня. Грошові кошти застрахованих осіб акумулюються у Накопичувальному фонді або ж у відповідних недержавних пенсійних фондах, які є суб'єктами виключно другого рівня пенсійної системи. За рахунок цих коштів фінансуються витрати по оплаті укладених угод страхування довічних пенсій

чи одноразових виплат відповідно до положень Закону України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування».

Активи другого рівня формуються за рахунок акумульованих коштів учасників та отриманого доходу від інвестування. В Накопичувальному пенсійному фонді на кожного працюючого повинен відкриватися індивідуальний пенсійний рахунок, на який буде надходити певний відсоток від нарахованої заробітної плати (частина єдиного соціального внеску). З метою захисту, збереження коштів, для їх примноження, активи мають інвестуватися в економіку України. В перспективі кошти другого рівня пенсійної системи можуть стати джерелом для довгострокового фінансування розбудови економіки країни.

Здійснювати управління такими коштами повинна Рада Накопичувального фонду. Вона самостійно матиме право обирати банк, який виступатиме зберігачем таких коштів; компанію з управління активами фонду (КУА), до обов'язків якої буде входити ефективне інвестування накопичених внесків; та аудитора, який здійснюватиме перевірку діяльності вищезазначених суб'єктів. Окрім цього, з Накопичувальним фондом співпрацюватиме радник з інвестиційних питань, який здійснює аналіз інвестиційного клімату, консультування Ради фонду щодо основних напрямків вкладання коштів, співпрацює та консультує при виборі КУА.

З вище перелічених організацій найбільшу відповідальність має компанія, яка здійснює управління активами Накопичувального фонду. Тільки КУА в повній мірі відповідає за ефективність інвестування пенсійних внесків учасників даного рівня системи. Зважаючи на це, до вибору управляючої компанії рада фонду повинна відноситися відповідально. Компанія, що здійснює управління активами Накопичувального фонду, обов'язково повинна мати ліцензію на провадження такої діяльності.

При досягненні пенсійного віку, кожен учасник матиме право отримати накопичені кошти, які будуть нараховуватися як додаток до визначеної законодавством соціальної пенсії. Також передбачається можливість їх

отримання одноразово, у випадку певних форс-мажорних обставин (настання інвалідності учасника, переїзду на постійне місце проживання за кордон) [23, с.4].

Таким чином, кошти другого рівня допоможуть не тільки частково вирішити проблему дефіциту Пенсійного Фонду в Україні, а і покращити рівень життя пенсіонерів, дозволять профінансувати відновлення та розвиток економіки.

Проте протягом декількох років його впровадження відкладається. Це пов'язано із відсутністю соціально-економічних умов для його запровадження, а саме: бездефіцитність Пенсійного фонду України, ріст реального ВВП (на рівні не менше 6%), відсутність ефективної системи нагляду та регулювання діяльності суб'єктів накопичувальних рівнів пенсійної системи.

З 2004 року і до сьогодні умова бездефіцитності практично не виконувалася, в 2014 р. він становив 15 млн. грн. та був профінансований за рахунок позикових коштів та коштів бюджету.

Вимога стосовно рівня росту ВВП не є обов'язковою, проте в зв'язку із сучасною економіко-політичною ситуацією теж не виконується. Таким чином, і в 2015 – 2016 роках достатньо низька імовірність його впровадження.

Останній рівень пенсійної системи – недержавний. Він ґрунтується на принципах добровільної участі населення, роботодавців чи їх об'єднань у накопиченні пенсійних активів з метою отримання додаткових до державної пенсії виплат учасниками відповідно до законодавства про НПЗ [140].

Правове підґрунтя третього рівня визначається Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення». Він визначає механізм функціонування НПЗ в Україні, принципи та правові моделі формування пенсійних відносин.

Відповідно до закону, основними принципами функціонування недержавного пенсійного забезпечення є: всебічне законодавче регулювання діяльності суб'єктів системи, нагляд та контроль за їх діяльністю,



закріплення на законодавчому рівні максимальних тарифів на оплату послуг; сприяння участі юридичних і фізичних осіб у накопичувальних пенсійних схемах, вільний вибір НПФ та пенсійної схеми; забезпечення рівноправності учасників в рамках однієї з них; цільового використання акумульованих ресурсів та відповідності розміру пенсійних виплат сумі коштів, накопичених на рахунку; принцип автономності активів НПФ, засновників, та осіб що управляють ним, що захищає фонд від банкрутства [146].

Проте в розглянутому вище вигляді недержавне пенсійне забезпечення функціонує лише декілька років. Пенсійна система, яка існує сьогодні, пройшла досить складний і довготривалий шлях. Розвиток НПЗ в Україні бере свій початок ще з часів проголошення незалежності. Побудова української держави диктувала необхідність формування національної системи пенсійного забезпечення та більш оптимальних механізмів формування пенсійних правовідносин.

Першим кроком у цьому напрямку було прийняття 05.11.1991 р. Закону України «Про пенсійне забезпечення». Він фактично пролонгував дію пенсійної системи радянських часів, якою були незадоволені більшість учасників пенсійних відносин. Одним із основних недоліків даного нормативного документу можна вважати те, що він не враховував демографічних тенденцій розвитку суспільства, а саме старіння населення. Таким чином, зростання кількості пенсіонерів призвело до виникнення дефіциту пенсійної системи, який покривався за рахунок встановлення страхового збору для підприємств на рівні 55,88 %. Підвищення страхових тарифів стало однією з першопричин тінізації економіки України в 90-х роках ХХ століття.

Окрім цього, у діючому пенсійному законодавстві того часу, існувала низка локальних нормативних актів, які приймалися організаціями для мотивації власних працівників. Так, в Кодексі законів про працю вказується, що підприємства за власний рахунок та в межах своїх повноважень мають право створювати додаткові пільги для своїх працівників [66]. Дане

положення Кодексу, Закони України «Про підприємництво», «Про акціонерні товариства», «Про підприємства» та деякі інші нормативні документи того часу стали законодавчим підґрунтям діяльності та розвитку недержавних пенсійних фондів.

Наступним кроком у реформуванні системи пенсійного забезпечення було ухвалення Верховною Радою в 1993 році «Концепції соціального забезпечення населення України», що в результаті призвело до введення принципу саморегулювання фінансової системи, яка здійснювала обслуговування приватних програм соціального страхування [113].

Якісно новим етапом формування пенсійних правовідносин стало прийняття в 1996 році Конституції України. Вона визначила в основі системи пенсійного забезпечення принцип соціального страхування, бюджетних та небюджетних джерел фінансування, що дає підстави для функціонування в Україні різних моделей пенсійного забезпечення (як державного, так і недержавного) [148].

З того часу розпочалося вдосконалення системи пенсійного забезпечення. Зокрема, Указом Президента «Про основні напрями реформування пенсійного забезпечення в Україні» передбачалося створення сприятливих умов для запровадження страхових принципів у пенсійній системі, сприяння розвитку приватних пенсійних фондів з метою створення професійних, галузевих, недержавних пенсійних систем за рахунок роботодавців та працівників, посилення державного захисту та підтримки платників внесків, запровадження добровільного недержавного пенсійного забезпечення тощо. В Указі зазначається, що в процесі реформування буде створена трирівнева пенсійна система:

- трудова – за рахунок сплачених пенсійних страхових внесків, а для деяких категорій працівників – за рахунок бюджетних коштів;
- соціальна – за рахунок бюджетних коштів;
- додаткова – за рахунок коштів недержавного пенсійного страхування.

Також даним Указом передбачається створення системи державного нагляду та контролю діяльності НПФ [147].

Історично важливим для системи пенсійного забезпечення став 2004 рік, коли була прийнята низка законопроектів та підзаконних актів, серед яких слід відзначити Закони України «Про недержавне пенсійне забезпечення», «Про загальнообов'язкове пенсійне забезпечення», інші документи стосовно впровадження та розвитку нової системи [103].

Положення Закону України «Про загальнообов'язкове пенсійне забезпечення» визначили формування якісно нових пенсійних правовідносин, які виникали на базі функціонування 3-рівневої пенсійної системи.

Після прийняття Закону «Про недержавне пенсійне забезпечення» з метою забезпечення діяльності НПФ було затверджено ряд нормативних документів: стосовно ліцензування діяльності; про реєстрацію статуту фонду та пенсійних схем; про необхідність, періодичність та порядок обрахунку чистої вартості активів НПФ; про затвердження максимальних тарифів на оплату послуг осіб, що обслуговують фонд та багато інших.

Питання впровадження третього рівня та функціонування НПФ також регулюється розпорядженнями КМУ щодо проведення пенсійної реформи, розбудови третього рівня пенсійної системи. Розпорядження КМУ №1224-р від 14.10.2009 р. «Про схвалення Концепції подальшого проведення пенсійної реформи», в частині, яка стосується НПЗ, метою пенсійної реформи визначає створення надійної, ефективної та зрозумілої для учасників системи недержавного пенсійного забезпечення; удосконалення механізму її функціонування та уніфікації пенсійного законодавства [150].

До законодавства, яке регулює діяльність суб'єктів в рамках пенсійної системи, слід віднести Закони України «Про страхування» і «Про банки та банківську діяльність», адже саме цими установами поряд з НПФ може здійснюватися діяльність у сфері недержавного пенсійного забезпечення.

До цього переліку можна додати Закони України «Про цінні папери і фондову біржу», «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», «Про державне регулювання ринків фінансових послуг» та інших нормативних документів, прийнятих відповідно до Закону України «Про НПЗ» [162].

Проте, незважаючи на достатньо значну урегульованість різних аспектів діяльності суб'єктів даної системи, існує ряд проблемних питань які негативно впливають на її розвиток. Однією із проблем функціонування пенсійного забезпечення в Україні в умовах сьогодення є неоднозначність тлумачення його сутності. При цьому двоїстість, розмитість визначення присутня не тільки в працях науковців, але й у нормативних актах. Таке, не зовсім однозначне, розуміння внутрішнього змісту НПЗ, знижує ефективність управління системою, або ж призводить до зовсім інших результатів від застосування методів регулювання.

На сьогодні в наукових та нормативно-правових джерелах існують різні підходи до визначення поняття «недержавне пенсійне забезпечення».

Перший підхід – розуміння НПЗ в рамках системи соціального забезпечення; другий – ототожнення зі страхуванням життя (лайфове страхування).

Серед нормативно-правових актів лише в Податковому Кодексі дається визначення поняття недержавне пенсійне забезпечення. НПЗ тлумачиться як «пенсійне забезпечення, що реалізується недержавними пенсійними фондами, страховими компаніями та банківськими установами відповідно до Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» [126].

Що до Закону України «Про НПЗ», то в ньому наводиться визначення лише системи недержавного пенсійного забезпечення – «складова частина системи накопичувального пенсійного забезпечення, що базується на принципах добровільної участі фізичних і юридичних осіб у формуванні пенсійних накопичень з метою отримання учасниками недержавного

пенсійного забезпечення додаткових до загальнообов'язкового державного пенсійного страхування пенсійних виплат» [146].

У своїх наукових працях визначення даному поняттю дає С.І. Смоляр, розглядаючи недержавне пенсійне забезпечення в Україні як додаткове до державного загальнообов'язкового пенсійного забезпечення джерело пенсійних виплат [164].

На сайті Інвестиційної групи «Ініціатива» поняття недержавне пенсійне забезпечення тлумачиться як ефективний фінансовий інструмент, метою якого є забезпечення гідного рівня якості життя людей після виходу на пенсію, соціальної захищеності, а також надання гарантій отримання стабільного прибутку, що досягається шляхом накопичення на добровільних засадах грошових коштів на пенсійних рахунках, відкритих учасниками недержавного пенсійного фонду, за рахунок сплачених пенсійних внесків й нарахованого доходу від інвестиційної діяльності на них [45].

І. В. Новікова, досліджуючи ефективність корпоративних пенсійних програм, визначила сутність недержавного пенсійного забезпечення в рамках системи соціального страхування.

На її думку під недержавним пенсійним забезпеченням слід розуміти «елемент системи соціального страхування, призначений для захисту працездатного населення за рахунок коштів роботодавців та самих працівників з настанням пенсійних випадків» [115, с.16].

В той же час систему недержавного пенсійного забезпечення І. В. Новікова визначає як складову частину системи накопичувального пенсійного забезпечення, що ґрунтується на засадах добровільної участі юридичних та фізичних осіб у акумулюванні пенсійних внесків з метою одержання учасниками додаткових до обов'язкового пенсійного страхування пенсійних виплат [115, с.16].

Інший підхід – ототожнення недержавного пенсійного забезпечення із страхуванням життя.

В науковій літературі достатньо часто зустрічається співставлення НПЗ із лайфовим страхуванням. Перш за все це пов'язано із суб'єктами, які діють в системі недержавного пенсійного забезпечення. Страхові компанії мають право співпрацювати з учасниками відповідно до Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» на етапі виплати пенсії.

Розглянемо більш детально сутність даного поняття. Пенсійне страхування (перев. англ. pension insurance) – вид індивідуального страхування, згідно якого страхувальник в розстрочку або одноразово сплачує страхові платежі, а страховик зобов'язаний здійснити виплати застрахованій особі у вигляді одноразової, розстроченої на певний строк або довічної пенсії.

Інше визначення даного поняття надав О. В. Михайлов. На його думку під пенсійним страхуванням варто розуміти одну із форм пенсійного забезпечення, яка заснована на застосуванні страхового методу утворення коштів для пенсійних виплат – відрахування юридичними та фізичними особами обов'язкових і добровільних страхових внесків до державних (державне пенсійне забезпечення) та недержавних (недержавне пенсійне забезпечення) пенсійних фондів, з яких здійснюються виплати застрахованим особам – пенсіонерам [94, с 237].

Поняття пенсійного забезпечення він визначає як передбачену законодавством форму матеріального забезпечення громадян у вигляді надання їм та членам їх сімей регулярних грошових виплат (пенсій) у випадку настання певних обставин: досягнення пенсійного віку чи вихід на пенсію по вислuzі років, у разі втрати працездатності, годувальника [94, с.236].

В результаті аналізу визначень даної дефініції в нормативних джерелах та працях науковців та з урахування сутності поняття «забезпечення», яке надане в міжнародних стандартах (зобов'язання з невизначеним строком та сумою), трактувати НПЗ варто в рамках першого підходу, конкретизуючи його з врахуванням специфіки руху фінансових ресурсів. На нашу думку,

недержавне пенсійне забезпечення більш доцільно визначати як складову частину системи НПЗ, основною метою якої є забезпечення соціальної захищеності та надання гарантій отримання стабільного доходу учасниками недержавного пенсійного забезпечення при досягненні ними пенсійного віку шляхом накопичення на добровільних засадах фінансових ресурсів на індивідуальних пенсійних рахунках, відкритих у недержавних пенсійних фондах, і примноження коштів за рахунок інвестиційного доходу, отриманого фондом унаслідок ведення зваженої, ефективної, мінімально ризикової інвестиційної діяльності [103].

З вищезазначеного слідує, що сутність третього рівня пенсійної системи полягає у добровільній участі населення в індивідуальних накопичувальних пенсійних схемах, шляхом відкриття пенсійних рахунків, сплати внесків та безперервного поповнення індивідуальних пенсійних рахунків інвестиційним доходом, який нараховується на залишок пенсійних коштів, а також у отриманні додаткової пенсії учасниками за рахунок накопичених коштів.

Отже, система пенсійного забезпечення пройшла досить складний та тривалий шлях розвитку: від однорівневої – солідарної, до трирівневої, яка базується на накопичувальних принципах. Пенсійна система, яка функціонує в Україні, вважається однією із найбільш законодавчо врегульованих. Відносини в сфері пенсійного забезпечення регулюються більше ніж тридцятьма Законами та низкою указів Президента України, постановами Кабінету Міністрів, Верховної Ради, а також нормативними документами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку в Україні. Проте, незважаючи на значну законодавчу урегульованість більшості аспектів функціонування системи НПЗ, існують проблемні питання, які викликають певні суперечності та стримують її розвиток.

Однією із достатньо суттєвих проблем є розбіжності в тлумаченні сутності основних понять, а саме недержавного пенсійного забезпечення та системи НПЗ. Відсутність офіційного трактування та суперечності у

визначенні цих понять зустрічається і в нормативних документах, що призводить до неоднозначного сприйняття та застосування певних законодавчих норм.

## 1.2 Аналіз зарубіжного досвіду розвитку НПЗ

На сьогодні питання забезпечення достатнього (гідного) рівня життя осіб, які досягли пенсійного віку, стоїть досить гостро практично в кожній країні. За останні роки пенсійне забезпечення в більшості країнах світу зазнало багато змін. У міжнародній практиці створені та застосовуються нові пенсійні системи, які формуються на не бюджетній основі. За даними Організації економічного розвитку і співробітництва на недержавні пенсії в країнах-членах ОЕСР припадає 21,6% пенсійних виплат, відмічається поступове збільшення частки недержавного пенсійного забезпечення в загальній структурі (рис.1.2).

Більш широке застосування подібних підходів до пенсійного забезпечення в Україні дозволило б знизити рівень соціальної напруги в суспільстві та підвищити рівень життя осіб пенсійного віку, сприяло б підвищенню мотивації робітників до праці та більш дбайливому ставленню працедавців до людського капіталу.

Недержавні накопичувальні пенсійні схеми відіграють значну роль в більшості країн світу. Вони вважаються більш стійкими до негативного впливу демографічних чинників, виступають джерелом довгострокових фінансових ресурсів на національних фінансових ринках.

Так, наприклад, за даними ОЕСР у розвинених країнах частка коштів, які працюють в системі НПЗ сягає іноді більше ніж 100% ВВП (Нідерланди – 166,3%, Ісландія – 148,7%, Швейцарія – 119,0%). В Україні ж цей показник становить лише 0,1% ВВП (таблиця 1.1).



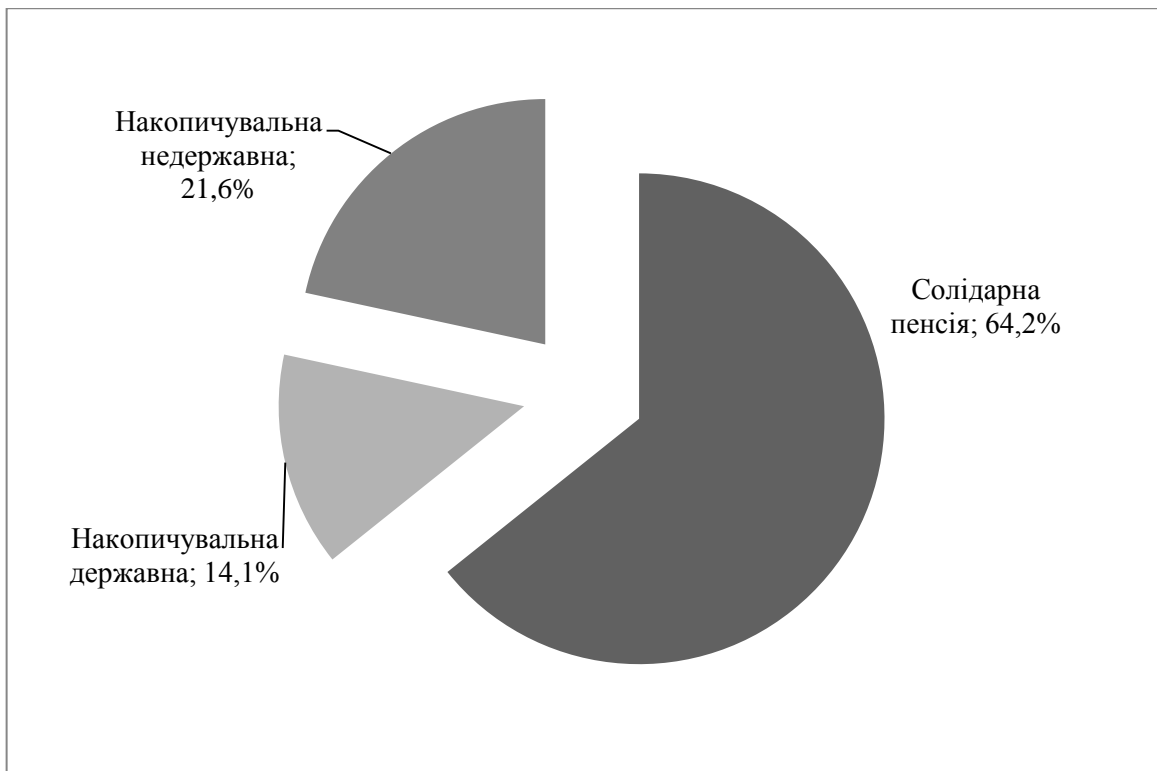


Рисунок 1.2 – Структура пенсійного забезпечення в країнах членах Організації економічного співробітництва та розвитку

Джерело: побудовано на основі [220]

Розглянемо більш детально закордонний досвід розбудови та реформування пенсійних систем.

Майже в усіх країнах законодавчо закріплені багаторівнева система пенсійного забезпечення.

«Перший рівень» в усіх системах – це завжди централізований державний солідарний рівень, фінансування відбувається за принципом «pay-as-you-go».

«Другий рівень» передбачає створення приватних капіталізованих пенсійних фондів, в переважній більшості – це професійні пенсійні схеми, які фінансуються частково підприємствами-роботодавцями, частково працівниками («occupational»).

«Третій рівень» – децентралізовані приватні пенсійні фонди («personal»).

Таблиця 1.1 – Активи недержаних пенсійних фондів країн світу станом на 2014 рік

Країна	Активи НПФ у відсотках до ВВП	Місце у загальному рейтингу
Нідерланди	166,3	1
Ісландія	148,7	2
Швейцарія	119	3
Австралія	103,3	4
Великобританія	100,7	5
ПАР	87,1	6
США	83	7
Намібія	76,6	8
Канада	71,3	9
Ліхтенштейн	65,8	10
Чилі	62,2	11
Ірландія	55,8	12
Фінляндія	50,8	13
Ізраїль	50,4	14
Ботсвана	42,8	15
Польща	18,6	27
Швеція	9,5	38
Болгарія	8,7	41
Німеччина	6,2	48
Україна	0,1	68

Джерело: складено автором на основі [221]

На практиці одночасне успішне функціонування всіх трьох рівнів зустрічається досить рідко.

Розглянемо пенсійну систему Нідерландів. За результатами дослідницького центру Mercer, який щороку складає рейтинги пенсійних систем в світі (Global Pension Index), дана країна в 2010 році займала перше місце в загальному рейтингу по сумі накопичених активів (у відсотках до ВВП), що працюють в системі НПЗ. Сьогодні Нідерланди також на першому місці в рейтингу.

Законодавством в Нідерландах закріплена трирівнева пенсійна система: соціальна пенсія – перший рівень; другий – пенсія від роботодавця, третій – індивідуальне пенсійне забезпечення.

Солідарний рівень передбачає виплату пенсійної допомоги громадянам Нідерландів, яка нараховується при досягненні 65 річного віку за кожний рік проживання пенсіонера на території країни з 15 років в розмірі 2% від максимального розміру державної допомоги.

Пенсії від роботодавців (другий рівень) розглядаються як додаткові пенсії до базової. Їх можна ототожнити із третім рівнем пенсійного забезпечення України, коли створюються корпоративні або професійні недержавні пенсійні фонди. Держава не зобов'язує підприємство приймати участі в фонді чи створювати його, проте якщо участь у НПФ було розпочато, то це повинно поширюватися на всіх робітників, і припинити таку діяльність можливо тільки у виключних випадках. В результаті проведення такої політики майже 90% населення країни приймає участь в недержавних пенсійних фондах. Внески здійснює, як правило, і сам робітник, і підприємство.

Кошти другого рівня в Нідерландах вкладаються в недержавні пенсійні фонди, яких налічується близько 500, від достатньо невеликих, з участю одного чи декількох підприємств, до дуже великих, таких як АВР і PGGM, або фонд медичного та соціального забезпечення.

Окрім того, кожна особа в країні має право забезпечити себе додатковою пенсією самостійно, проте зробити це можливо лише шляхом страхування життя в страховій компанії (третій рівень). Самострахування розраховане в першу чергу на тих, хто працює чи проживає за кордоном, а також для осіб, які працюють як фізичні особи підприємці, які не приймають участі у другому рівні. На долю пенсій від роботодавців в Нідерландах (корпоративне пенсійне забезпечення) припадає близько 45 % всіх пенсійних виплат, і лише 5% на пенсії від страхових компаній [121].

У Швейцарії діє трирівнева пенсійна система. Перші 2 рівні – державні. Конституцією визначені основні джерела бюджетних надходжень, які формують державні пенсії по досягненню пенсійного віку. Це податки на тютюнові вироби, на алкогольні напої, збори з ігрового бізнесу.

Крім того, кожен працюючий може себе додатково особисто застрахувати, відкривши в будь-якому комерційному банку відповідний пенсійний рахунок. До пенсійних відрахувань застосовуються пільги по податках. Встановлено максимальний розмір таких відрахувань на рік: для тих хто бере участь у обов'язковому трудовому страхуванні – 5933 швейцарських франка, для працюючих, які не підлягають обов'язковому трудовому страхуванню – 20% від річного доходу.

У Великобританії структура пенсійного забезпечення теж має 3 рівні: перший – державні пенсії, які одержують всі без винятку громадяни по досягненню пенсійного віку; другий – державні пенсії за вислугу років, які прямо залежать від стажу роботи працівника та розміру його заробітної плати; третій рівень – професійні державні пенсії за вислугу років.

Варто зазначити, що другий і третій рівні пенсійної системи – добровільні, проте широко застосовуються, адже базова пенсія є досить низькою. Роботодавці не тільки здійснюють внески до НПФ, вони також оплачують адміністративні витрати фондів. Якщо роботодавець не в змозі вносити повністю всю суму визначеного в угоді внеску, працівники зобов'язуються самостійно сплачувати внески у межах вказаного у договорі відсотку від заробітної плати. Окрім цього, наймані працівники мають право здійснювати додаткові внески, що у відсотковому відношенні перевищують встановлений, проте не більше ніж 15% від заробітної плати.

У Німеччині достатньо давно існує «трирівнева» система пенсійного захисту. До першого рівня відносяться системи, які функціонують на основі законодавчо закріплених норм, що є обов'язковими – солідарний рівень. Пенсійні програми за рахунок підприємств (другий рівень) є досить поширеними, і, як правило, включаються до колективних договорів. Якщо підприємство приймає участь у такій програмі, то внески здійснюються в пропорційних частках працівником та підприємством. Хоча такі програми є добровільними, майже 50% економічно активного населення Німеччини «охоплено» приватними пенсійними планами від підприємств. Третій рівень

також є добровільним. Стосовно третього рівня, то тут кожна людина самостійно приймає рішення щодо здійснення додаткових відрахувань для забезпечення своєї старості.

У США існує тільки перший і третій рівень, причому на третьому рівні існує як державна, за місцем роботи (корпоративна), так і недержавна, індивідуальна пенсія. Державна пенсійна система США охоплює практично всіх працюючих у приватному секторі економіки і побудована за розподільчим принципом. Кошти недержавних пенсійних фондів використовуються на фінансування довгострокових інвестицій в цінні папери корпорацій та державні цінні папери. НПФ пропонують пенсійні програми двох видів: з установленими внесками та з установленими виплатами. Характерним в останні роки є зростання швидкими темпами обсягів залучених коштів за програмами із установленими внесками, внески за ними здійснюються підприємцями та найманими робітниками в рівних частках.

Японська модель вважається умовно-накопичувальною, тому що з юридичної точки зору – це солідарна модель. На практиці держава виконує функцію недержавного пенсійного фонду. В Японії в основу пенсійної системи покладено державне соціальне забезпечення, яке фактично фінансується з бюджету, проте забезпечено за рахунок відрахувань робітників та роботодавців. Основу базової пенсії становлять пенсійні внески застрахованих робітників, підприємців та дотації держави. Розмір базової пенсії встановлюється щороку в певній сумі.

З часом, через старіння нації і зростання числа пенсіонерів, у Японії був запроваджений другий рівень пенсійної системи. Фінансування виплат другого рівня пенсійної системи здійснюється за рахунок внесків роботодавців і працівників, які формуються в формі додаткової пенсії: державної або корпоративної.

У Швеції замість раніше існуючої солідарної системи була законодавчо-закріплена умовно-розподільча система, згідно з якою всі

громадяни, які народилися після 1953 року переходять на нову пенсійну систему, що складається із трьох рівнів: розподільчого, накопичувального й добровільного. Ставка пенсійних відрахувань складає 18,5% з яких 16% відраховується на формування розподільчої пенсії, а 2,5% – на накопичувальний рахунок [48]. Що стосується внесків до умовно-розподільчої системи, то вони розподіляються на паритетній основі між працедавцем та найманим працівником: 9,25% (в тому числі 2,5% на формування пенсійних накопичень) сплачує робітник, решту – працедавець [7].

Пенсійна реформа Чилі вважається однією із найуспішніших у світі. Мексика, Колумбія, Аргентина, Болівія та інші країни південної Америки впровадили чилійський досвід проведення пенсійної реформи, хоча й значно модифікований. Успіху проведення реформи сприяв ряд факторів, а саме: значне економічне зростання, сприятлива демографічна ситуація (лише 8% осіб пенсійного віку в загальній структурі населення) та різке зростання фондового ринку Чилі, що зумовило значний рівень рентабельності діяльності пенсійних фондів.

Чилійська накопичувальна модель повністю виключає вплив держави та політичних чинників на систему пенсійного забезпечення. Система є дворівневою. На першому рівні обов'язковим є відрахування робітником 10% від заробітної плати в недержавний пенсійний фонд. Особи підлягають обов'язковому соціальному страхуванню до досягнення ними визначеного законодавством віку (65 – для чоловіків, 60 – для жінок). Застраховані особи можуть самостійно обирати недержавний пенсійний фонд та вільно його змінювати, забираючи при цьому права на накопичені кошти. Самозайняте населення може застрахуватися в недержавних пенсійних фондах добровільно. Окрім цього, додатково до пенсійного забезпечення, робітники повинні бути застрахованими на випадок настання інвалідності та втрати годувальника – 3% від заробітної плати (другий рівень).

Після досягнення пенсійного віку пенсіонер має право вибору: або використати накопичений капітал для придбання довічної пенсії в страховій компанії, або ж отримувати виплати з цього рахунку в самому фонді, уклавши при цьому додатковий договір з НПФ.

Казахська накопичувальна модель введена з 01.01.1998 року. Вона відповідає пенсійній системі Чилі, хоча й має деякі відмінності. Відмінністю від чилійської є наявність загальнообов'язкового рівня пенсійної системи, до якого щомісяця перераховуються пенсійні внески в розмірі 10% заробітної плати. Функціонування другого рівня забезпечується діяльністю 14 недержавних пенсійних фондів, що надають послуги індивідуального накопичення пенсійних активів учасникам. На другий рівень припадає близько половини всіх пенсійних накопичень.

З 01.01.2000 р. в Болгарії введена трирівнева пенсійна система. Солідарний пенсійний фонд є основою першого рівня. Пенсійні внески здійснюють роботодавці, розмір яких є різним і залежить від умов праці та віку працівника. Основою системи накопичувального пенсійного страхування є публічні недержавні фонди. Кожен учасник даного рівня самостійно обирає недержавний пенсійний фонд, до якого будуть здійснюватися обов'язкові внески на його користь. В Болгарії існує 2 види НПФ: універсальні та публічні. Учасниками універсальних фондів мають право стати фізичні особи, які народилися після 31 грудня 1959 року. Учасниками професійних пенсійних фондів можуть бути працівники 1 та 2 категорії, що зумовлено умовами праці. Розмір обов'язкових внесків до публічних пенсійних фондів регулюються законом «Про бюджет державного соціального забезпечення». Ставки внесків у професійні фонди для працівників 1 категорії становлять 12% від заробітної плати застрахованої особи, для працівників 2 категорії – 7,5%. Поряд із внесками у солідарний фонд, роботодавці вносять кошти в професійні фонди на користь осіб, які мають право на пільгові пенсії. Розмір обов'язкових

внесків до універсального пенсійного фонду становить 2% від заробітної плати.

Пенсійна система Польщі одна із найбільш відповідальних. Вона складається із двох державних рівнів: солідарного та накопичувального, активи яких формуються за рахунок рівнозначних внесків роботодавця та працівника (на перший рівень 12% від доходу, на другий 7,5%), та третього – приватного. При цьому державою гарантується отримання мінімальної пенсії при наявності достатнього трудового стажу за рахунок коштів першого рівня. Внески до державного накопичувального рівня здійснюються шляхом перерахунку частини доходу у відкритий пенсійний фонд. Важливою складовою даного рівня є гарантування державою дохідності активів на рівні не менше ніж зростання середньої заробітної плати в країні шляхом дофінансування з державного бюджету.

Діяльність третього рівня забезпечується функціонуванням недержавних пенсійних фондів. Особливістю його діяльності є забезпечення державою гарантій мінімальної дохідності фонду, виходячи із його середньорічної прибутковості за останні 3 роки.

Пенсійна реформа в Росії почалася 01.01.2002 року. Загальний пакет законопроектів, які стосувалися пенсійної реформи, був внесений до розгляду Президентом Росії в Держдуму в 2001 році, і наприкінці року був в повному обсязі прийнятий. До нього увійшли наступні законопроекти: «Про трудові пенсії в Російській Федерації», «Про державне забезпечення в Російській Федерації», «Про обов'язкове пенсійне страхування».

Нова пенсійна система передбачає відсутність обмежень на граничний розмір внесків і пенсійних виплат. Пенсія складається з базової, страхової та накопичувальної. За основу впровадження пенсійної системи Росії взята «швейцарська модель».

В Росії роботодавці перераховують до державного Пенсійного Фонду пенсійні внески у розмірі 28% від фонду оплати праці, з яких 14% перенаправляється до Державного бюджету для виплати базової пенсії, на



виплату страхової частки пенсії направляється 12%, та від 2 – 3% до 6% спрямовано на формування накопичувальної частини трудової пенсії.

Право на базову пенсію гарантується державою для всіх громадян, які мають трудовий стаж більше 5 років. Розмір базової пенсії затверджується щороку Федеральними Зборами поряд із розміром мінімальної зарплати.

Страхова частина пенсії виплачується теж із Пенсійного фонду. Розмір визначається виходячи із заробітної плати протягом всього періоду сплати страхових внесків (загальна сума внесків до Пенсійного Фонду поділена на 12–19 років – середня кількість років отримання пенсії).

Накопичувальна пенсія пропонується тільки громадянам Росії, яким до її призначення залишилось більше 10 років. З метою формування накопичень вводиться диференційована шкала внесків для різних вікових груп: особи віком від 35 років до 50 сплачують 2% фонду заробітної плати, молодше 35 років – 6%. Якщо до досягнення пенсійного віку залишилось менше 10 років, відкривати накопичувальний пенсійний рахунок недоцільно та економічно не вигідно.

Застраховані особи мають право на доступ до інформації про суму здійснених роботодавцем відрахувань до накопичувальної частини пенсії, які обліковуються на індивідуальних пенсійних рахунках. Крім того, щорічно опубліковується рівень дохідності по інвестиціям пенсійних коштів.

Особи, що є самозайнятими, з 01.01.2002 року вносять фіксований пенсійний платіж до Пенсійного фонду Російської Федерації, 2/3 якого іде на страхову частину пенсії, а 1/3 – на індивідуальний пенсійний рахунок. Внески на формування базової пенсії вони не сплачують, проте мають право на її отримання при наявності 5 років трудового (страхового) стажу. При цьому єдиний соціальний податок самозайняті особи сплачують лише у випадку використання праці найманих працівників.

В Угорщині пенсійні внески сплачуються до солідарної системи і на накопичення приватних пенсій. В Угорщині діють приватні пенсійні схеми з

визначеними внесками. Інвестування коштів здійснюється від імені платника, а при досягненні пенсійного віку – за рахунок накопичених активів будуть виплачуватися додаткові ануїтетні пенсії.

Пенсійна системи Угорщини відповідає пенсійній системі України. На сьогодні в Угорщині діє близько 100 НПФ, учасниками яких є більше ніж 30% працездатного населення країни. Швидкому розвитку третього рівня сприяло пільгове оподаткування для учасників та наявність достатньо розвиненого фінансового ринку. Кошти НПФ інвестуються переважно у державні цінні папери, частково у корпоративні цінні папери. Адміністративні витрати покриваються за рахунок засновників та спонсорів, виходячи з того, що отриманих відрахувань від пенсійних внесків недостатньо. Слабкою стороною пенсійних фондів Угорщини є недостатній розвиток ринку цінних паперів та недостатнє регулювання договорів ануїтету.

Порівнюючи будову системи, яка існує в Україні, варто зазначити, що вона часткового дублює угорську із урахуванням української специфіки. Схожість з угорською системою підтверджує той факт, що в Україні зберігається солідарний компонент, проте він є суттєво меншим ніж в Угорщині та має обов'язкову накопичувальну складову.

Таким чином, на основі зарубіжного досвіду НПЗ, слід відмітити, що сьогодні за кордоном досить велику увагу приділяють пенсійним планам, які є суттєвим мотиваційним фактором для найманих працівників. У більшості країн із розвинутою економікою діє додаткова пенсія за пенсійними планами від підприємств або за рахунок добровільних індивідуальних заощаджень. Нажаль, всі проаналізовані системи мають свої переваги та недоліки, і та схема, яка добре працює в одній країні, не може бути повністю запроваджена в іншій і при цьому залишатися такою ж ефективною. На нашу думку, доцільним та можливим є запозичення із закордонного досвіду деяких елементів організації системи недержавного пенсійного забезпечення розвинутих країн за умови адаптування їх до

українських умов. Так, зокрема, корисним можна вважати досвід Чилі в частині зменшення впливу держави та політичних чинників на розвиток пенсійної системи. На етапі становлення накопичувальних рівнів можливе часткове запозичення російського досвіду здійснення розподілу загальнообов'язкових внесків в залежності від віку учасників системи на накопичувальні рівні. Застосування угорського досвіду покриття витрат на обслуговування фонду за рахунок засновників дозволить зняти навантаження на НПФ та збільшити прибутковість його діяльності.

### 1.3 Особливості діяльності недержавних пенсійних фондів в Україні

Досліджуючи механізм управління фінансовими потоками в системі НПЗ, необхідно, перш за все, розглянути суб'єктів даної системи.

Суб'єкти взаємовідносин у системі НПЗ:

- недержавні пенсійні фонди;
- адміністратори НПФ;
- зберігачі;
- КУА;
- банки;
- страхові компанії;
- засновники пенсійних фондів;
- вкладники;
- учасники;
- роботодавці – платники пенсійних внесків до корпоративних пенсійних фондів чи страхових компаній;
- державні органи нагляду та контролю у сфері НПЗ;
- аудитори;
- особи, що надають агентські та консультаційні послуги

недержавним пенсійним фондам [146].

Відповідно до положень діючого законодавства недержавне пенсійне забезпечення надається:

- страховими компаніями, шляхом заключення договорів страхування довічної пенсії, дожиття до визначеного пенсійного віку, ризику настання інвалідності учасника, його смерті;
- банківськими установами, шляхом відкриття депозитних пенсійних рахунків для акумулювання пенсійних активів у межах 200 000 грн. разом із відсотками (сума, визначена для відшкодування Фондом гарантування вкладів фізичних осіб);
- недержавними пенсійними фондами, шляхом заключення пенсійних контрактів між вкладниками та адміністраторами таких фондів.

Таким чином, законодавство визначає межі участі в системі НПЗ всіх її суб'єктів. Однак, відсутні певні положення у законодавстві стосовно регулювання участі банків і страхових компаній у накопиченні пенсійних внесків. Це частково пояснюється суперечливістю та неоднозначністю тлумачення положень Законів України, якими керуються вищезазначені організації при наданні послуг: «Про страхування» та «Про банки і банківську діяльність». Окрім цього, більшість нормативних документів НКЦПФР, що регулюють накопичувальні рівні пенсійного страхування, розповсюджуються переважно на недержавні пенсійні фонди.

Розглянемо більш детально специфіку діяльності страхових компаній та банків, можливість та правомірність надання послуг з накопичення пенсійних внесків.

Основною метою діяльності страхових компаній є отримання прибутку. Страховики провадять свою діяльність лише в межах отриманих ліцензій, окремо на кожен визначений вид страхування. При цьому варто зазначити, що, відповідно до Закону «Про страхування», ліцензування пенсійного страхування не передбачено. Незважаючи на це, страховики

надають послуги накопичувального пенсійного страхування в рамках страхування життя.

Страхування життя в законодавстві трактується як один із видів індивідуального страхування, згідно якого обов'язком страховика є здійснення страхових виплат згідно положень договору страхування у наступних випадках: смерті застрахованої особи, дожиття до визначеного договором віку чи до закінчення терміну дії договору. У випадку заключення договору про надання послуг страхування довічної пенсії, зазначаються положення стосовно настання ризику смерті страхувальника в період від початку накопичення внесків до здійснення першої з числа довічних виплат [149].

Таким чином даний закон формально визначає надання послуг зі страхування довічної пенсії в межах діяльності компанії в сфері страхування життя. Варто зазначити, що договір страхування довічної пенсії (дожиття) в межах Закону «Про страхування» відрізняється від договору страхування довічної пенсії в межах НПЗ. Однак сьогодні страхові організації близько 10% всіх продуктів ринку страхування життя позиціонують як накопичувальні пенсійні продукти для своїх клієнтів. Таке «заміщення» пенсійних продуктів призводить до появи нових типів ризиків:

- застрахована особа наражається на ризик невиконання компанією зобов'язань;

- учасники пенсійних програм від страхових компаній не мають права вільної зміни пенсійної схеми, що передбачається законодавством про НПЗ. Окрім того, будь-які контрактні зміни, у тому числі і припинення виконання зобов'язань, регулюються виключно страховими регулятивними нормами;

- страхові продукти такого типу зменшують прозорість ринку недержавного пенсійного забезпечення і перешкоджають обґрунтованому вибору [44].

Відповідно до законодавства суб'єктами накопичувального пенсійного забезпечення є банківські установи, які заключили договори на відкриття депозитних пенсійних рахунків з метою акумулювання пенсійних заощаджень. Окрім цього ряд статей передбачає відкриття пенсійного депозитного рахунку в банку на ім'я учасника з метою виплати пенсії після передачі коштів від НПФ. Таке тлумачення положень Закону фактично означає, що банківські установи теж можуть пропонувати схеми пенсійного страхування та займатися пенсійним (страховим) бізнесом. Проте жоден із банків не звернувся до НКДРРФП за ліцензією на оперування пенсійними схемами, хоча більшість банків пропонують пенсійні депозитні рахунки як один із видів строкового депозиту.

Аналізуючи роль НПФ у системі пенсійного забезпечення України, варто зазначити, що відповідно до Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» виключно недержавні пенсійні фонди мають право на здійснення «повного циклу» пенсійного забезпечення від моменту прийняття пенсійних внесків (активів) до моменту виплати пенсії [181].

Виходячи із вищезазначеного, більш детально слід зупинитися на сутності та особливостях діяльності НПФ, які на сьогодні вважаються основними суб'єктами, які надають послуги з накопичення пенсійних коштів.

Розглядаючи сутність недержавних пенсійних фондів, слід відмітити наявність різних підходів до тлумачення даної дефініції в наукових джерелах та нормативних актах.

Відповідно до Закону України «Про НПЗ» недержавний пенсійний фонд визначається як «юридична особа, створена відповідно до цього Закону, яка має статус неприбуткової організації (непідприємницького товариства), функціонує та провадить 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 у визначеному цим Законом порядку» [146].

В працях науковців дане визначення наводиться відповідно до закону або ж його сутність тлумачиться як «об'єднання коштів, які надходять на користь майбутніх отримувачів пенсійних коштів, учасників фонду» [111].

Таким чином, сутність недержавного пенсійного фонду не розкрита належним чином, та не конкретизує специфіки їх діяльності, яка супроводжується рухом фінансових потоків. Виходячи із цього необхідно уточнити дане поняття з позиції етапів управління фінансовими потоками. В роботі недержавний пенсійний фонд запропоновано визначати як фінансову установу, створену у формі юридичної особи, що має статус неприбуткової організації, основною метою діяльності якої є акумулювання коштів вкладників на індивідуальних пенсійних рахунках, їх примноження за рахунок інвестиційного доходу, отриманого в результаті провадження інвестиційної діяльності та забезпечення за рахунок накопичених коштів додаткових пенсійних виплат учасникам, які досягли пенсійного віку.

Розглянемо особливості діяльності НПФ, виключним видом діяльності яких є надання послуг з накопичувального пенсійного забезпечення. Основною метою діяльності фонду, зважаючи на неприбутковий характер діяльності, є забезпечення учасників додатковою пенсією шляхом здійснення діяльності з акумулювання пенсійних внесків, їх обліку та інвестування; розподілу отриманого інвестиційного доходу серед учасників та його обліку на індивідуальних пенсійних рахунках, здійснення виплати пенсії учасникам.

Недержавні пенсійні фонди в Україні можуть бути декількох видів:

- відкритий. Учасниками можуть стати фізичні особи незалежно від характеру та місця їх роботи (резиденти та нерезиденти);
- корпоративний. Учасниками даного фонду можуть бути виключно працівники засновника чи платника даного фонду. Засновником при цьому є

юридична особа – роботодавець, чи їх об'єднання, до якого можуть приєднатися роботодавець-платник;

– професійний. Засновниками такого фонду є об'єднання роботодавців, працівників, профспілкових організацій, які мають спільний рід діяльності. Учасником такого фонду може стати виключно особа, пов'язана з родом їх професійної діяльності.

Порівняння видів НПФ за засновниками, вкладниками та учасниками наведено в таблиці 1.2.

Таблиця 1.2 – Порівняння видів НПФ за засновниками, вкладниками та учасниками

	Відкриті	Професійні	Корпоративні
<u>Засновники</u>	Юридичні особи (крім тих, що фінансуються за рахунок Державного бюджету України або місцевих бюджетів).	Тільки роботодавці, які провадять свою діяльність безбитково не менш ніж протягом одного року, окрім випадків реорганізації юридичної особи	Об'єднання: - юридичних осіб – роботодавців; - фізичних осіб; - профспілок; - фізичних осіб, пов'язаних професійною діяльністю
<i>Можливість суміщення функцій</i>	Будь-яка особа, яка є засновником не може одночасно бути КУА, зберігачем та аудитором цього фонду (обмеження не стосується НБУ)		
<u>Вкладники</u>	Близькі родичі учасника. Сам учасник. Роботодавець учасника. Професійні об'єднання, членом яких є учасник	Роботодавці. Роботодавці – платники	Об'єднання засновників
<i>Можливість суміщення функцій</i>	–	Не можуть бути зберігачем, аудитором, компанією з управління активами, окрім банків, які можуть бути компанією з управління активами і адміністратором даного фонду за умов отримання відповідної ліцензії	
<i>Можливість та наслідки припинення здійснення внесків</i>	При припиненні здійснення пенсійних внесків на користь учасників даного виду фондів вони все одно ними залишаються	Роботодавці – платники даних фондів можуть скористатися правом «тимчасового призупинення вкладів», обов'язково повідомивши про це Національну комісію, що здійснює державне регулювання ринку фінансових послуг, компанію з управління активами, зберігача протягом 7 календарних днів після прийняття рішення. Якщо через рік перерахунок коштів не відновиться, засновник і роботодавець – платник втрачають даний статус	



## Продовження таблиці 1.2

	Відкриті	Професійні	Корпоративні
Учасники *	Обмежень немає	Тільки фізичні особи, які знаходяться в трудових відносинах з роботодавцем – засновником або роботодавцем – платником. При завершенні трудових відносин з роботодавцем – вкладником працівник більше не буде учасником такого фонду.	Визначає галузь діяльності

\* можуть бути громадяни України, іноземці та особи без громадянства, мають право на одночасну участь в декількох фондах одночасно

Джерело: складено автором на основі [140, 146, 141].

Що стосується специфіки функціонування НПФ, Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» розкриває основні аспекти їх діяльності. Для недержавних пенсійних фондів діяльність з НПЗ є виключним видом діяльності. Механізм взаємодії суб'єктів НПЗ на базі НПФ наведено на рисунку 1.3.

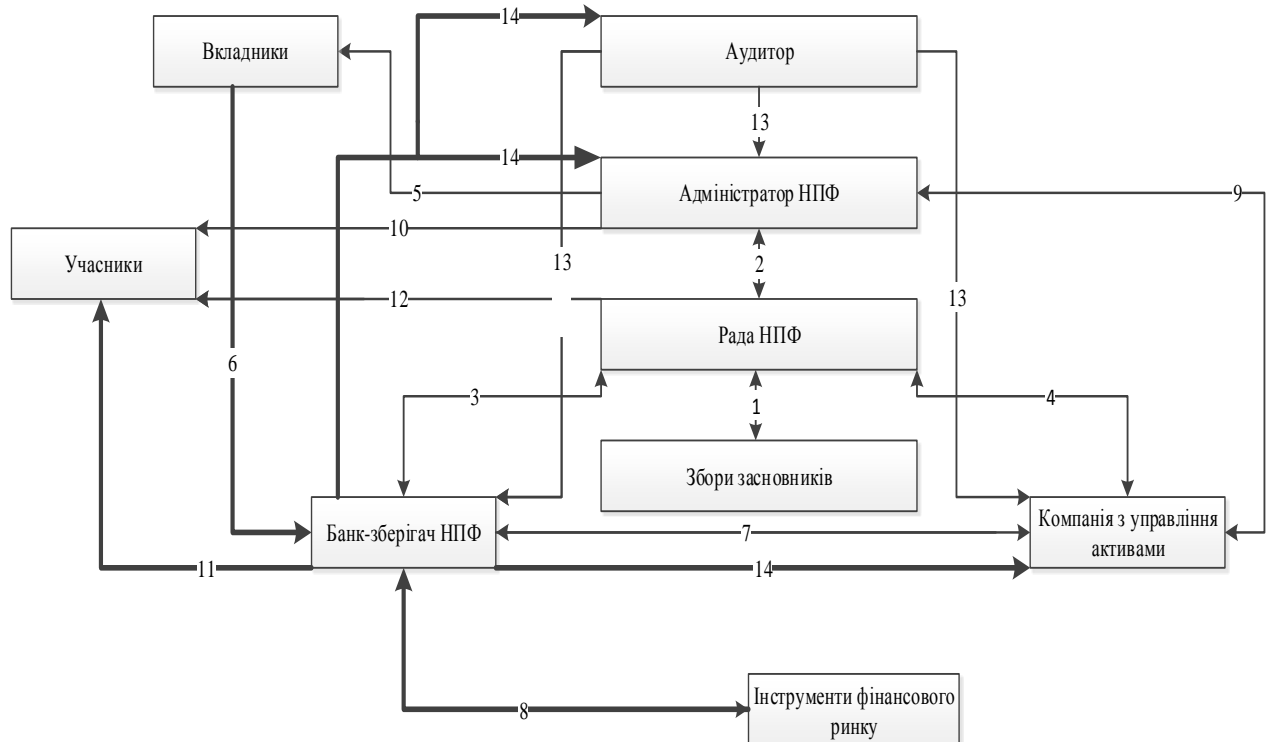
Єдиним органом управління є рада пенсійного фонду, яка має бути сформованою протягом 3 місяців від дня реєстрації фонду.

В свою чергу рада укладає договори з адміністратором – про адміністрування фонду, з КУА – про управління його активами, із зберігачем – договір на обслуговування пенсійного фонду. Чисельний склад ради фонду не може бути меншим 5 осіб та переобирається кожні 3 роки. З них обирається голова та секретар фонду.

Виплата винагороди членам ради здійснюється за рахунок платників фонду, його засновників або роботодавців.

Рада фонду здійснює діяльність відповідно до положень статуту НПФ та вимог законодавства і виконує наступні функції:

- звітує на зборах перед засновниками фонду про його діяльність;
- реєструє в НКЦПФР України зміни до пенсійних схем;



1. Формування ради недержавного пенсійного фонду (протягом трьох місяців з дати заснування) та заслуховування звіту про діяльність фонду за результатами року.
2. Укладення договору про адміністрування НПФ; здійснення контролю за діяльністю, заслуховування звітів адміністратора.
3. Укладення договору про обслуговування фонду, відкриття рахунку; здійснення контролю за діяльністю, заслуховування звітів банку-зберігача.
4. Укладення договору про управління активами НПФ; здійснення контролю за діяльністю, заслуховування звітів КУА.
5. Укладання від імені НПФ контрактів з вкладниками.
6. Фінансовий потік 1: внесення коштів на поточний рахунок НПФ, відкритий у банку-зберігачу.
7. Компанія з управління надає банку-зберігачу інформацію про напрямки вкладання коштів; банк-зберігач звітує перед КУА про результати інвестиційної діяльності.
8. Фінансовий потік 2: вкладення пенсійних активів в інструменти фінансового ринку відповідно до визначених КУА напрямків; у зворотному напрямку пенсійні активи та інвестиційний дохід.
9. Адміністратор інформує КУА про розмір прогнозованих пенсійних внесків; КУА надає інформацію адміністратору про управління активами.
10. Адміністратор інформує учасників про стан їх індивідуальних пенсійних рахунків: накопичені кошти, розмір інвестиційного доходу; укладає договір про виплату пенсії.
11. Фінансовий потік 3: на основі розпорядження адміністратора здійснюється виплата пенсії банком-зберігачем за рахунок пенсійних активів.
12. Рада фонду розглядає суперечливі питання, що виникають між адміністратором, банком-зберігачем та учасниками.
13. Перевірка діяльності адміністратора, КУА та банку-зберігача аудитором.
14. Фінансовий потік 4: оплата послуг аудитора, адміністратора та КУА.

Рисунок 1.3 – Механізм взаємодії суб'єктів недержавного пенсійного забезпечення на базі НПФ

Джерело: удосконалено автором на основі [ 179, 197]

- розробляє, затверджує інвестиційну декларацію фонду, зміни до неї. Інвестиційна декларація розробляється та підлягає обов'язковій реєстрації в НКДРРФП протягом 60 днів (календарних) з дати формування ради фонду;
- укладає від імені НПФ договір із адміністратором, зберігачем, КУА або іншою особою, яка має ліцензію на надання послуг по управлінню активами, аудитором, договір «про участь» з роботодавцями, які є засновниками чи платниками корпоративного НПФ;
- заслуховує та затверджує звіти про діяльність КУА, адміністратора, зберігача та приймає відповідні рішення щодо отриманих звітів;
- затверджує інформацію про фінансовий стан НПФ, яка підлягає оприлюдненню і розглядає аудиторський висновок;
- контролює цільове використання активів;
- розглядає спірні питання, які виникають між учасниками, вкладниками та НПФ.

Адміністратором недержавного фонду може бути (при наявності ліцензії на здійснення діяльності з адміністрування): КУА, професійний адміністратор, юридична особа – засновник (одноосібний) корпоративного НПФ, який прийняв рішення про одноосібне адміністрування.

До завдань адміністратора НПФ входить: укладання пенсійних контрактів із вкладниками; ведення персоніфікованого обліку учасників; забезпечення здійснення виплати пенсії учасникам; надання розпоряджень зберігачу щодо здійснення витрат, які фінансуються за рахунок пенсійних активів; надання рекламних та агентських послуг НПФ; надання інформації відповідно до договору та законодавства; складання звітності та ведення обліку.

Відкриттям та веденням рахунків пенсійного фонду, прийманням, обліком та зберіганням цінних паперів, документів пов'язаних з формуванням та використанням пенсійних активів, поданням звітності займається зберігач пенсійного фонду. Зберігачем пенсійного фонду виступає банківська установа, яка відповідає наступним вимогам:

- отримала ліцензію НКЦПФР на провадження депозитарної діяльності;

- не управляє активами корпоративного НПФ створеного ним;

- не є пов'язаною особою зазначеного фонду;

- не є кредитором КУА чи адміністратора;

КУА займається розміщенням пенсійних коштів у дохідні активи, їх примноженням, наданням звітності про активи, які знаходяться в управлінні.

До обов'язків банку-зберігача належить відкриття та ведення рахунків недержавного пенсійного фонду, зарахування пенсійних внесків, ведення обліку та зберігання цінних паперів та інших документів, пов'язаних із формуванням пенсійних активів, здійснення контролю за діяльністю адміністратора та КУА, а також виконання їх доручень.

Аудитор (незалежний) здійснює перевірку діяльності та звітності НПФ, КУА, адміністратора та банку-зберігача не рідше одного разу на рік за рахунок суб'єкта, який перевіряється.

Що стосується активів НПФ, то до них належать активи в грошових коштах та в цінних паперах. В законодавстві існують суттєві обмеження стосовно напрямків інвестування. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення», Положення № 582 НКЦПФР «Про вимоги до осіб, що здійснюють професійну діяльність з управління інституційних інвесторів (діяльність з управління активами) щодо складу та структури активів недержавних пенсійних фондів, якими вони управляють», визначають обмеження до активів НПФ в цінних паперах. Активи фонду не можуть включати цінні папери:

- позалістингом, окрім цінних паперів з гарантованим державою доходом;

- емітовані пов'язаними особами;

- емітовані інститутами спільного інвестування;

- векселі;

– похідні фінансові інструменти [137, 146, 145].

В таблиці 1.2 наведено можливі напрямки вкладання пенсійних активів та обмеження за обсягами інвестування.

Таблиця 1.2 – Обмеження за напрямками інвестування пенсійних активів

Напрямок інвестування	Граничний розмір вкладання (% від вартості активів)
банківські депозити і ощадні сертифікати	40%, $\geq 10\%$ в одному банку
іпотечні цінні папери	40%, $\geq 5\%$ одного емітента
банківські метали, або депозитні рахунки в банківських металах	10%
облігації резидентів України	40%, $\geq 5\%$ одного емітента; в лістингу, в обігу зареєстрованих бірж, обсяги торгів $\geq 25\%$ від загальних обсягів торгів на організованих ринках цінних паперів України
цінні папери іноземних емітентів	20%, $\geq 5\%$ одного емітента, облігації – інвестиційний рейтинг не нижче встановленого НКЦПФР; акцій – емітент працює на ринку не менше 10 років, в лістингу, в обігу на міжнародних фондових біржах
акції резидентів України	40%, $\geq 5\%$ одного емітента; в лістингу, в обігу зареєстрованих бірж, обсяги торгів $\geq 25\%$ від загальних обсягів торгів на організованих ринках цінних паперів України
облігації місцевих позик	20%, не більше 5% одного емітента
цінні папери гарантовані КМУ	50%
об'єкти нерухомості	10%
інші активи не заборонені законодавством	5%

Джерело: узагальнено на основі [145, 146, 137, 188].

Окрім цього особам, що надають послуги управління пенсійними активами забороняється:

- використовувати позикові кошти на формування пенсійних активів;
- емітувати похідні або боргові цінні папери;
- надавати будь-які забезпечені пенсійними активами майнові гарантії;

- укласти договори купівлі-продажу пенсійних активів з умовою зворотного викупу;
- вкладати пенсійні активи в цінні папери з невизначеним кредитним рейтингом, чи таким, що відповідає спекулятивному рівню відповідно до законодавства;
- тримати активи в банках, кредитний рейтинг яких не визначений чи відповідає спекулятивному рівню [137].

Дані обмеження забезпечують диверсифікацію пенсійних активів та схоронність коштів майбутніх пенсіонерів.

Внески до НПФ сплачуються відповідно до пенсійного контракту, при цьому радою може бути визначений мінімальний розмір внесків в межах 10% мінімальної заробітної плати. Максимальний розмір не обмежується. Сплата внесків в більшості здійснюється у національній валюті, може також здійснюватися у іноземній за офіційним валютним курсом, що діяв на дату перерахування, шляхом готівкових та безготівкових розрахунків.

Що стосується виплат, то недержавні пенсійні фонди можуть здійснювати:

- пенсію на визначений строк;
- одноразову пенсійну виплату.

Розміри виплат визначається залежно від сум, які знаходяться на індивідуальних пенсійних рахунках. Що ж стосується виплат довічної пенсії, то відповідно до вітчизняного законодавства вони можуть здійснюватися тільки страховими організаціями, з якими недержавний пенсійний фонд уклав договори страхування довічної пенсії за рахунок активів, перерахованих страховій компанії.

Одноразова пенсійна виплата учаснику фонду може здійснюватися у наступних випадках:

- коли має місце медично підтверджений факт критичного стану здоров'я чи випадку настання інвалідності;

- у випадку виїзду на постійне місце проживання за кордон;
- якщо накопичена сума належних учаснику НПФ пенсійних активів на момент настання пенсійного віку учасника менше мінімального розміру пенсійних накопичень, встановленого НКДРРФП (мінімальний розмір визначається виходячи із розміру прожиткового мінімуму для непрацездатних осіб, а саме для виплати 50% від офіційно затвердженого на відповідний період прожиткового мінімуму протягом 10 років, який встановлюється законодавством, і кінець 2014 року складав 56 940 грн.) [137].

Таким чином, дослідивши особливості діяльності та функціонування суб'єктів системи НПЗ, а саме недержавних пенсійних фондів, можна зробити висновок, що їх вплив є суттєвим як на етапі залучення (накопичення) внесків, так і на етапі примноження (інвестування) коштів, а також в момент виплати пенсії. До того ж характерним є те, що діяльність НПФ є достатньо врегульованою законодавчо, що дозволяє більш ефективно здійснювати діяльність та досягати тих цілей, які були поставлені при його заснуванні.

#### 1.4 Управління фінансовими потоками в системі недержавного пенсійного забезпечення

Останнім часом досить часто піднімаються питання, пов'язані з ефективним управлінням ресурсами, що задіяні в системі недержавного пенсійного забезпечення. Проте визначення ключових термінів, якими оперують як науковці так і політики, на сьогодні не існує ні в економічних словниках, а ні у наукових джерелах.

Досить часто при визначенні моделі управління фінансовими ресурсами застосовується потоковий підхід. Найчастіше для відображення

фінансових процесів, руху фінансових ресурсів використовуються термін «фінансовий потік».

В наукових джерелах термін «фінансовий потік» вперше зустрічається в рамках макроекономіки. Вагомий внесок у розвиток цього поняття здійснили відомі економісти: Дж. Кейнс, А. Пігу, Д. Рікардо, А. Сміт. Сьогодні його дослідженням займаються такі вітчизняні та закордонні науковці, як Г.М. Азаренкова, І. Бернар, В.В. Бочаров, М.Ю. Ваховська, Т.М. Ісакова, Ж.К. Коллі, В.В. Концева, С.С. Костенко, С.І. Крилов, Т.В. Кузнєцова, О.О. Лазичева, В.В. Майборода, А.А. Моткуєва, О.О. Новіков, С.А. Уваров, І.О. Школьник та ін. [104, 105].

Аналіз публікацій вітчизняних і зарубіжних вчених свідчить про неоднозначність тлумачення цього терміну. Незважаючи на це всі автори майже однаково визначають сутнісні характеристики фінансового потоку, які полягають в наступному:

- фінансові потоки виникають на основі фінансово-господарської діяльності;
- зміна обсягу, складу та напрямків використання фінансових ресурсів обумовлює виникнення фінансових потоків;
- кожний фінансовий потік має своє джерело виникнення та напрямок руху;
- фінансові потоки здатні генерувати економічний ефект, основною формою якого є «чисті потоки фондів»;
- фінансовий потік не завжди призводить до реального руху грошових коштів;
- фінансовий стан підприємства змінюється в результаті різних фінансових потоків [183, с. 26 – 27].

Науковці виділяють три основні підходи до трактування поняття фінансового потоку (табл. 1.3).



Таблиця 1.3 – Підходи до трактування поняття «фінансовий потік» в економічній літературі

Підхід	Ознака	Переваги	Недоліки
I	Фінансові потоки в рамках логістичної системи	- всі види фінансових ресурсів враховуються; - потоки розглядаються на рівні підприємства (макрорівень).	- не враховано відносини, які супроводжують рух фінансових ресурсів; - вивчаються виключно у взаємозв'язку з товарними потоками.
II	Ототожнення з грошовим потоком	- враховано динамічну складову потоку; - потоки розглядаються на рівні підприємства (макрорівень).	- інші фінансові ресурси не враховуються; - не враховуються відносини, які супроводжують рух фінансових ресурсів.
III	Трактування фінансового потоку, як руху фінансових ресурсів [110]	- враховують відносини, які супроводжують рух фінансових ресурсів. - потоки розглядаються з позиції мікро та макрорівня.	- враховується переважно рух ресурсів на стадії перерозподілу.

Джерело: доопрацьовано автором на основі:[84, с. 11]

В рамках першого підходу фінансовий потік визначається як складова логістичної системи.

В. В. Концева під фінансовим потоком має на увазі цілеспрямований рух грошових засобів чи ресурсів, який пов'язаний з рухом ресурсних потоків (матеріальних, інформаційних та інших) в межах логістичної системи та поза нею [71].

На думку А.І. Мороз, під фінансовим потоком варто розуміти цілеспрямований рух грошових коштів, необхідних для забезпечення ефективності руху визначеного товарного потоку [98].

О. О. Новіков «під фінансовим потоком в логістичній системі розуміє направлений рух фінансових ресурсів, необхідних для забезпечення руху визначеного товарного потоку, що циркулює в логістичній системі, та між логістичною системою і навколишнім середовищем» [114].

Отже, згідно даного підходу фінансові потоки існують виключно у взаємозв'язку із інформаційними та товарними. Їх основним призначенням

є забезпечити рух матеріальних потоків фінансовими у необхідних об'ємах, у визначений термін та з використання максимально ефективних джерел фінансування.

В рамках першого підходу достатньо повно розкривається сутність даного поняття, визначеннями охоплюються практично всі фінансові ресурси суб'єкта господарювання. Проте трактувати фінансові потоки системи недержавного пенсійного забезпечення в межах науки логістики не доцільно, адже логістичний підхід передбачає обов'язкову наявність зустрічного товарного потоку поряд з фінансовим та не враховує відносини, які супроводжують рух фінансових ресурсів.

В рамках другого підходу фінансові потоки ототожнено з грошовими – «Cash flow» (потік готівки), що пояснюється концептуальними розбіжностями у визначенні складу фінансових ресурсів та меж фінансових відносин.

Окрім цього, в рамках фінансового менеджменту грошові потоки ототожнено з фінансовими, а даний термін застосовується відносно потоків грошових коштів.

Прихильниками даного підходу є І. Бернар та Ж. К. Коллі. В їх тлумачному словнику наведене наступне визначення. Грошовий (або фінансовий) потік відображає рух боргових вимог, як однієї із форм грошового обміну, та вартість обмінюваних послуг і товарів.

О.О. Лазичева зазначає, що фінансові потоки є рухом фінансових ресурсів внаслідок первинного розподілу вартості в галузі матеріального виробництва та наступного перерозподілу між галузями матеріального та нематеріального виробництва, між соціальними групами населення в середині кожної сфери, у тому числі з врахуванням змін територіальної приналежності. В подальшому, фінансові ресурси вона визначає як грошові кошти, що беруть участь у організації цільових фондів [80].

О.Горбунов трактує фінансові потоки як потік доходів та витрат підприємства протягом деякого проміжку часу, що фактично зближує дане визначення з поняттям грошового потоку [68].

Основними перевагами трактування в рамках даного підходу є розгляд фінансових потоків в якості динамічного явища на рівні підприємства. Серед недоліків слід відзначити врахування виключно грошової складової, без врахування потоків, еквівалентних грошовому, наприклад фінансових інструментів чи цінних паперів, що значно звужує розуміння даного терміну та призводить до складностей в розробці адекватних систем управління фінансовими потоками.

Згідно останнього підходу фінансові потоки трактуються як специфічні грошові. Прихильниками такого тлумачення є Г.М. Азаренкова, С.І.Крилов, О.В Майборода, О.В. Хавтур.

Досить аргументоване тлумачення сутності фінансових потоків дає Г.М. Азаренкова, визначаючи «фінансові потоки як цілеспрямований рух, зміна (обсягів, типів, форм та видів) фінансових ресурсів певного суб'єкта господарювання, який здійснюється спільно з відповідними його грошовими потоками (еквівалентні фінансові потоки) або ні (без еквівалентні фінансові потоки), але обов'язково з урахуванням чинника часу, який позначається на ліквідності зазначених фінансових ресурсів» [3].

С.І. Крилов зазначає, що поняття фінансового потоку є ширшим, ніж грошового. Фінансові потоки підприємств він поділяє на грошові та негрошові, які відображають в сукупності весь господарський обіг підприємства.

О.В. Майборода трактує дане поняття як спрямований рух фінансових ресурсів, які виникають у процесі здійснення господарських операцій та призводять до виникнення економічних відносин [84, с. 16].

О.В. Хавтур визначає фінансові потоки в якості впорядкованого руху фінансових ресурсів протягом певного періоду часу, спрямованого на досягнення ефективного господарювання.

Перевагами такого трактування є розгляд фінансових потоків на макро та на мікрорівні в поєднанні з іншими потоками, які їх супроводжують. Недоліком вважається їх застосування переважно для перерозподільчих відносин.

Авторські визначення фінансового потоку в рамках трьох підходів наведено в таблиці А.1 додатку А.

Таким чином, між поняттями грошового та фінансового потоку існують певні відмінності.

Фінансові інструменти, облігації, акції хоча досить часто ототожнюються із грошовими коштами, проте насправді є лише заміниками грошей. Окрім того, така заміна признається не усіма учасниками відносин, а, зважаючи на недостатній розвиток фінансового ринку в Україні, вважати фінансові інструменти заміниками грошей взагалі, на нашу думку, некоректно.

Таким чином, ми пропонуємо визначати фінансові потоки в системі недержавного пенсійного забезпечення в межах третього підходу, трактуючи їх як рух фінансових ресурсів.

Сьогодні в економічній літературі фактично не існує трактування поняття фінансових потоків в системі недержавного пенсійного забезпечення.

Розглядаючи складові даного терміну варто виділити недержавне пенсійне забезпечення і фінансовий потік. В той же час, трактування поняття фінансового потоку варто здійснювати на основі синтезу наступних понять: потоку, фінансів та економічних ресурсів.

Розглянемо кожне із понять окремо.

Фінансова наука вивчає грошові кошти та соціально-економічні відносини, пов'язані із формуванням й використанням фінансових ресурсів.

Фінансову систему України слід поділяти на основну, до якої входять державні фінанси, фінанси підприємств та організацій, фінанси домогосподарств, фінанси кредитних інститутів та міжнародні фінанси, та

ту, яка забезпечує рух фінансових потоків і функціонує на фінансовому ринку (до них слід віднести фінанси банківських та небанківських установ).

Стосовно трактування поняття фінансів – в літературі зустрічаються різні тлумачення його сутності. Найбільш широко застосованим є розуміння фінансів в якості фінансових або грошових відносин, які виникають «у процесі формування власного капіталу, цільових фондів коштів, їхнього розподілу і використання» [78] в ході підприємницької діяльності. Існує визначення фінансів і «як економічної категорії», що відображує «створення, розподіл і використання фондів фінансових ресурсів для задоволення потреб господарської діяльності», чи як «економічні відносини, що пов'язані з формуванням, розподілом і використанням централізованих і децентралізованих фондів коштів із метою виконання функцій і завдань та забезпечення умов розширеного відтворення» [78].

Поняття ресурси в Економічній енциклопедії визначається як «природні, сировинні, матеріальні, трудові, фінансові цінності, що можуть бути використані на створення товарних ресурсів, надання послуг, одержання додаткової вартості».

В той же час В.П. Зайков дає визначення поняттю фінансові ресурси. На його думку під фінансовими ресурсами варто розуміти сукупність грошових коштів та фінансових активів, які є в розпорядженні економічного суб'єкта, та використовуються в інвестиційних цілях для отримання економічного, соціально та/або іншого ефекту [47].

Потоком в економічній літературі вважається «грошова чи товарна маса, що перебуває в обігу певний час».

Отже, на основі синтезу сукупності понять ми можемо надати наступне визначення (рис 1.4).

Фінансовий потік – «цілеспрямований рух фінансових ресурсів в рамках економічної системи з метою безперебійного функціонування та розвитку економіки» [110].

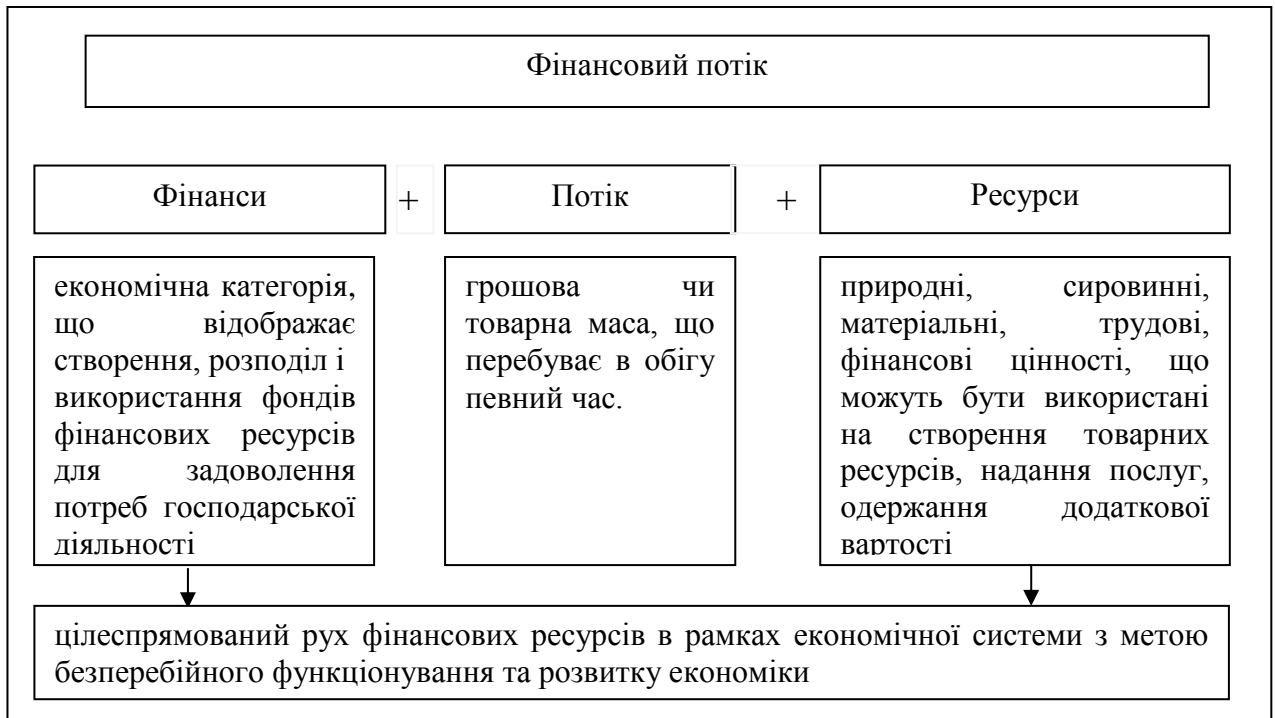


Рисунок 1.4 – Визначення терміну фінансовий потік

Джерело: розроблено автором

Здійснивши аналіз поняття фінансовий потік та система недержавного пенсійного забезпечення ми вважаємо, що під фінансовим потоком в системі НПЗ розуміється «цілеспрямований рух фінансових ресурсів в рамках системи недержавного пенсійного забезпечення, яка ґрунтується на засадах добровільної участі фізичних та юридичних осіб у формуванні пенсійних накопичень з метою отримання учасниками системи додаткової пенсії» (рис.1.5) [110].

Зважаючи на багатогранність поняття «фінансові потоки», існує необхідність систематизації їх видів, виділення класифікаційних ознак та здійснення класифікації з метою забезпечення ефективного управління ними.

Згідно таблиці 1.5 ми можемо класифікувати фінансові потоки в системі НПЗ за дев'ятьма ознаками.

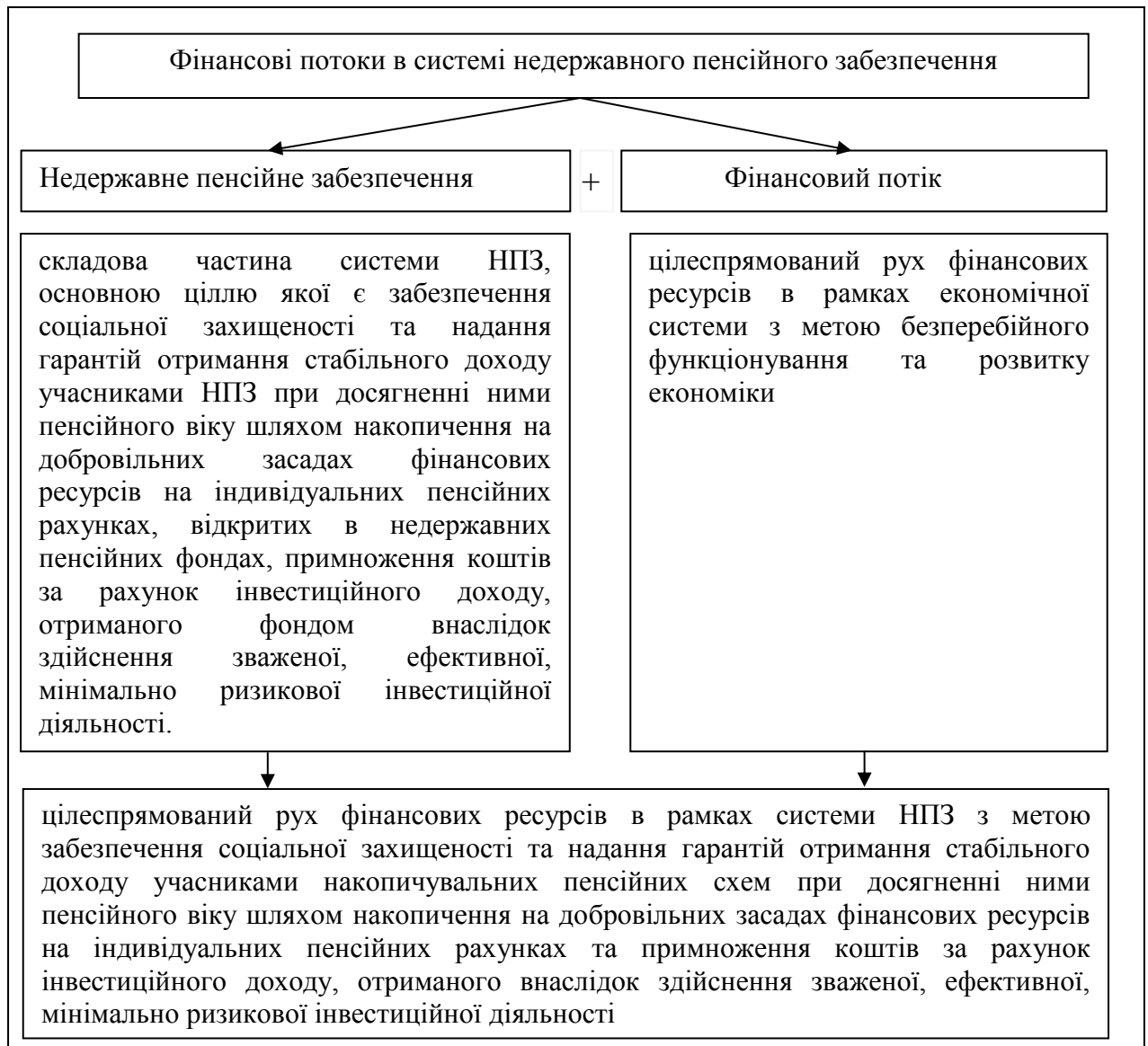


Рисунок 1.5 – Визначення терміну «фінансовий потік в системі недержавного пенсійного забезпечення»

Джерело: розроблено автором

За видами діяльності їх можна поділити на 3 групи. До першої відносяться фінансові потоки в результаті поточної або операційної діяльності. Сюди відносяться поточні витрати на обслуговування НПФ, внески учасників та виплата пенсій. Друга група включає в себе фінансові потоки від інвестиційної діяльності (інвестування вкладених коштів, отримання доходу від інвестування, повернення інвестиційного капіталу).

Третя група – фінансові потоки від фінансової діяльності, прикладом таких потоків може бути отримання доходу від участі в капіталі.

Таблиця 1.5 – Ознаки та види класифікації фінансових потоків

Ознака	Види фінансових потоків
За видами діяльності	- По поточній діяльності (або операційній); - По фінансовій діяльності; - По інвестиційній діяльності.
За масштабами обслуговування	- Загальний; - Від окремих операцій; - По окремому учаснику.
За оцінкою в часі	- Теперішній; - Майбутній (або очікуваний).
За періодичністю	- Періодичний; - Неперіодичний; - Одноразовий.
За ризиковістю	- Ризиковий; - Безризиковий.
За спрямуванням	- Вхідний; - Вихідний.
За методами обчислення обсягу	- Валовий; - Чистий.
За структурою	- Простий; - Складний.
За забезпеченням платоспроможності	- Ліквідний; - Неліквідний.

Джерело: узагальнено автором на основі [92, 84, 3, 206, 50]

За масштабами діяльності виділяють загальний фінансовий потік, тобто в цілому по системі чи по окремому НПФ, від окремих операцій (наприклад в результаті інвестування в іпотечні цінні папери), та по окремому учаснику.

За оцінкою в часі виділяють теперішній фінансовий потік та майбутній (очікуваний), тобто фінансовий потік через певну кількість років, скоригований на інфляцію.

За періодичністю виділяють періодичні, неперіодичні та одноразові (випадкові) фінансові потоки. В даній сфері практично всі фінансові потоки будуть періодичними, це і внески учасників, і оплата послуг адміністратора,



зберігача, КУА. Серед неперіодичних, перш за все, слід виділити потоки, які виникатимуть в результаті інвестування коштів.

За ризиковістю виділяють ризиковий та безризиковий фінансовий потоки. До ризикових відносяться зовнішні потоки, і хоча ризик у зв'язку із жорстким законодавчим регулюванням діяльності не великий, але він все ж існує. Безризиковими є внутрішні фінансові потоки, це насамперед оплата за обслуговування НПФ.

За спрямуванням виділяють вхідний фінансовий потік, який охоплює всю сукупність фінансових надходжень від операційної, фінансової, інвестиційної діяльності, і вихідний фінансовий потік, що охоплює сукупність всіх виплат.

За методами обчислення обсягу: валовий – сукупність всіх витрат і надходжень за певний період часу; та чистий – різниця між вхідним та вихідним фінансовим потоком.

За структурою: складні – складаються із декількох потоків; прості – мають просту структуру.

Дана класифікація дозволить систематизувати фінансові потоки та розробити механізм підвищення ефективності управління ними.

З врахування функцій, які виконує НПФ загальна модель фінансових потоків на різних етапах діяльності фонду повинна виглядати наступним чином рисунок 1.6.

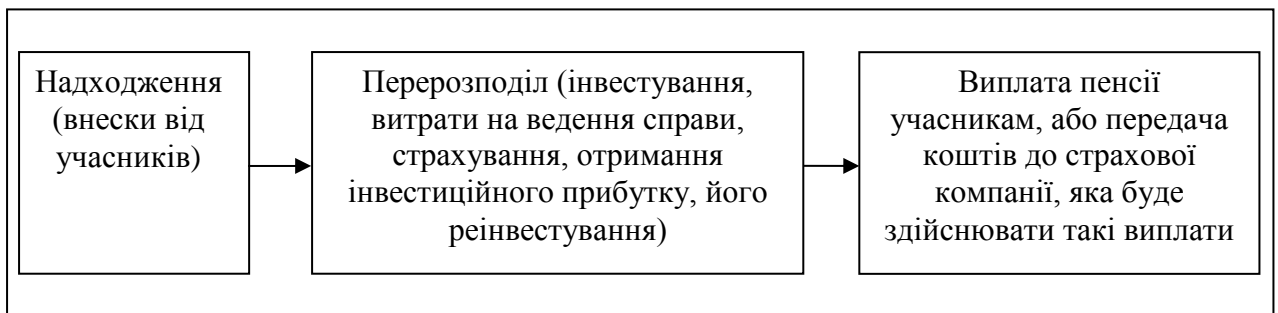


Рисунок 1.6 – Модель руху фінансових потоків НПФ

Джерело: розроблено автором

Як видно із рисунка 1.6, на першому етапі здійснюється надходження від учасників шляхом сплати страхових внесків щомісячно або щорічно в залежності від політики фонду. Потім НПФ, залучивши КУА, здійснює перерозподіл даних коштів, частина із них іде на інвестування, вони через деякий час повертаються до фонду з отриманим інвестиційним прибутком, частина якого буде витрачена на оплату послуг КУА, адміністратора, зберігача, обслуговування діяльності фонду, частина зараховується на рахунок кожного окремого учасника. При досягненні учасником пенсійного віку чи настання страхового випадку, коли можлива одноразова виплата, кошти, накопичені на рахунку кожного учасника, виплачуються йому в залежності від схеми виплат або ж передаються до страхової компанії, у випадку обрання схеми довічної виплати пенсії.

Дана модель руху коштів діє і для страхових компаній, які надають послуги з лайфового пенсійного страхування, проте як уже зазначалось вище існує багато законодавчих суперечностей з приводу участі страховиків в даній сфері.

Управління фінансовими потоками НПФ підпорядковане декільком цілям, а саме:

- оптимізація фінансових потоків;
- максимізація обсягів надходження фінансових ресурсів від учасників та вкладників;
- прибутковість інвестування залучених ресурсів.

Досягнення цілей і реалізація механізму виконується завдяки функціям управління потоками.

Виділяють 4 основні функції управління ними:

- прогнозування та планування вхідних і вихідних фінансових потоків;
- аналіз структури, обсягу та швидкості фінансових потоків;
- організація виконання запланованих обсягів фінансових ресурсів;
- контроль за їх рухом.

Механізм управління фінансовими потоками НПФ ґрунтується на визначених принципах, а саме:

1. Інформативної вірогідності. Управління фінансовими потоками НПФ, як і будь яка інформаційна система, повинна забезпечуватися необхідною інформаційною базою.

2. Забезпечення збалансованості. Система управління фінансовими потоками фонду має справу з великою кількістю різноманітних їх видів, які наведені в класифікації. Фінансові потоки підпорядковуються єдиній меті, повинні бути збалансованими за видами, обсягами та часовими проміжками.

3. Забезпечення ефективності. Потоки фінансових ресурсів НПФ характеризуються значною волатильністю та нерівномірністю в різні моменти часу, що може призвести до виникнення дефіциту фінансових ресурсів в певні проміжки часу.

4. Забезпечення ліквідності. Фінансові потоки фонду, в процесі управління повинні залишатися достатньо ліквідними.

Розглянемо складові системи управління фінансовими потоками НПФ (рис.1.7). Дана система складається із макроекономічних факторів, методів, інструментів управління, нормативно-правового, інформаційного та організаційного забезпечення.

Основними методами управління фінансовими потоками є:

- планування та оптимізація;
- аналіз фінансових потоків;
- контроль за їх рухом;
- облік та звітність.

Окрім цього додатково виділяють специфічні методи управління, притаманні виключно недержавним пенсійним фондам:

- інвестування;
- диверсифікація;
- самофінансування;
- страхування.

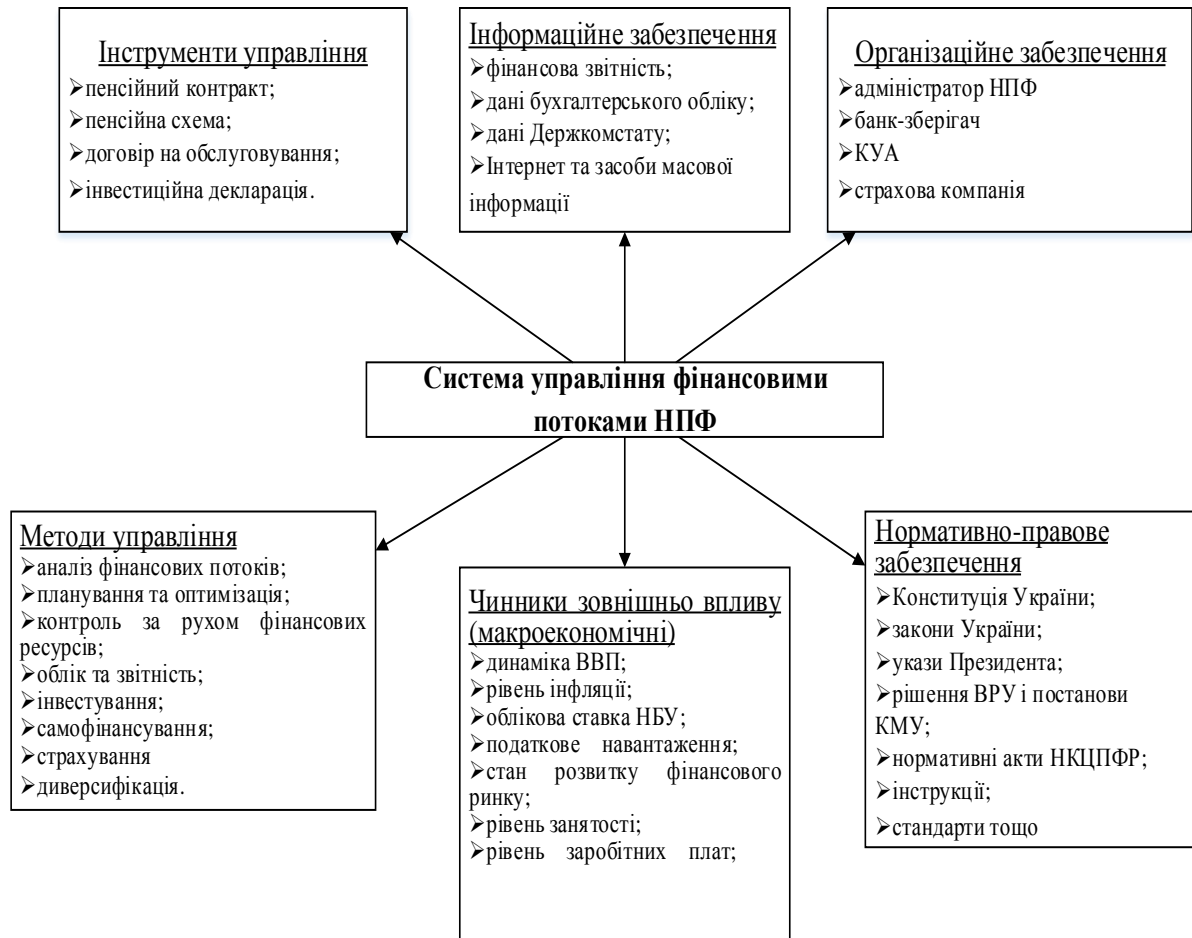


Рисунок 1.7 – Структура системи управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів

Джерело: розроблено автором

Під плануванням фінансових потоків НПФ варто розуміти визначення і узгодження напрямів, обсягів надходження та витрачання фінансових ресурсів фонду в часі й просторі.

Метод аналізу передбачає комплекс методів збору і обробки даних про стан, тенденції розвитку фінансових потоків з метою виявлення резервів підвищення ефективності їх руху та використання фінансових ресурсів.

Застосування методів контролю дозволить визначати відхилення обсягів фінансових потоків від планових та дозволяє отримувати оперативну інформацію про результативність управління ними. З позиції

управління фінансовими потоками фонду даний метод застосовується переважно на етапі використання ресурсів, під час здійснення управління вже залученими активами до системи.

Застосування методів обліку і звітності є обов'язковою вимогою законодавства від моменту внесення першої виплати і до моменту остаточного розрахунку з учасниками. Фонд звітує перед вкладниками, учасниками та державними органами за результатами своєї діяльності. Окрім того суб'єкти, які надають послуги в системі недержавного пенсійного забезпечення, звітують про результати діяльності перед радою фонду.

Стосовно специфічних методів управління слід зазначити, що метод диверсифікації притаманний лише другому етапу руху фінансових потоків по системі при здійсненні інвестиційної діяльності, і його особливості закріплені законодавчо. Страхування застосовується лише в моменти виплати пенсійних внесків, за умови передачі накопичених коштів страховій компанії для виплати пенсії. Метод самофінансування можна співставити з методом самоокупності, адже в Україні діяльність НПФ фінансується за рахунок пенсійних активів.

Інструментами управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів є:

- договір на обслуговування;
- пенсійний контракт;
- пенсійна схема;
- інвестиційна декларація;

Договір на обслуговування укладається між надавачами послуг та фондом, та фактично визначає умови їх взаємодії, відповідальність та оплату їх діяльності.

Під пенсійним контрактом розглядають «договір між пенсійним фондом, від імені якого в договорі виступає адміністратор, і вкладником недержавного пенсійного фонду» [146]. Він визначає умови взаємодії

учасника (вкладника) та фонду, тут вказуються термін дії контракту, форма, сума та строки розрахунків між фондом і учасником, посилання на обрану пенсійну схему, та ін.

Пенсійна схема – «документ, яким визначаються умови і порядок недержавного пенсійного забезпечення, що здійснюється тим чи іншим фондом» [146]. Пенсійні схеми, а також зміни до них, реєструються Національною комісією, що здійснює державне регулювання ринків фінансових послуг.

Пенсійна схема описує особливості надання фондом послуг:

- зазначаються види та обсяги здійснення виплат;
- порядок розрахунку їх розміру;
- термін та порядок виплати пенсії;
- можливі терміни та періодичність внесення коштів до фонду та можливості їх коригування;
- умови участі у пенсійній схемі;
- обов'язки та права вкладника, учасника фонду за цією пенсійною схемою [146].

Документом, який визначає інвестиційну політику недержавного пенсійного фонду є інвестиційна декларація. В ній описані основні напрямки вкладання пенсійних коштів у відповідності до нормативних обмежень та інвестиційної політики фонду [142].

Окрім цього із банками, КУА, адміністраторами та іншими особами, що обслуговують фонд, НПФ укладає договори на обслуговування, де прописано основні умови діяльності, у тому числі і розмір винагороди.

Наступною складовою механізму управління потоками НПФ є нормативно-правове забезпечення – сукупність норм, які виражені в законодавчих та підзаконних актах. Вони встановлюють та закріплюють організацію системи, її мету, завдання, структуру і функції, призначених для її регламентації, створення і функціонування.

Як уже зазначалося раніше, діяльність недержавних пенсійних фондів контролюється Конституцією України, законодавчими актами (більше ніж 30), Указами Президента, Постановами Верховної Ради України та нормативними документами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання ринку фінансових послуг, Кабінету Міністрів України, інструкціями, стандартами.

Організаційне забезпечення являє собою «взаємопов'язану сукупність внутрішніх структурних служб та підрозділів, які забезпечують розробку і прийняття управлінських рішень з окремих напрямків його фінансової діяльності і несуть відповідальність за результатами цих рішень» [106].

Адміністратор недержавного пенсійного фонду, банк-зберігач, компанії з управління активами та страхові компанії становлять основу організаційного забезпечення механізму управління фінансовими потоками НПФ.

Інформаційне забезпечення – «сукупність інформаційних ресурсів і способів їх організації, необхідних та придатних для реалізації аналітичних процедур, які забезпечують фінансову сторону діяльності фонду» [106].

Інформаційні джерела поділяють в залежності від аналітичних можливостей на 2 групи:

– дані обліку та звітності (фінансової, управлінської) – свідчать про майновий стан;

– статистичні дані, ЗМІ, звіти регулюючих органів про стан фінансового ринку та систему недержавного пенсійного забезпечення – свідчать про ситуацію в навколишньому середовищі [202].

Таким чином, визначення сутності фінансових потоків недержавних пенсійних фондів та загальної структури механізму управління ними сприятиме розробці дієвої системи управління ними та дозволить позитивно вплинути на ефективність діяльності НПФ.

## Висновки до розділу 1.

Узагальнюючи вищезазначене, можна зробити наступні висновки:

1. Відсутність однозначної думки стосовно сутності поняття недержавного пенсійного забезпечення вплинуло на необхідність дослідження автором сутності даного поняття. В результаті проведеного дослідження, автором було запропоновано наступне тлумачення дефініції: «недержавне пенсійне забезпечення» – складова системи накопичувального пенсійного забезпечення, основною метою якої є забезпечення соціальної захищеності та надання гарантій отримання стабільного доходу учасниками НПЗ при досягненні ними пенсійного віку шляхом накопичення на добровільних засадах фінансових ресурсів на індивідуальних пенсійних рахунках, відкритих у недержавних пенсійних фондах, і примноження коштів за рахунок інвестиційного доходу, отриманого фондом унаслідок ведення зваженої, ефективної, мінімально ризикової інвестиційної діяльності.

2. В рамках дослідження було проаналізовано розвиток пенсійного забезпечення України з часів проголошення незалежності і до сьогодні, його нормативне забезпечення в різні періоди історії. Розглянуто організації, які відповідно до законодавства мають право на впровадження пенсійних програм, визначено рамки їх участі на певних етапах надання послуг з пенсійного забезпечення.

3. Досліджено закордонний досвід розвитку систем недержавного пенсійного забезпечення та виділено певні елементи, які є можливими для застосування в українських реаліях.

4. Автором було розглянуто специфіку фінансово-господарської діяльності НПФ, які на сьогодні вважаються основними учасниками системи недержавного пенсійного забезпечення. Визначено необхідність



підвищення ефективності управління фінансовими ресурсами недержавних пенсійних фондів.

5. На основі аналізу наукових джерел було зроблено висновок, що для побудови ефективної моделі управління фінансовими ресурсами слід застосовувати потоковий підхід. В рамках дослідження фінансових потоків системи недержавного пенсійного забезпечення, визначення їх сутності, автором було проаналізовано та згруповано підходи до визначення дефініції фінансових потоків.

6. Обґрунтовано необхідність визначення сутності фінансових потоків системи НПЗ, трактуючи їх як рух фінансових ресурсів.

Фінансові потоки НПФ – цілеспрямований рух фінансових ресурсів в рамках системи НПЗ з метою забезпечення соціальної захищеності та надання гарантій отримання стабільного доходу учасниками накопичувальних пенсійних схем при досягненні ними пенсійного віку шляхом накопичення на добровільних засадах фінансових ресурсів на індивідуальних пенсійних рахунках та примноження коштів за рахунок інвестиційного доходу, отриманого внаслідок здійснення зваженої, ефективної, мінімально ризикової інвестиційної діяльності.

7. З метою побудови системи управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів було узагальнено модель руху фінансових ресурсів та розроблено загальну структуру системи управління фінансовими потоками НПФ, яка має наступні складові: методи, інструменти управління, нормативно-правове, організаційне та інформаційне забезпечення, чинники зовнішнього впливу.

За результатами дослідження було опубліковано наступні наукові праці [106, 104, 44, 110, 101, 109].

## РОЗДІЛ 2

### АНАЛІЗ СУЧАСНИХ ТЕНДЕНЦІЙ РОЗВИТКУ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ В УКРАЇНІ

#### 2.1 Оцінка сучасного стану застосування недержавних пенсійних програм в Україні

Розвиток НПЗ є невід'ємною частиною успішного розвитку країни в ринкових умовах. Кошти, вкладені до системи недержавного пенсійного забезпечення, не тільки в майбутньому гарантують стабільний дохід особам пенсійного віку, а й сьогодні можуть працювати на користь національної економіки та вітчизняних підприємств, повертаючись до суб'єктів господарювання у вигляді інвестиційного капіталу.

У світовій практиці, в тому числі і в Україні, запровадження додаткового пенсійного забезпечення має 2 форми:

– у першому випадку працівник страхується самостійно у недержавному пенсійному фонді (чи як альтернативний варіант – укладає зі страховою компанією договір страхування довічної пенсії) та сплачує внески із своїх власних доходів;

– у другому випадку робітник страхується на підприємстві, внески при цьому сплачує роботодавець із заробітної плати робітників та свого доходу у відповідних частках на користь застрахованих працівників на рахунок визначеного пенсійного фонду.

Стосовно ж пенсійних програм, які на сьогодні діють в Україні, то згідно із Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення» передбачається страхування за програмами з визначеним внеском та з визначеною виплатою.

Розглянемо відмінності між ними (таблиця 2.1).

Таблиця 2.1 – Порівняльна характеристика програм з визначеною виплатою та з визначеним внеском (відповідно до МСФЗ)

Ознака	Програма з визначеним внеском	Програма з визначеною виплатою
Методика визначення суми виплат	Сума внесків + інвестиційний дохід від їх використання – витрати НПФ, що відшкодовуються за рахунок інвестиційного доходу	Відповідно до документів: договір, облікова політика підприємства
Залучення адміністратора та актуарія для управління активами	В Україні так, відповідно до МСФЗ ні	Так, обов'язково
Актуарний та інвестиційний ризик	Припадає на учасника	Припадає на підприємство, фонд, страхову компанію
Методика визначення суми внесків	Згідно договору	За формулою 2.1.

Джерело: складено автором [117, 21]

$$L = L_{PV} + AP_{nr} - AL_{nr} - V_{C0\ nr} - V_{FV} \quad (2.1)$$

де,  $L$  – зобов'язання за програмою;

$L_{PV}$  – вартість зобов'язання за програмою на дату балансу;

$AP_{nr}$  – невизнані актуарні прибутки;

$AL_{nr}$  – невизнані актуарні збитки;

$V_{C0\ nr}$  – вартість раніше виконаних працівниками, але ще не визнаних робіт;

$V_{FV}$  – справедлива вартість на дату балансу активів програми, якими буде погашатися зобов'язання [141].

Відповідно до схем із визначеними внесками учасники НПЗ при досягненні пенсійного віку отримують виплати у розмірі, який визначається, виходячи із загального обсягу сплачених внесків та отриманого інвестиційного прибутку, зменшеного на вартість сплаченої винагороди особам, які надавали послуги.

Згідно програми з визначеною виплатою, вкладник отримує пенсію розмірі, який був зазначений на момент укладання договору. Виходячи з цього, основний інвестиційний та актуарний ризик припадає на підприємство (у разі застосування додаткового пенсійного забезпечення підприємствами), страхову компанію чи фонд.

У міжнародній практиці застосовуються схеми з «визначеними виплатами», які вважаються значно ризиковими, оскільки забезпечення довгострокового фінансування за такими програмами є проблематичним. У відповідності до схеми з «визначеними виплатами» передбачається, що роботодавець гарантує розмір пенсійних виплат кожному учаснику в залежності від його останньої чи середньої заробітної плати.

Схеми з «визначеними виплатами» мають ряд особливостей: вони є більш витратними для роботодавця, право власності на накопичені кошти в деяких випадках належить підприємству до моменту настання пенсійного віку. При цьому роботодавець, як правило, не має бажання або можливості в повній мірі фінансувати видатки за такими пенсійними програмами.

Виходячи із сукупності вищезазначених факторів, на законодавчому рівні в Україні встановлено схеми з «визначеними внесками» для використання в практичній діяльності недержавних пенсійних фондів.

Розглянемо сучасний стан застосування пенсійних програм та особливості розвитку НПЗ в Україні.

В більшості країн, де одночасно функціонують різні інститути добровільного накопичувального пенсійного забезпечення, перевага надається головним чином НПФ. В економіці України недержавні пенсійні фонди є відносно новими фінансовими інститутами. Вони можуть бути створені у вигляді відкритих, професійних чи корпоративних пенсійних фондів.

В Україні переважають відкриті НПФ, що обумовлено більшою свободою та можливостями їх діяльності. Така ситуація сприяє розвитку

конкуренції на ринку додаткових пенсійних послуг та надає можливість учасникам вільно обирати фонд із найбільш вигідними умовами.

На кінець 2014 року в Україні функціонує 76 недержавних пенсійних фондів (таблиця Б.1 Додаток Б), із них 7 професійних та 9 корпоративних. Слід зазначити, що договори на адміністрування з КУА уклали лише 72 НПФ. Окрім цього, Корпоративний недержавний пенсійний фонд НБУ має право самостійно управляти активами. Таким чином, сьогодні в рамках правового поля фактично функціонує лише 73 НПФ.

Досліджуючи тенденції розвитку системи НПЗ, ми можемо спостерігати значне зростання кількості НПФ на початку становлення системи, до 2008 – 2009 року (рисунок 2.1).

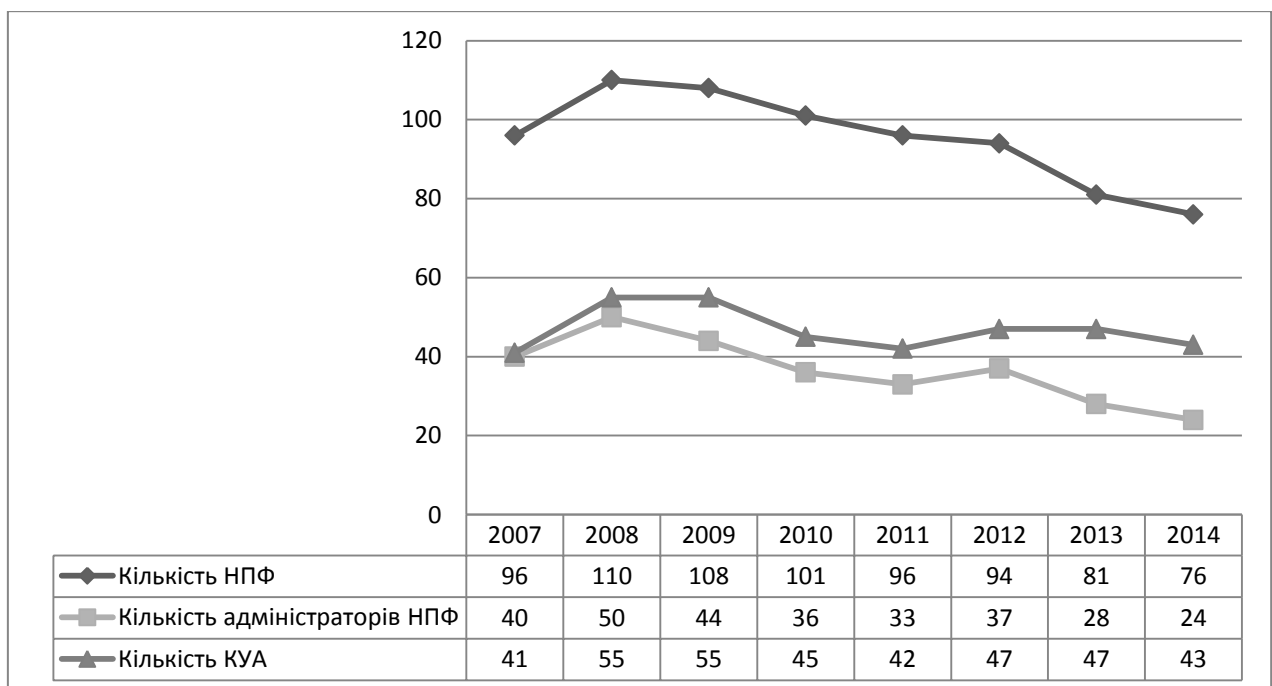


Рисунок 2.1 – Динаміка кількості НПФ, адміністраторів та компаній з управління активами

Джерело: побудовано на основі [122, 58]

Як видно з динаміки, з 2010 року, поступово відбувається скорочення кількості адміністраторів НПФ. Навіть на етапі розвитку даного ринку це можливо та прогнозовано, адже один адміністратор має право управляти

декількома НПФ і така кількість адміністраторів є зайвою на ринку. Таким чином, можна спостерігати поступове укрупнення, як стосовно кількості осіб, що управляють фондом та його активами (1 адміністратор фактично управляє 3 фондами, в управлінні КУА – в середньому від 2 до 6 НПФ), так і активів фондів (на сьогодні в середньому на 1 НПФ припадає більше 30 млн. грн.) (рисунок 2.2).

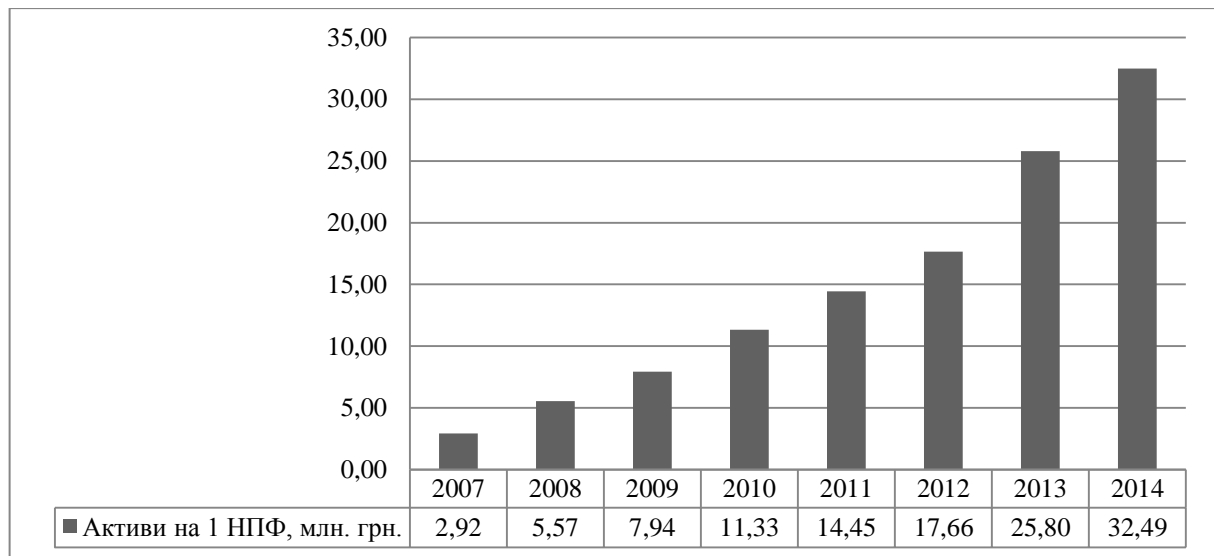


Рисунок 2.2 – Динаміка вартості активів системи, що припадають на 1 НПФ в 2007 – 2014 роках, млн. грн.

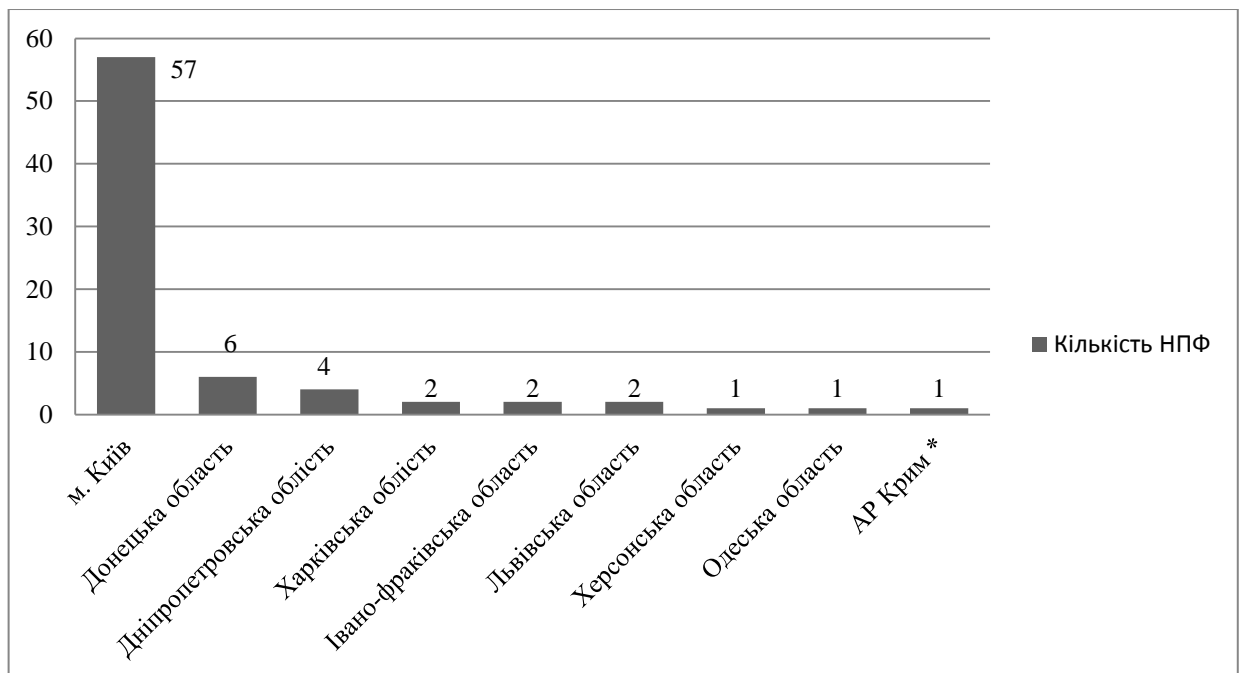
Джерело: побудовано на основі [122]

Кількості недержавних пенсійних фондів, які функціонують в Україні, достатньо для забезпечення населення недержавною пенсією. Для порівняння, у Польщі загальна чисельність застрахованих складає 11 млн осіб, при цьому переважна кількість активів системи накопичувального пенсійного забезпечення зосереджена в 16 великих фондах. В Чилі близько 80% застрахованих є учасниками п'яти великих приватних фондів. Росія, яка тільки розпочала впровадження НПЗ, теж орієнтується на створення великих фондів. Варто зазначити, що в Україні виключно шляхом укрупнення НПФ можливо забезпечити достатні можливості фондам для

ефективного вкладання пенсійних коштів, розширити можливості для диверсифікації активів.

Аналізуючи географічне розміщення, необхідно зазначити, що більшість недержавних пенсійних фондів відкрито в місті Києві, інші регіони охоплені нещільно.

На кінець 2014 року НПФ проводили свою діяльність у 9 регіонах України (фактичне місце розташування фонду). Найбільша кількість недержавних пенсійних фондів зосереджена в м. Києві – 57 (рисунок 2.3). Більше половини областей на сьогодні не охоплено взагалі, там функціонують лише філії. Незважаючи на те, що інформація про недержавне пенсійне забезпечення розповсюджується через Інтернет мережу, кожен НПФ має власний Інтернет-сайт, проте прямої роботи з населенням не проводиться, як результат, лише невелика частка бажаючих проінформовані про діяльність фондів та вкладають власні кошти до НПФ. Інші області є відкритими для даного виду пенсійного забезпечення, а перспективи їх розвитку є очевидними.



\*Враховуючи НПФ тимчасово окупованої території АР Крим

Рисунок 2.3 – Географічний розподіл кількості НПФ на 31.12.2014

Джерело: побудовано автором на основі [35]

Перш ніж аналізувати динаміку вкладників та учасників, кількості укладених контрактів, слід визначитися із основними поняттями.

Учасником фонду є фізична особа або працівник, на користь якого сплачуються внески та яка в майбутньому отримає пенсійні виплати відповідно до договору.

Вкладником може стати як юридична так і фізична особа. Вкладник – це особа, яка здійснює сплату внесків на користь учасника, шляхом зарахування грошових коштів на рахунок НПФ відповідно до умов його пенсійного контракту.

Пенсійний контракт є угодою між НПФ та його вкладником, згідно з якою здійснюється недержавне пенсійне забезпечення учасника за визначеною пенсійною схемою.

З 2005 до 2014 рік адміністраторами фондів було укладено 55,1 тис. пенсійних контрактів. В 2014 році кількість укладених контрактів зменшилася на 10 % в порівнянні з 2013 роком (на 40 % та на 2 % зменшилася кількість укладених контрактів з юридичними та фізичними особами відповідно) (Додаток В, таблиця В.1).

Певне скорочення кількості укладених пенсійних контрактів, чисельності вкладників пояснюється виходом на пенсію деякої кількості учасників і, як результат, виплатою пенсії та закінченням строку дії договору. Це можуть підтвердити і наступні показники: кількість учасників за пенсійними контрактами, укладеними з юридичними особами, залишається сталою в останні роки, при цьому їх пенсійні внески зростають. Серед фізичних осіб є певне скорочення кількості укладених контрактів, але даний фактор теж є результатом виходу на пенсію деякої кількості учасників.

Невелика чисельність укладених пенсійних контрактів між НПФ та юридичними особами пояснюється тим, що на сьогодні великих, стабільно працюючих та фінансово спроможних впроваджувати додаткове пенсійне забезпечення підприємств досить мало. Переважно такі додаткові соціальні



блага для своїх працівників надають державні компанії або достатньо розвинуті, великі приватні, де кадровим питанням приділяється достатньо уваги. Приймаючи участь у накопичувальних пенсійних програмах підприємства заохочують працівників до тривалої співпраці. У поодиноких випадках державні підприємства організовують корпоративні НПФ та накопичують кошти для працівників. Проте, незважаючи на досить низький рівень охопленості населення пенсійними програмами від підприємств, обсяг сплачених пенсійних внесків юридичними особами в рази перевищує суму пенсійних внесків фізичних осіб (для порівняння на кінець 2014 року кількість вкладників юридичних осіб – 2,2 тис. осіб, внески становлять 1807,7 млн. грн., по фізичним особам кількість вкладників – 46,6 тис. осіб., внески – 71,6 млн. грн.)

Аналізуючи динаміку загальної кількості учасників (додаток Г), слід відмітити, що за майже 10 років функціонування системи НПЗ, кількість осіб, що користувалися послугами недержавних пенсійних фондів зростає більш ніж в 6 разів. Позитивні тенденції щодо зростання зберігалися практично впродовж всього періоду діяльності системи.

Провівши аналіз учасників системи НПЗ в розрізі статево-вікових категорій (Додаток Г, таблиця Г.1, Г.2), слід відмітити, що в динаміці кількість учасників збільшувалася протягом останніх років, окрім 2012 року, в якому відбулося незначне зменшення за рахунок скорочення кількості учасників старше 60 років більш ніж на 50%. Така ситуація є можливою тільки у випадку закінчення строку дії контракту, а саме: настання пенсійного віку та передачі коштів до страхової компанії для виплати довічної пенсії (що в Україні зустрічається достатньо рідко), або ж одноразової виплати накопичених коштів, чи у зв'язку із виплатою пенсії на визначений строк.

Також в 2012 році спостерігалось зменшення кількості осіб, що беруть участь у третьому рівні пенсійного забезпечення, у віці 50-60 років на 40%. Незначне зменшення, а саме на 23%, спостерігається серед учасників до

25 років. В той же час, в найбільш масштабній віковій категорії, згідно визначеного раніше розподілу, а саме вік від 25 до 50 років, кількість учасників зростає.

Зменшення на 1% кількості учасників за 2014 рік пояснюється складною економічною ситуацією в країні в останній рік. Таким чином, відбувся вихід певної кількості учасників на пенсію, перехід деякої їх частки із однієї вікової групи в іншу (незначне зменшення по учасникам у віці до 25 років на 10,8 тис. осіб, від 25 до 50 років на 10 тис. осіб, яке перекривається майже повністю зростанням по кількості осіб передпенсійного (+6,9 тисяч осіб) та пенсійного (+7,1 тис. осіб) віку).

Розглянемо більш детально вікову структуру учасників системи пенсійного забезпечення, яка існує на сьогодні.

На 31.12.2014 в розрізі вікових категорій (рисунок 2.4) кількість учасників розподілена наступним чином:

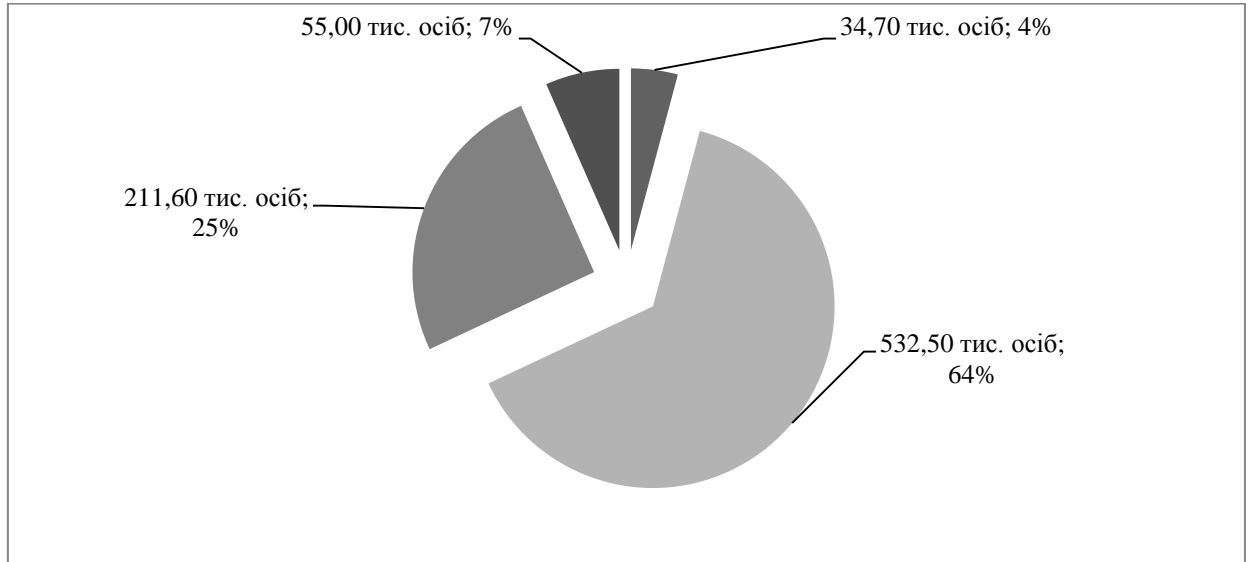


Рисунок 2.4 – Аналіз учасників системи недержавного пенсійного забезпечення у розрізі вікових категорій на 31.12.2014

Джерело: побудовано автором на основі [69]

– на осіб у віці до 25 років припадає близько 4% від загальної кількості учасників (34,7 тис. осіб);

– осіб у віці від 25 до 50 років, які є учасниками системи НПЗ, налічується 532,5 тис. осіб, що в відсотковому співвідношенні складає 64% від загальної кількості;

– у віці від 50 до 60 років 211,6 тис осіб, тобто близько 25%;

– особи старше 60 – 55 тис осіб, близько 7%.

Аналізуючи фактичну вікову структуру на кінець 2014 року, перш за все, слід відмітити велику частку осіб у віці 25 – 50 років. Саме така вікова структура дозволяє прогнозувати приріст пенсійних внесків та подальший розвиток системи НПЗ.

Таким чином, на сьогодні потенціал для збільшення кількості учасників є. Лише 13% від загальної кількості населення приймають участь у системі добровільного накопичувального пенсійного забезпечення. У віці до 25 років менше 1% населення є учасниками системи НПЗ.

Досліджуючи розвиток системи НПЗ, слід також звернути увагу на кількість компаній, що надають послуги страхування життя. На кінець 2014 року офіційно зареєстровані 52 страхові компанії, що пропонують такі страхові продукти. Проте відповідно до даних Ліги страхових організацій, послуги накопичувального пенсійного страхування активно надаються лише 20 страховими компаніями [160].

Аналізуючи ринок накопичувального пенсійного страхування слід звернути увагу на ТОП 10 компаній з пенсійного страхування: ПрАТ «СК «Aegon Life Ukraine», ПрАТ «УАСК «Аска Життя», ПрАТ «СК «PZU Україна Страхування життя», ПрАТ «СК «Блакитний Поліс», ТДВ «СК «Іллічівська», СГ «ТАС», ПрАТ «СК «Теком-життя», ТДВ «СК «Охорона-Життя», ПрАТ «СК «Оранта-Життя» та ПАТ «УСК «Гарант-Лайф». Саме на них припадає більше 90% всього ринку страхування життя.

Більшість клієнтів, які уклали договори накопичувального пенсійного страхування, а саме близько 85%, за експертними оцінками складають фізичні особи.

Аналізуючи кількість учасників – фізичних осіб, з якими страховими компаніями укладено договори страхування досягнення пенсійного віку, слід відмітити, що в цілому рівень поширення таких договорів серед населення є достатньо низьким, при цьому в останні роки спостерігається певне скорочення таких пенсійних програм. На кінець 2014 року (таблиця 2.2) близько 33 тисяч осіб беруть участь у пенсійних планах від страхових компаній (в порівнянні на кінець 2014 року кількість осіб, які накопичують кошти в недержавних пенсійних фондах складає 48,9 тис. осіб). Стосовно кількості укладених договорів, то тут слід говорити про наступні показники: щорічно кількість нових договорів страхування дожиття до визначеного договором пенсійного віку зростає, особливо тенденції до зростання спостерігалися в 2013 – 2014 роках (на 1143 та 981 договір відповідно).

Активним учасником ринку пенсійного страхування в останні роки стала компанія ПрАТ «СК «Aegon Life Ukraine» (ПрАТ «СК «Фідем Лайф» до 2012 року), яка протягом останніх років активно укладає договори страхування настання визначеного пенсійного віку та збільшує кількість учасників.

Суттєве значення на ринку даного виду страхування має ПрАТ «СК «Блакитний поліс», проте в останні роки збільшення кількості укладених договорів не відбувалося та спостерігалось зменшення кількості учасників даної компанії. ПрАТ «СК «Блакитний поліс» працює в сфері накопичувального пенсійного забезпечення понад 15 років та надає послуги накопичувального пенсійного страхування ДК «Укртрансгаз» НАК Нафтогаз України.

ПрАТ «УАСК «Аска Життя», хоча і займає на сьогодні перше місце по загальній кількості учасників, проте обсяги її діяльності поступово скорочуються, кількість укладених договорів невисока, а кількість учасників поступово зменшується.

Таблиця 2.2 – Динаміка кількості укладених договорів страхування досягнення пенсійного віку та кількості учасників за ними в 2011 – 2014 рр.

Страхова компанія	2011		2012		2013		2014	
	К-ть договорів страхування*	Кількість фізичних осіб**	К-ть договорів страхування*	Кількість фізичних осіб**	К-ть договорів страхування*	Кількість фізичних осіб**	К-ть договорів страхування*	Кількість фізичних осіб**
ПрАТ «СК «Aegon Life Ukraine» (ПрАТ «СК «Фідем Лайф» до 2012 р.)	891	1874	1134	1133	1069	2547	894	3328
ПрАТ «УАСК «АСКА-ЖИТТЯ»	3	59989	3	60711	1	27370	10	26045
ПрАТ «СК «PZU Україна Страхування життя»	27	5	29	7	66	44	46	46
ПАТ «СК «Блакитний поліс»	0	5320	0	4331	0	3699	0	3320
ПрАТ «СК «Теком-Життя»	2	114	0	101	2	57	2	52
ТДВ «СК «Іллічівська»	4	163	0	163	5	168	4	170
СГ «СК «ТАС» (приватне)	0	12	0	12	0	12	25	52
ТДВ «СК «Охорона-Життя»	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
ПрАТ «СК «Оранта-Життя»	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
ПАТ «УСК «Гарант-Лайф»	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Всього	36	65603	32	65325	1143	33897	981	33013

\*укладено протягом звітного періоду;

\*\*на кінець звітного періоду

Джерело: складено на основі даних [127]

Аналізуючи динаміку розвитку накопичувального пенсійного страхування життя, слід відмітити достатньо невисокий рівень охопленості населення такими страховими продуктами, рівень участі юридичних та фізичних осіб дещо нижчий, ніж по недержавних пенсійних фондах. Окрім того, існують проблеми з прозорістю ринку страхування життя, адже вимог до обов'язковості оприлюднення інформації про діяльність страхової компанії в частині накопичувального страхування життя не має, тому більшість показників, обов'язкових для НПФ, страховими компаніями не розраховується.

Отже, дослідивши сучасний стан застосування недержавних пенсійних програм в Україні, було визначено, що в Україні можливе застосування лише програм «з визначеною виплатою». Розгляд в ретроспективі розвитку накопичувальних рівнів пенсійної системи виявив, що період, з моменту ухвалення Закону України «Про НПЗ» і до теперішнього часу, можна умовно поділити на декілька етапів. Перший етап охоплює часовий період з 2004 по 2008 роки. Він характеризувався значним підвищенням всіх показників, а саме: кількість НПФ зростає вдвічі, зростає кількість адміністраторів, які обслуговують недержавні пенсійні фонди. В даний період відбувалося суттєве зростання кількості учасників фондів.

На наступному етапі (2008 – 2009 рр.) відбувалося стрімке розгортання фінансової кризи, що призвело до скорочення кількості НПФ, відбулося укрупнення недержавних пенсійних фондів, проте динаміка укладання пенсійних контрактів, кількості учасників залишалася позитивною.

Період з 2010 по 2011 роки характеризуються певним поживленням діяльності недержавних пенсійних фондів, проте вже з 2012 року і до теперішнього часу відмічаються негативні тенденції в діяльності недержавних пенсійних фондів.

## 2.2 Аналіз фінансових потоків системи НПЗ

Проаналізувавши детально кількісні аспекти діяльності НПФ, необхідно звернути увагу на якісний вираз показників розвитку системи, проаналізувати їх фінансові потоки.

Вивчаючи вхідні фінансові потоки фондів, слід розглянути в динаміці загальну суму пенсійних внесків, які на практиці є основним джерелом збільшення загальної вартості пенсійних активів.

Внески та загальні активи НПФ протягом всього періоду розвитку системи НПЗ зростають (рисунок 2.5). На кінець 2014 року загальні внески (накопичувальним підсумком з початку діяльності) становили 1808 млн. грн., а активи – 2469,2 млн. грн.

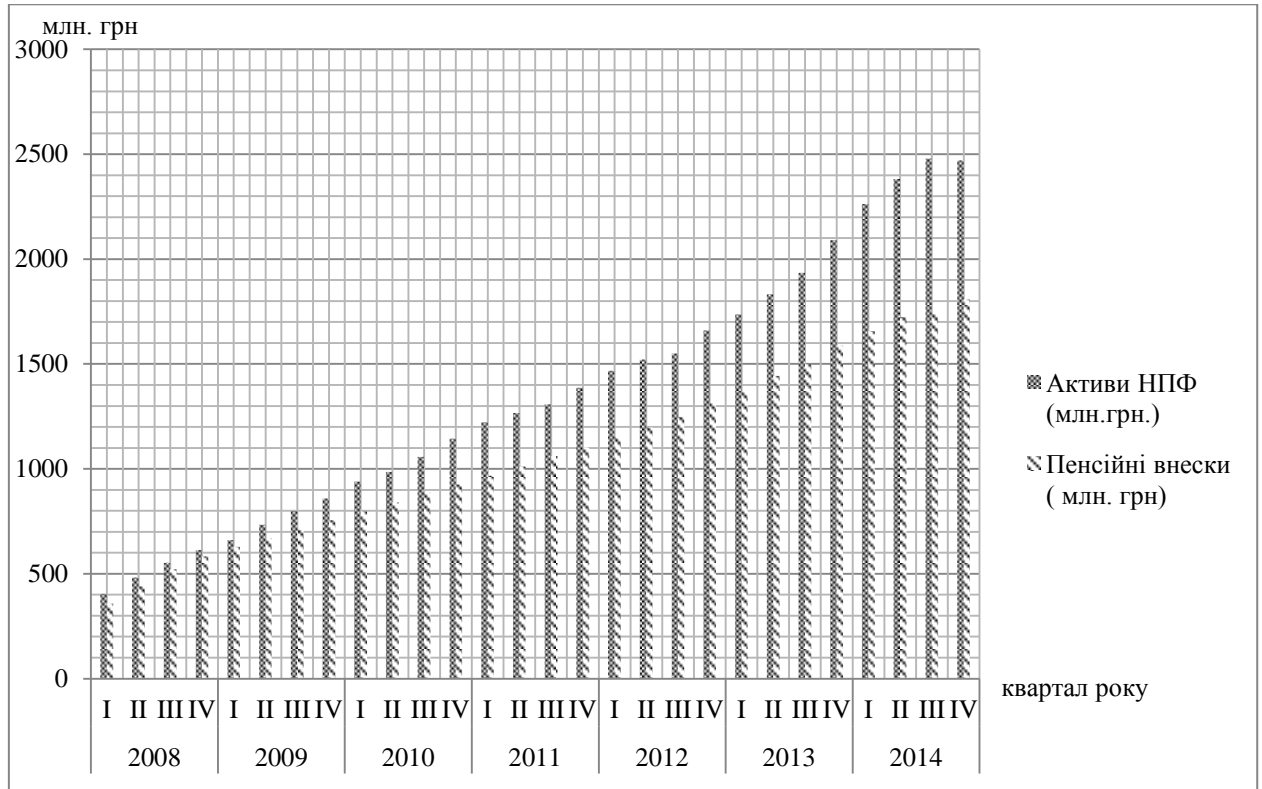


Рисунок 2.5 – Динаміка активів та пенсійних внесків за 2008 – 2014 рр. млн.грн.

Джерело: складено автором на основі [122, 123]

За останні роки активи недержавних пенсійних фондів зросли в декілька разів, і, на сьогодні, вони складають 2469,2 млн. грн., їх приріст коливається в межах 15 – 20% щорічно (Додаток Д, таблиця Д.1).

Слід відмітити, що близько 90% всіх активів зосереджені у 11 достатньо великих (із загальною вартістю активів більше 25 млн. грн.) недержавних пенсійних фондах (таблиця 2.2).

Найбільшим за обсягом активів (чиста вартість активів) є Корпоративний недержавний пенсійний фонд «Національного банку України». На нього припадає близько 65 % всіх активів. На

НТ «НКПФ ВАТ «Укресімбанк» припадає близько 5% вартості активів. На третій позиції знаходиться ВНПФ «Емерит–Україна» – 4% від загальної вартості активів.

Таблиця 2.2 – Чиста вартість активів найбільших недержавних пенсійних фондів на 31.12.2014

№ з/п	Недержавний пенсійний фонд	Чиста вартість активів, млн. грн	Питома вага, %
1	КНПФ Національного банку України	1 612,20	65,29
2	НТ «НКПФ ВАТ «Укресімбанк»	112,30	4,55
3	ВНПФ «Емерит–Україна»	97,90	3,96
4	ППФ «Незалежної галузевої професійної спілки енергетиків України»	80,80	3,27
5	НП «ВНПФ «Перший національний відкритий пенсійний фонд»	77,70	3,15
6	ВПФ «ПриватФонд»	52,40	2,12
7	ВНПФ «Україна»	48,70	1,97
8	НПФ «Фармацевтичний»	45,20	1,83
9	НПФ «Всі»	36,80	1,49
10	ВПФ «ОТП Пенсія»	29,80	1,21
11	ВНПФ «Причетність»	28,60	1,16
Всього		2 222,40	90,00
Загальна вартість активів НПФ		2 469,20	

Джерело: складено автором на основі [37]

Поряд з розрахунком та аналізом чистої вартості активів (ЧВА) недержавні пенсійні фонди проводять аналіз динаміки чистої вартості одиниці пенсійних активів.

Одиниця пенсійних активів є основним показником системи персоніфікованого обліку. Він застосовується для визначення суми пенсійних коштів, що належать учасникові пенсійного фонду та обліковується на індивідуальному пенсійному рахунку в пенсійному фонді.

Чиста вартість одиниці пенсійних активів – розрахункова вартість одиниці пенсійних активів, що обраховується шляхом ділення ЧВА на



загальну кількість одиниць пенсійних активів на день підрахунку. Чиста вартість одиниці пенсійних активів (ЧВО) обчислюється у розрізі сум коштів учасників НПЗ та учасників накопичувальної системи пенсійного страхування у порядку, встановленому Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Чиста вартість одиниці пенсійних активів на дату надходження першого внеску до пенсійного фонду встановлюється у розмірі 1 гривня.

Розрахунок ЧВО проводиться станом на початок кожного дня, протягом якого до фонду зараховуються пенсійні внески чи здійснюються пенсійні виплати.

Розрахунок чистої вартості одиниці на практиці здійснюється за формулою 2.2.

$$\text{ЧВО}_1 = \text{ЧВА}_0 / \text{кОПА}_1 \quad (2.2)$$

де  $\text{ЧВО}_1$  – чиста вартість одиниці пенсійних активів на початок дня здійснення розрахунків;

$\text{кОПА}_1$  – кількість одиниці пенсійних активів на початок дня здійснення розрахунків;

$\text{ЧВА}_0$  – чиста вартість активів на кінець дня, що передує дню здійснення розрахунків.

Таким чином, зміна даного показника фактично показуватиме ефективність діяльності недержавних пенсійних фондів, прибутковість їх інвестиційної діяльності.

Динаміка ЧВО по 11 досліджуваних фондах, починаючи з 2008 по 2014 рік, тобто за останні 6 років, наведена в таблиці 2.3.

Як видно з таблиці 2.3, найбільш ефективно свою діяльність провадять декілька фондів. КНПФ НБУ за 6 років показав найбільшу прибутковість, збільшивши за цей період ЧВО більше ніж втричі. Проте 2013 та 2014 роки були менш успішними (приріст ЧВО за рік 14,96% та

12,7% відповідно), що пов'язано із економічною ситуацією в Україні та проблемною структурою інвестиційного портфелю. ВПФ «Приватфонд» за 6 років збільшив вартість активів в 2,5 рази, проте аналогічно, як і КНПФ НБУ, два останні роки темпи приросту чистої вартості одиниці пенсійних активів дещо уповільнилися.

Таблиця 2.3 – Динаміка показника чистої вартості одиниці пенсійних активів найбільших НПФ

Недержавний пенсійний фонд	Дата							Г <sub>пр</sub> ,%		
	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	2014/2013	2013/2012	2014/2008
КНПФ Національного банку України	1,17	1,53	1,96	2,33	2,74	3,15	3,55	12,70	14,96	303,42
НТ «НКПФ ВАТ «Укресімбанк»	0,91	1,13	1,36	1,47	1,65	1,91	2,09	9,42	15,76	229,67
ВНПФ «Емерит-Україна»	1,06	1,33	1,64	1,75	1,95	2,18	2,67	22,48	11,79	251,89
ППФ Незалежної галузевої професійної спілки енергетиків України	1,21	1,19	1,23	1,23	1,24	1,34	1,47	9,70	8,06	121,49
ВНПФ «Україна»	0,88	1,06	1,23	1,31	1,35	1,49	1,59	6,71	10,37	180,68
ВПФ «ПриватФонд»	1,83	2,05	2,35	2,68	3	3,38	4,25	25,74	12,67	232,24
НП «ВНПФ «Перший національний відкритий пенсійний фонд»	1,22	1,26	1,47	1,66	1,74	1,57	1,5	-4,46	-9,77	122,95
НПФ «Фармацевтичний»	0,96	1,28	1,44	1,27	1,35	1,51	1,71	13,25	11,85	178,13
НПФ «Всі»	1,43	1,79	2,18	2,02	1,94	1,63	2,45	50,31	-15,98	171,33
ВПФ «ОТП Пенсія»	1	1,02	1,13	1,25	1,42	1,68	2,17	29,17	18,31	217,00
ВНПФ «Причетність»	0,81	0,98	1,08	1,22	1,3	1,42	1,97	38,73	9,23	243,21

Джерело: складено автором на основі даних [37]

Слід відмітити ВНПФ «Причетність», який впевнено та стабільно нарощує ЧВО протягом всього часу, а в останній рік взагалі мав приріст ЧВО близько 39%.

ВНПФ «ОТП Пенсія», ВПФ «Приватфонд», ВНПФ «Емерит Україна» в довгостроковому і короткостроковому періоді показали високі показники прибутковості.

НПФ «Всі», який за результатами 2013 року отримав збитки та зменшив ЧВО більше ніж на 4%, за рік повністю змінив структуру інвестиційного портфелю та в 2014 показав приріст на рівні більше ніж 50% на рік.

ВНПФ «Перший національний відкритий пенсійний фонд» на сьогодні фактично зазнає збитків, і, як результат, спостерігається зменшення кількості учасників та загальної вартості активів.

Наступною, не менш важливою складовою вхідного фінансового потоку, є прибуток від інвестування активів НПФ (рис 2.6). В цілому по системі недержавного пенсійного забезпечення щорічно спостерігається позитивне значення даного показника. Проте в динаміці даний показник характеризується значною волатильністю, особливо в періоди економічної та політичної нестабільності в країні, коли всі показники економічного розвитку показують негативні тенденції.

Така динаміка свідчить не тільки про кризові прояви в економіці, а і про недостатньо ефективне управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів, низьку дохідність інвестиційної діяльності, невчасне реагування компаній, які управляють активами, на негативні прогнози економічного розвитку.

Складовими вихідного фінансового потоку є витрати на обслуговування фонду та пенсійні виплати (рис 2.7).

Розглядаючи обсяг витрат фонду на обслуговування, які відшкодовуються за рахунок пенсійних активів (додаток Д таблиця Д.1 та рис. 2.7), слід відмітити, що з кожним роком даний показник зростає. Це пов'язано з методикою розрахунку граничного розміру тарифу (максимальний відсоток встановлюється виходячи із вартості активів, які знаходяться в управлінні фонду, та не залежить від результативності інвестиційної діяльності).

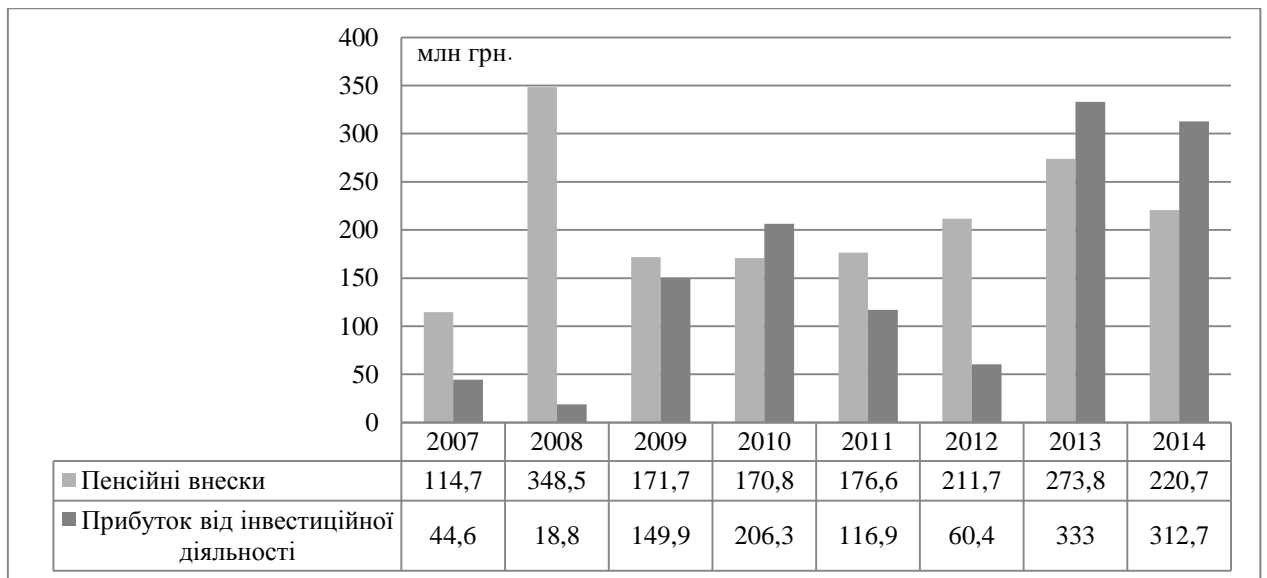


Рисунок 2.6 – Динаміка пенсійних внесків та прибутку від інвестиційної діяльності в 2007 – 2014 рр. млн. грн.

Джерело: складено автором [123, 122]

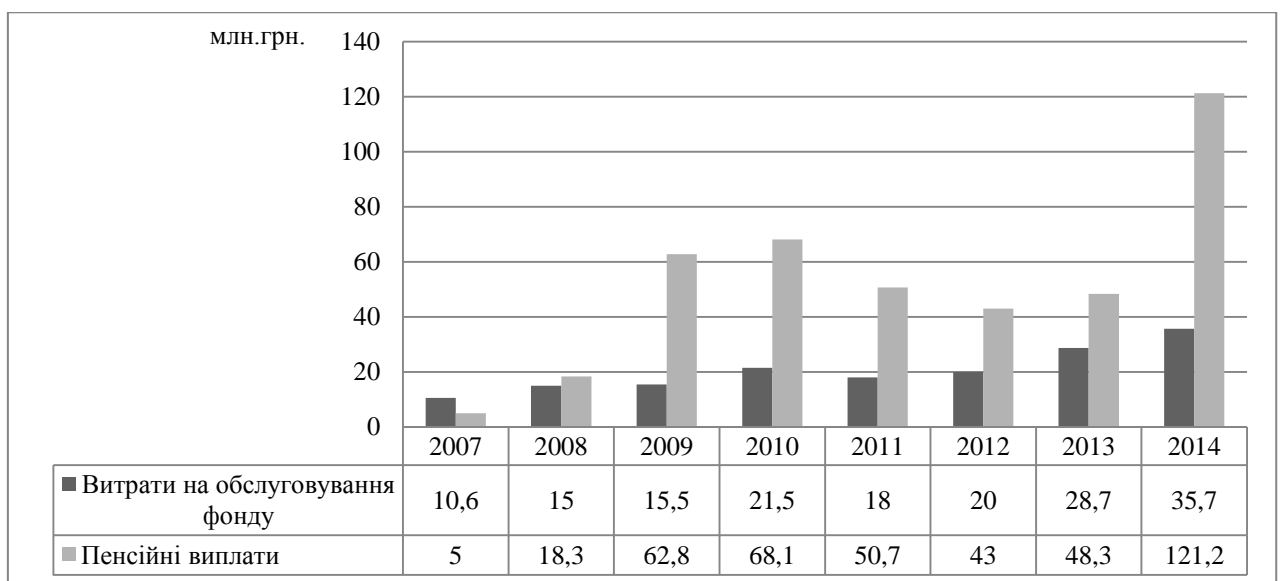


Рисунок 2.7 – Динаміка витрат на обслуговування фонду та пенсійних виплат у 2007 – 2014 рр., млн. грн.

Джерело: Складено автором [123, 122]

Як видно із таблиці, протягом аналізованого періоду відсоток витрат на обслуговування діяльності недержавних пенсійних фондів знаходиться в межах законодавчо визначених норм. Відповідно до Розпорядження Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків

фінансових послуг від 04.12.2012 № 2541, даний показник не повинен перевищувати 7% від річної вартості активів НПФ. В динаміці ми спостерігаємо незначне зростання даного відсотка та наближення його до граничного значення. Слід зазначити, що законодавством України обмежено не лише відсоток загальних витрат на обслуговування, а і, окремо, обмежується граничний розмір винагороди КУА, адміністратору та зберігачу. На сьогодні винагорода адміністратору призначається з розрахунку певних відсотків від сум, що надходять в НПФ. Обсяг такої винагороди обмежується нормативними документами НКДРРФП: максимум 6% від суми пенсійних внесків – для відкритого НПФ; максимум 5% від суми пенсійних внесків – для корпоративного і професійного НПФ. Загальний розмір винагороди, сплаченої протягом року за рахунок пенсійних активів зберігачу, не може перевищувати 0,5% від середньорічної вартості активів даного фонду, які знаходяться на його зберіганні.

Досліджуючи напрямки витрачання коштів на обслуговування (таблиця Д.2 Додаток Д), слід відмітити, що найбільша частка належить витратам на винагороду за надані послуги з управління активами НПФ, а саме 78% загальної вартості таких витрат, та має тенденцією до зростання щороку.

Близько 22% витрат припадає на оплату послуг з адміністрування недержавного пенсійного фонду, при цьому питома вага у загальній структурі витрат зростає протягом трьох останніх років.

Наступною, не менш важливою складовою фінансового потоку, є виплати учасникам.

Протягом всього періоду діяльності НПФ в повному обсязі і вчасно виконувало всі свої зобов'язання, виплатило кошти учасникам [45]. На кінець 2014 року кількість учасників, які отримали або отримують пенсійні виплати, налічувала більше 75 тисяч осіб.

Недержавні пенсійні фонди застосовують різноманітні схеми пенсійних виплат. На здійснені одноразові виплати припадає більше 90 %,

решта – виплати на визначений строк. Проте сьогодні лише невелика кількість учасників, які досягли пенсійного віку, мають на своєму індивідуальному пенсійному рахунку суму коштів, що необхідна для виплати половини розміру прожиткового мінімуму для непрацевдатних осіб протягом 10 років. Ця сума складала на 2014 рік близько 50 тисяч грн., тому переважна більшість учасників отримують всю суму одноразово. Про це також свідчить і динаміка одноразових виплат та пенсій на визначений строк, згідно з якою кількість пенсій на визначений строк поступово зростає у загальній структурі з кожним роком.

Аналіз динаміки пенсійних виплат в розрізі їх видів за останні роки діяльності наведено в таблиці 2.4.

Таблиця 2.4 – Аналіз динаміки пенсійних виплат, 2009 – 2014 рр., млн. грн.

Показник	Рік						Т <sub>пр</sub>		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014/ 2013	2013/ 2012	2014/ 2009
Пенсійні виплати	90,1	158,2	208,9	251,9	300,2	421,4	40,37%	19,17%	367,70%
одноразові	88	156,1	203,1	240,8	279,6	384,6	37,55%	16,11%	337,05%
на визначений строк	1,2	2,1	5,8	11,1	20,6	36,8	78,64%	85,59%	2966,67%

Джерело: складено автором на основі [122, 123]

Слід відмітити, що в цілому система недержавного пенсійного забезпечення знаходиться в стані розвитку, про що свідчить динаміка чистого фінансового потоку (табл. 2.5). Проте, у зв'язку із економічною та політичною нестабільністю, яка спостерігається в Україні з 2008 року, розміри його не мають стабільної тенденції до зростання та характеризуються значною волатильністю.

Таблиця 2.5 – Динаміка вхідних та вихідних фінансових потоків в 2007 – 2014 рр., млн.грн.

Показник	Рік								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Вхідний фінансовий потік	–	159,3	367,3	321,6	377,1	293,5	272,1	606,8	533,4
Пенсійні внески*	119,7	234,4	582,9	754,6	925,4	1102,0	1313,7	1587,5	1808,2
у т. ч. за період	–	114,7	348,5	171,7	170,8	176,6	211,7	273,8	220,7
Прибуток від інвестиційної діяльності	23,4	68,0	86,8	236,7	443,0	559,9	620,3	953,3	1266,0
у т. ч. за період	–	44,6	18,8	149,9	206,3	116,9	60,4	333,0	312,7
Загальні активи в системі НПЗ ( на кінець періоду)	137,0	280,7	612,2	857,9	1144,3	1386,9	1660,1	2089,8	2469,2
Вихідний фінансовий потік	–	15,6	33,3	78,3	89,6	68,7	63,0	77,0	156,9
Пенсійні виплати *	4,0	9,0	27,3	90,1	158,2	208,9	251,9	300,2	421,4
у т. ч. за період	–	5,0	18,3	62,8	68,1	50,7	43,0	48,3	121,2
Витрати на обслуговування фонду	6,0	16,6	31,6	47,1	68,6	86,6	106,6	135,3	171,0
у т. ч. за період	–	10,6	15,0	15,5	21,5	18,0	20,0	28,7	35,7

\*накопичувальним підсумком з початку діяльності

Джерело: розраховано автором

Для порівняння варто розглянути динаміку основних показників діяльності страхових компаній, які надають послуги в сфері накопичувального страхування життя, у тому числі пенсійного страхування. Аналізуючи вартість внесків (страхових премій) за договорами страхування досягнення визначеного пенсійного віку та вартості страхових виплат (таблиця 2.6), слід відмітити поступове зростання вартості премій та збільшення кількості виплат.

На кінець 2014 року вартість страхових премій за договорами даного типу становила 23 млн. грн., виплати – 10 млн. грн. (для порівняння внески до недержавних пенсійних фондів на 31.12.2014 року становили 1808,2 млн. грн., пенсійні виплати – 421,4 млн. грн.)

При цьому в останні роки, незважаючи на кризові явища в економіці, значного скорочення пенсійних програм, які пропонуються страховими компаніями, не відбувалося.

Таблиця 2.6 – Динаміка вартості страхових премій та страхових виплат за договорами страхування по досягненню визначеного договором пенсійного віку, 2011 – 2014 роки, тис. грн.

Страхова компанія	2011		2012		2013		2014	
	Страхові премії	Страхові виплати	Страхові премії	Страхові виплати	Страхові премії	Страхові виплати	Страхові премії	Страхові виплати
ПрАТ «СК «Aegon Life Ukraine» (ПрАТ «СК «Фідем Лайф» до 2012 р.)	7547	127	105427	199	13 076	383	14 040	88
ПрАТ «УАСК «АСКА-ЖИТТЯ»	1875	5069	3042	17	4195	34	4063	61
ПрАТ «СК «PZU Україна Страхування життя»	2411	2411	2620	0	2903	0	3880	1
ПАТ «СК «Блакитний поліс»	4038	10883	2301	10677	1799	8430	1464	10091
ПрАТ «СК «Теком-Життя»	371	13	445	22	413	0	142	0
ТДВ «СК «Іллічівська»	197	179	199	9	204	0	150	14
СГ «СК «ТАС» (приватне)	16	269	15	1	15	1	148	1
ТДВ «СК «Охорона-Життя»	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
ПрАТ «СК «Оранта-Життя»	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
ПАТ «УСК «Гарант-Лайф»	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Всього	16455	18950	19164	10925	22606	8848	23887	10256

Джерело: складено на основі [127]

Розглядаючи ефективність діяльності страхових компаній, а саме розмір інвестиційного доходу, на який за результатами діяльності компанія збільшувала суму внесених коштів, то в середньому показники були прийнятними в останні 7 років в більшості страхових компаній, хоча і нижчими, ніж за результатами діяльності найбільших НПФ. Стабільними та ефективними є сьогодні накопичувальні пенсійні схеми в трьох компаніях: ПрАТ «СК «Aegon Life Ukraine», ПрАТ «УАСК «АСКА-ЖИТТЯ» та ПрАТ «СК «PZU Україна Страхування життя». Динаміка їх інвестиційного доходу наведена в таблиці 2.7.



Таблиця 2.7 – Динаміка інвестиційного доходу за договорами страхування дожиття, укладених в національній валюті

Страхова компанія	Рік						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ПрАТ «СК «Aegon Life Ukraine» (ПрАТ «СК «Фідем Лайф» до 2012 р.)	14,8	15,1	18,7	17,3	20,2	19,3	19,8
ПрАТ «УАСК «АСКА-ЖИТТЯ»	13	13	13	15	17	22	22
ПрАТ «СК «PZU Україна Страхування життя»	15,3	18,9	14,4	13	18,49	18,33	19,61
ПрАТ «СК «Оранта-Життя»	14,6	14	14	14	14	н/д	н/д
ПАТ «УСК «Гарант-Лайф»	11,4	20,4	16,8	16,1	16,1	н/д	н/д

Джерело: складено на основі даних [127]

Із 10 досліджуваних компаній, тільки 6 публікують на сайтах результати своєї діяльності. Це доводить, що надання послуг з накопичувального пенсійного забезпечення страховими компаніями призводить до зниження прозорості ринку та вказує на необхідність розробки єдиних підходів до діяльності, обліку та звітності для всіх суб'єктів, що надають послуги в системі НПЗ.

Таким чином, обсяги фінансових потоків та діяльність недержавних пенсійних фондів в динаміці характеризується нестабільністю, що в більшій мірі пояснюється економічною ситуацією та низькою доходністю інвестиційної діяльності.

### 2.3 Особливості інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів

Розглядаючи особливості інвестиційної діяльності, слід відмітити, що вона регламентується законодавством України досить жорстко, зокрема, прийнято ряд нормативних документів, які не тільки визначають загальні

положення діяльності суб'єктів в системі НПЗ, а й містять певні обмеження стосовно напрямків інвестування пенсійних активів та певних норм прибутковості таких вкладень.

Як уже зазначалося раніше, напрямки вкладання пенсійних активів значно обмежені діючим законодавством. НКДРРФП розробила «Положення про інвестиційну декларацію недержавного пенсійного фонду», яка визначає інвестиційну політику НПФ, відображає основні напрямки інвестування пенсійних активів, а також містить обмеження щодо розміщення пенсійних активів, установлених у межах загальних законодавчих обмежень та вимог до інвестиційної діяльності НПФ.

Аналізуючи структуру інвестиційних активів НПФ, варто зазначити, що (рисунок 2.8) найбільша частка в пенсійних активах НПФ на 31.12.14 р. припадає на активи, розміщені на депозитних рахунках банків – 38,53% від загальної суми активів. Близько 27,52% загальної суми пенсійних активів припадає на облігації вітчизняних підприємств, 10,63% вкладено в акції Українських емітентів, 15,30% активів розміщено в цінних паперах, дохід за якими гарантовано КМУ. В об'єктах нерухомості розміщено 2,83% від загальної вартості активів, по 0,59% та 2,79% в банківських металах та в дебіторській заборгованості, 1,05 % в активах, які не заборонені законодавством, 0,66% активів зберігається на поточних рахунках для забезпечення системи коштами для здійснення фондом поточної діяльності. Структура інвестиційного портфелю з 2009 по 2014 роки наведена в додатку Е.

Провівши порівняння інвестиційних портфелів найбільших недержавних пенсійних фондів, слід відмітити, що недержавні пенсійні фонди в Україні застосовують переважно пасивну інвестиційну стратегію, не здійснюють активний пошук більш прибуткових інструментів (Додаток Ж).

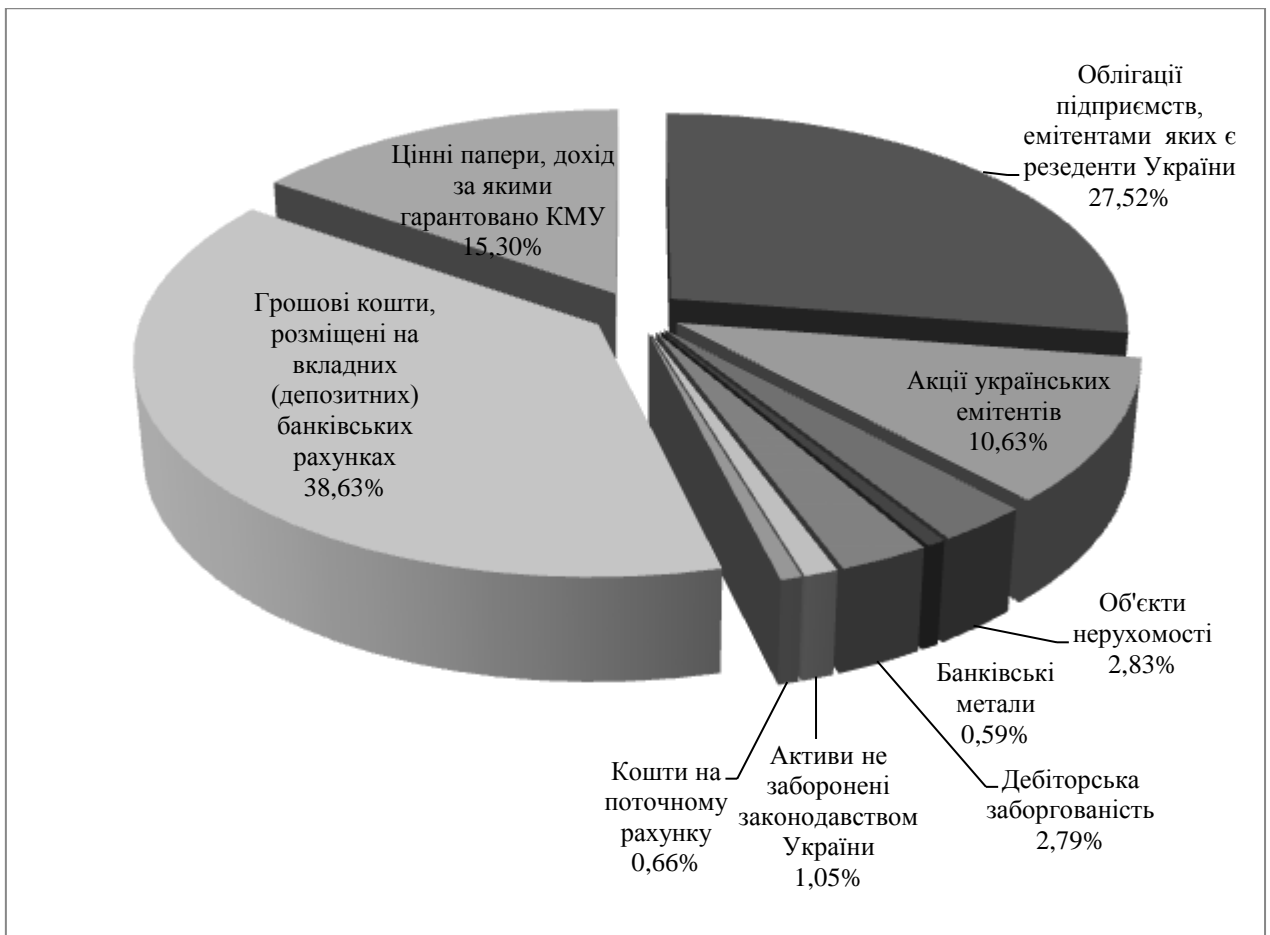


Рисунок 2.8 – Структура активів по системі недержавного пенсійного забезпечення на 31.12.2014

Джерело: [ 162]

Виходячи із вищезазначеного, необхідно детально дослідити дозволені в Україні об'єкти для інвестування активів НПФ, оцінити ефективність таких вкладень. Традиційним інструментом українського фінансового ринку для вкладання пенсійних активів стали банківські депозити. Це обумовлено їх достатньо високим рівнем доходності та ліквідності.

В розвинутих країнах частка пенсійних активів, розміщених на депозитах банків не перевищує 6 – 7% в загальній структурі інвестиційного портфелю, в Україні даний показник складає 38,63%. В закордонній практиці найчастіше розміщення активів на банківських депозитних рахунках здійснюються з метою забезпечення фінансування поточних

зобов'язань пенсійного фонду, та витрат, що виникають в результаті непередбачених (форс-мажорних) обставин. Розміщення активів на банківських депозитах є інвестиційно привабливим в роки економічної нестабільності (за умови стійкості банківської системи), адже банківські депозити гарантують відносно стабільний фіксований рівень доходу. Проте в роки підйому та стабільного розвитку економіки розміщення значної частки коштів на депозитах не доцільне. В Україні ставка за депозитами є відносно прийнятною, що визначає даний напрямок вкладання пенсійних активів як інвестиційно привабливий.

Так, на березень 2015 року за даними НБУ середньозважена ставка за депозитами для юридичних осіб, строком вкладення до 1 року, складає близько 11,7 % річних, на строк до 2 років – 10,6% (рисунок 2.9), що є достатньо низьким показником. Проте, як видно з діаграми, в динаміці даний показник є нестабільним та чутливим до економічних, політичних та соціальних чинників.

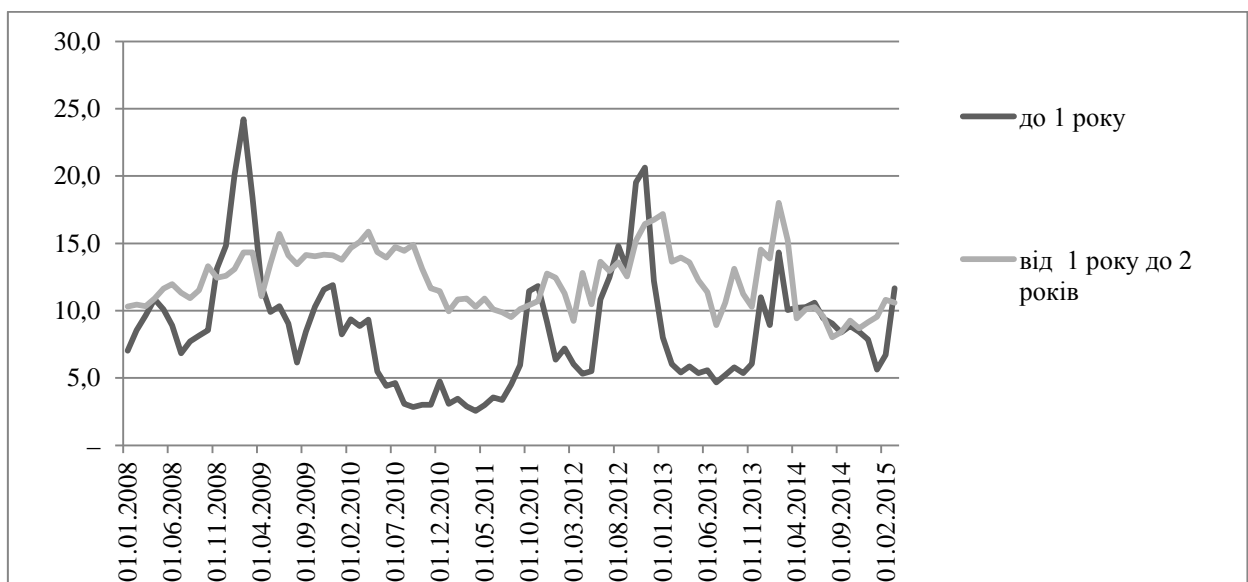


Рисунок 2.9 – Динаміка середньозважених відсоткових ставок за депозитами національній валюті для юридичних осіб на строк менше одного року та від 1 до 2 років

Джерело: побудовано на основі [175]

Середньозважені ставки за валютними депозитами, строком вкладення на 1 рік, на березень 2015 року складають близько 4% (рисунок 2.10). Для депозитів, строком вкладення до 2 років, ставка складає 6%.

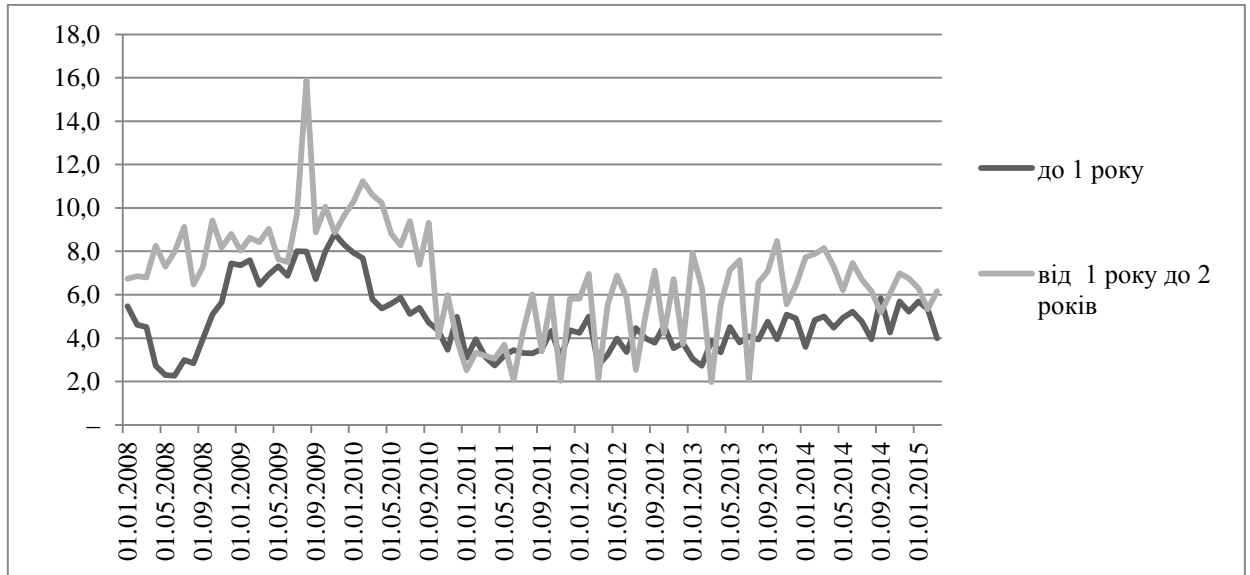


Рисунок 2.10 – Динаміка середньозважених відсоткових ставок за депозитами іноземній валюті для юридичних осіб на строк до 1 року та від 1 до 2 років

Джерело: побудовано на основі [175]

В динаміці спостерігається значна волатильність середньозважених відсоткових ставок.

Якщо розглядати вклади на більш короткий термін, діапазон та частота коливання є більш значними за всіма видами валют, що пов'язано із чутливістю даного фінансового інструменту до економічної нестабільності в світі та в країні. Незважаючи на це, банківські депозити є достатньо перспективним фінансовим інструментом з точки зору їх включення в інвестиційний портфель НПФ. Ставка за депозитами стабільна, зазвичай на рівні середньої доходності фінансових інструментів на фінансовому ринку. Проте він має певні недоліки, які пов'язані із неплатоспроможністю та ліквідацією банків, що спостерігається останнім часом. Відсоток за

банківським депозитом є чутливим до системних банківських та загальноекономічних фінансових ризиків, знецінення грошової одиниці.

Окрім того, достатньо складним та витратним є дострокове вилучення банківського депозиту у разі прогнозованого погіршення фінансового стану банку чи значних інфляційних очікувань. Ще одним суттєвим недоліком є включення до договорів на відкриття депозитних рахунків більшості банків пункту про можливість зниження ставок за депозитам у випадку зниження облікової ставки НБУ. В разі підвищення облікової ставки НБУ відсоток за вже відкритим депозитом не зміниться.

Облігації вітчизняних підприємств є наступним за обсягами фінансовим інструментом в портфелі НПФ. Коли мова йде про облігації підприємств, емітентам яких є резиденти України, найчастіше маються на увазі корпоративні облігації.

З метою успішного аналізу даного фінансового інструменту, як можливого напрямку інвестування пенсійних коштів, слід розглянути специфіку його функціонування в українських реаліях.

Для підприємства (емітента) даний інструмент є досить привабливим, адже кошти залучаються під певний процент (який нижчий за відсоткову ставку по кредитах) та на визначений період часу. Проте емітувати облігації можуть лише фінансово стійкі підприємства, які мають достатньо високий кредитний рейтинг та відомі на фінансових ринках, де планується розміщення цінних паперів. Крім того, для розміщення облігацій на ринку серед інвесторів, процентні ставки мають бути достатньо передбачуваними та не мати занадто високих темпів зростання.

За облігаціями періодично сплачується купонний процент, який був раніше визначений в договорі про емісію. Строк погашення облігацій українських підприємств, які є на сьогодні на фінансовому ринку, коливається переважно від 3 – 5 до 10 років. Ще однією позитивною рисою даного виду цінних паперів є те, що вони не можуть бути емітовані з метою покриття збитків від господарської діяльності.

Що стосується привабливості корпоративних облігацій для інвестора, то вони є менш ризиковими ніж акції, термін погашення по них та прибуток є визначеним. Крім того, корпоративні облігації є високоліквідним фінансовим активом, і, за винятком періодів економічної нестабільності, він може бути швидко реалізованим навіть до настання терміну його погашення [55].

Ретроспективний аналіз ринку корпоративних облігацій показав, що з 2007 до середини 2008 року облігації підприємств були одним із поширених фінансових активів на ринку цінних паперів України. Це стосувалося як первинного розміщення, так і обсягів торгів облігаціями на фондовому ринку України. В даний період відмічаються значні обсяги емісії підприємствами облігацій, що пояснюється стабільною фінансовою ситуацією в країні, зростанням прибутків підприємств, потребою в фінансових ресурсах для розширення діяльності. В той же час, зважаючи на практичну відсутність банкрутств підприємств, даний фінансовий інструмент був привабливим і для інвесторів, як один із найбільш прибуткових та, в умовах того часу, достатньо стабільним.

Проте вже з 3 кварталу 2008 року спостерігалось значне погіршення ситуації. На тлі прояву кризових явищ в економіці, відбулося падіння торгівельної активності. Це спричинило масове пред'явлення їх до довгострокового погашення та стало передумовою банкрутства підприємств-емітентів. Кількість нових розміщень різко знизилася через відсутність реального попиту на фінансовому ринку [17].

В 2009 – 2010 рр. спостерігалось різке падіння обсягів їх емісії, а за вже випущеними цінними паперами неплатоспроможні підприємства відмовлялися від виплати зобов'язань.

На той момент, у розпал фінансової кризи, в облігації українських підприємств було інвестовано близько 10% від загальної вартості активів НПФ [116].

Із початку 2011 року спостерігалось поживлення на ринку облігацій, зростали обсяги торгів, відновилася їх емісія. Наприкінці 2012 року корпоративні облігації становили близько 36% від загального первинного розміщення на фондовому ринку.

Економіко-політична нестабільність починаючи з останнього кварталу 2013 року і до сьогодні негативно відбиваються на дохідності підприємств, і, як результат, на інвестиційній привабливості їх цінних паперів.

Дохідність облігацій вітчизняних підприємств в 2008 – 2014 роках суттєво коливалась. Скориставшись даними індексу корпоративних облігацій KINBOND, розрахованого компанією КІНТО, було досліджено динаміку дохідності корпоративних облігацій в порівнянні з інфляцією відповідного періоду (рис. 2.11).

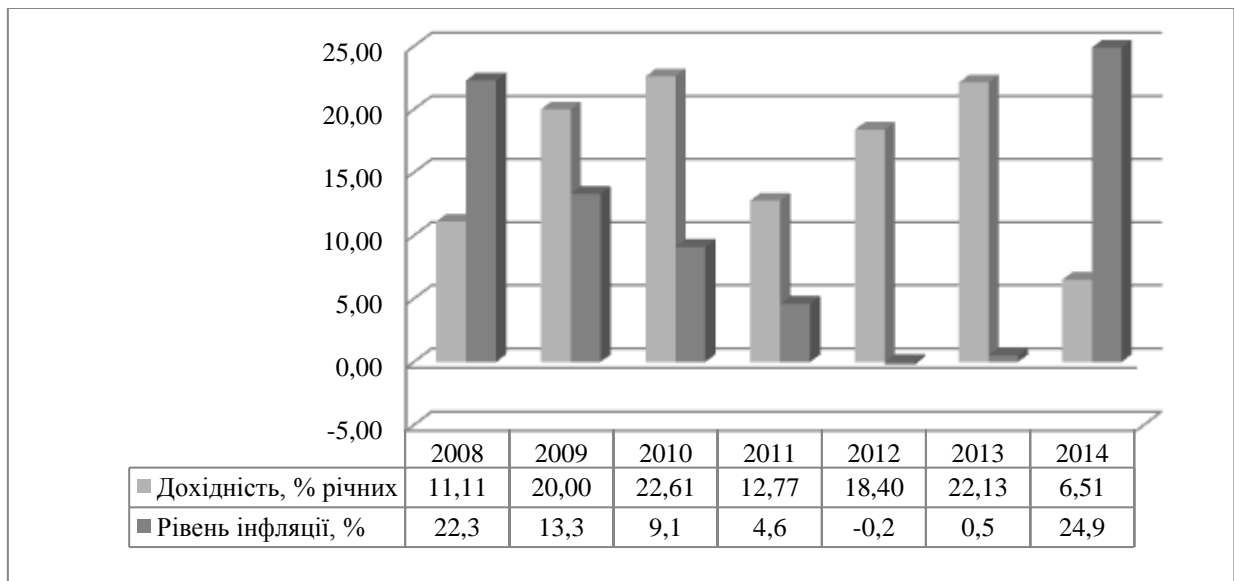


Рисунок 2.11 – Динаміка дохідності корпоративних облігацій в порівнянні з рівнем інфляції в 2008 – 2014 рр., % річних

Джерело: складено автором на основі [158]

Дохідність корпоративних облігацій коливається в рамках від 6,5% до 22,61% річних, в залежності від стабільності фінансового ринку та економіки в цілому.



Отже, облігації вітчизняних підприємств сьогодні займають незначну частку від загального обсягу цінних паперів, які обертаються на фондовому ринку України. Основною причиною цього є недовіра інвесторів, високий рівень ризику та низька платоспроможність, збитковість діяльності вітчизняних підприємств. Проте дохідність за даним інструментом, як правило, є на рівні середньоринкової, а в роки економічного підйому – високою.

Акції українських підприємств є наступним за обсягом інвестиційним активом в портфелі цінних паперів НПФ. Даний напрямок інвестування пенсійних коштів є найбільш дискусійним. Більшість політиків, науковців та аналітиків даний актив вважають неприйнятним до включення в портфель інвестицій недержавних пенсійних фондів, виходячи з їх високої ризиковості.

На дохідність акцій значно впливає загальна економічна ситуація в країні, тенденції розвитку певних галузей економіки.

З метою дослідження загальної динаміки вартості акцій на ринку цінних паперів було розраховано середньозважений показник індексів двох фондових бірж України ПФТС та UX (рисунок 2.12). В динаміці спостерігаються значні проблеми в діяльності підприємств, акції яких становлять індексну корзину. Значні коливання та спад спостерігається в 2008 році та в 2012 – 2013 рр. В 2014 році відмічається незначне поживавлення торгів на ринку та зростання індексів бірж.

Загальна дохідність вітчизняних акцій в річному виразі розрахована виходячи із даних індексів ПФТС та UX (рисунок 2.13).

Незважаючи на вищезазначене, виключати даний фінансовий актив з портфелю інвестицій не доцільно. При активній інвестиційній стратегії та при ретельному відслідковування тенденцій фінансового ринку даний фінансовий інструмент може забезпечувати значну прибутковість, а за умови достатнього рівня диверсифікації портфелю, ризик знецінення акцій буде нівелюватися.

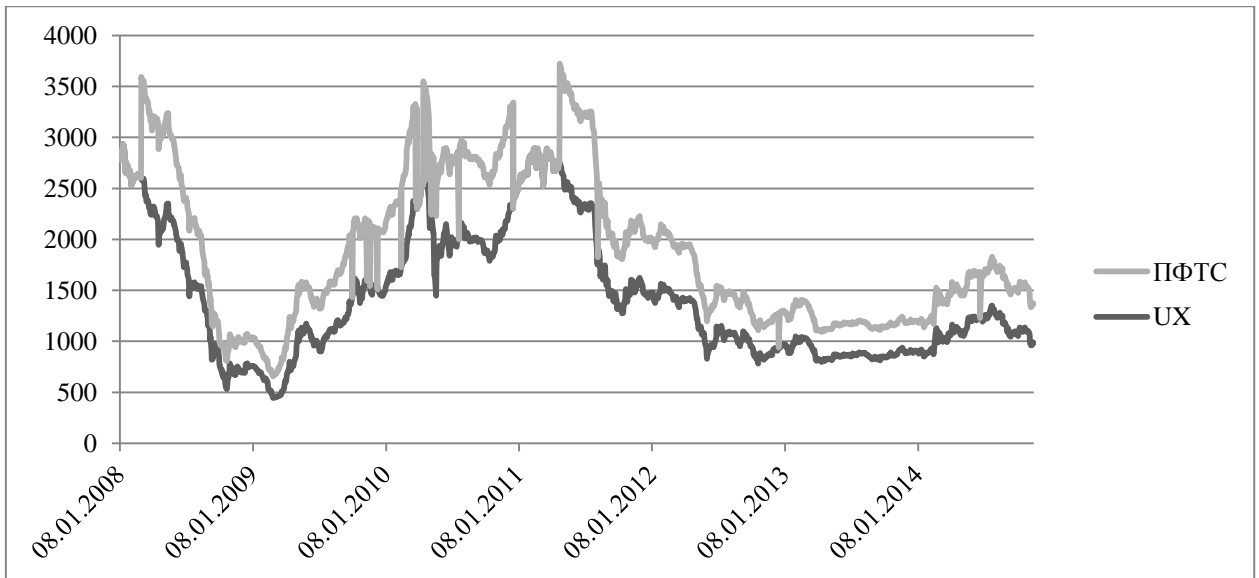


Рисунок 2.12– Динаміка індексу ПФТС та УХ  
за період з 2008 по 2014 рік

Джерело: дані [52, 56]

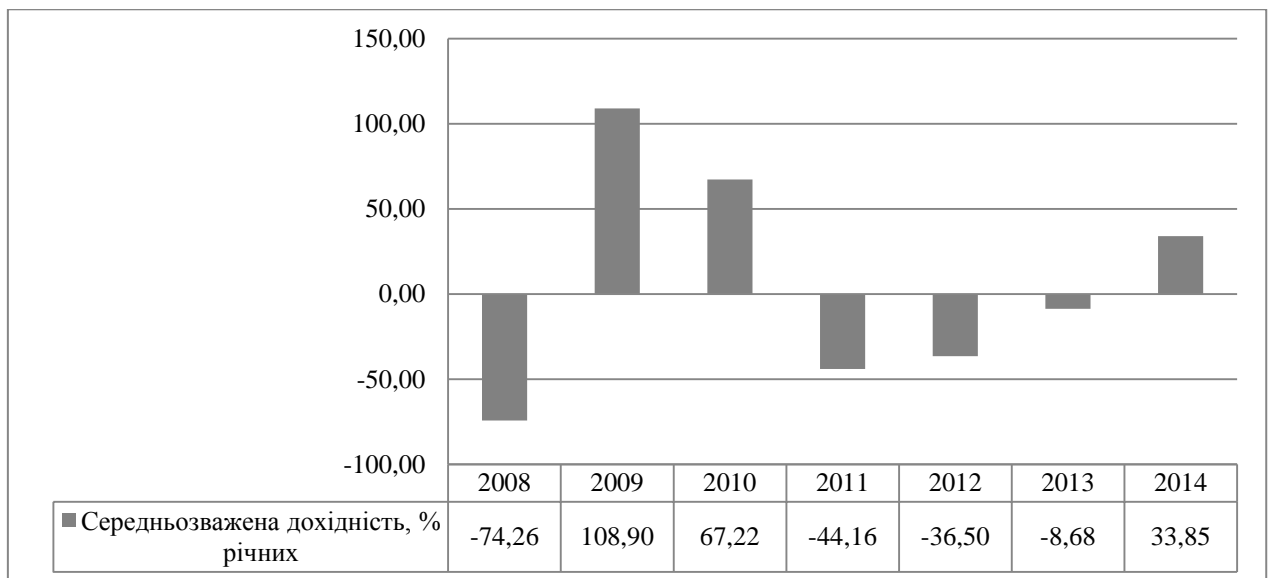


Рисунок 2.13 – Динаміка дохідності акцій  
вітчизняних підприємств, % річних

Джерело: складено автором на основі [52,56]

Цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України (далі – ОВДП), на думку більшості аналітиків, є одним із обов’язкових інструментів для інвестування пенсійних активів.

Як свідчать розрахункові дані (рис.2.14), як і у випадку із облігаціями вітчизняних підприємств, відстежується значна залежність їх прибутковості від загального економічного стану, а отже, незважаючи на гарантованість державою, може свідчити про ризиковість даного інструменту в Україні.

Частка ОВДП в портфелі цінних паперів НПФ може сягати 50%. Розглядаючи в динаміці доходність даного інструменту (за даними НБУ) в порівнянні з інфляцією в країні (рис. 2.11), відмічаються достатньо високі відсоткові ставки, що є суттєво вищими за інфляційне знецінення грошової одиниці. На кінець 2014 року доходність ОВДП при первинному розміщенні становила близько 15%.

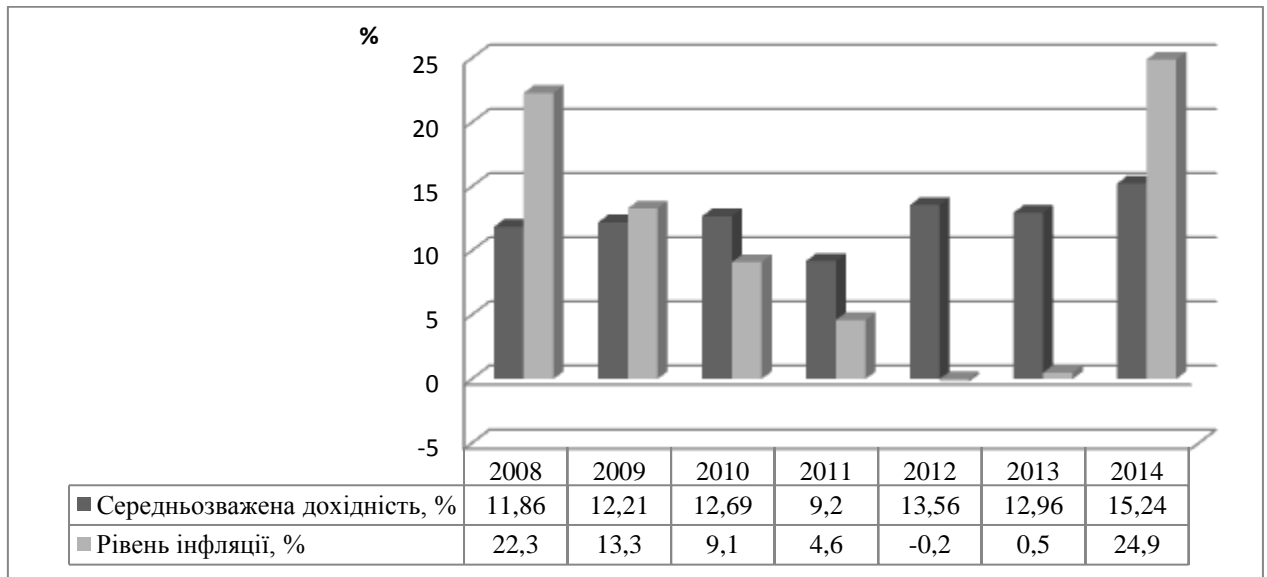


Рисунок 2.14 – Динаміка середньозваженої доходності по ОВДП в порівнянні із рівнем інфляції, %

Джерело: побудовано автором на основі [172]

Розглядаючи даний фінансовий актив з позиції ризику відмічається їх зв'язок з ризиками держави, зокрема з ризиком дефолту. Нарикінці 2009 року ризик дефолту складав 90%, в 2010 ситуація поліпшилася, проте в останні 2 роки міжнародні рейтингові агенства знову відмічають значне зниження ділової активності, прогнозуючи можливість зростання ризику неплатоспроможності України.

Специфічною особливістю ринку ОВДП є його непостійність, спостерігається суттєве та непередбачуване коливання дохідності як на первинному так і на вторинному ринку. Методики аналізу, прогнозу, застосовувані на міжнародних фінансових біржах у випадку з Україною не працюють, на практиці реальні результати можуть суттєво відрізнятись від прогнозних.

Обсяг ОВДП у приватних портфелях інвесторів поступово скорочується, що додатково пояснюється нестійкістю в політичному житті країни та мінливістю законодавства.

Схожа тенденція відслідковується і з інвестиційними портфелями недержавних пенсійних фондів.

Не менш суттєвим недоліком, на нашу думку, слід вважати практику використання коштів, залучених під ОВДП. Сьогодні вони витрачаються на поточне фінансування бюджетного дефіциту, покриття зовнішнього боргу. Проте, незважаючи на велику кількість суперечливих аспектів можливостей та необхідності включення їх в інвестиційний портфель фонду, є декілька варіантів підвищення їх інвестиційної привабливості. З цією метою повинні випускатися державні цінні папери з ринковим доходом, які передбачені для інвестування пенсійних коштів, або ж здійснюватися випуск 10-ти річних державних цінних паперів, що дозволить суттєво підвищити їх дохідність та конкурентоспроможність. Також варто визначити напрямки використання коштів, залучених під ОВДП, перерозподіл їх в пріоритетні галузі економіки.

Не менш суперечливим інвестиційним активом вважаються об'єкти нерухомості. На 2014 рік частка в зведеному інвестиційному портфелі НПФ становить близько 3%. З приводу нього існує безліч питань, а саме: в яку нерухомість вкладати, на який період та в якому регіоні. Всі ці параметри в сукупності можуть або ж забезпечити значні прибутки, або ж призвести до реальної втрати активів пенсіонерів. В якості об'єкта для інвестування НПФ може обрати житлову, комерційну нерухомість безпосередньо, чи

представлену у вигляді відповідного цінного паперу. Серед переваг інвестування варто розглядати обернений зв'язок з інфляційними та валютними коливаннями. В більшості випадків при значному інфляційному знеціненні вартість нерухомості, виражена в національній валюті, зростає.

З метою здійснення аналізу та визначення приросту реальної вартості нерухомості, доцільно розглядати в динаміці ринкову ціну нерухомості в розрізі м. Київ та області (рисунок 2.15). Аналіз проводився виходячи із вартості нерухомості в іноземній валюті на вторинному ринку з урахуванням перерахунку на поточний курс.

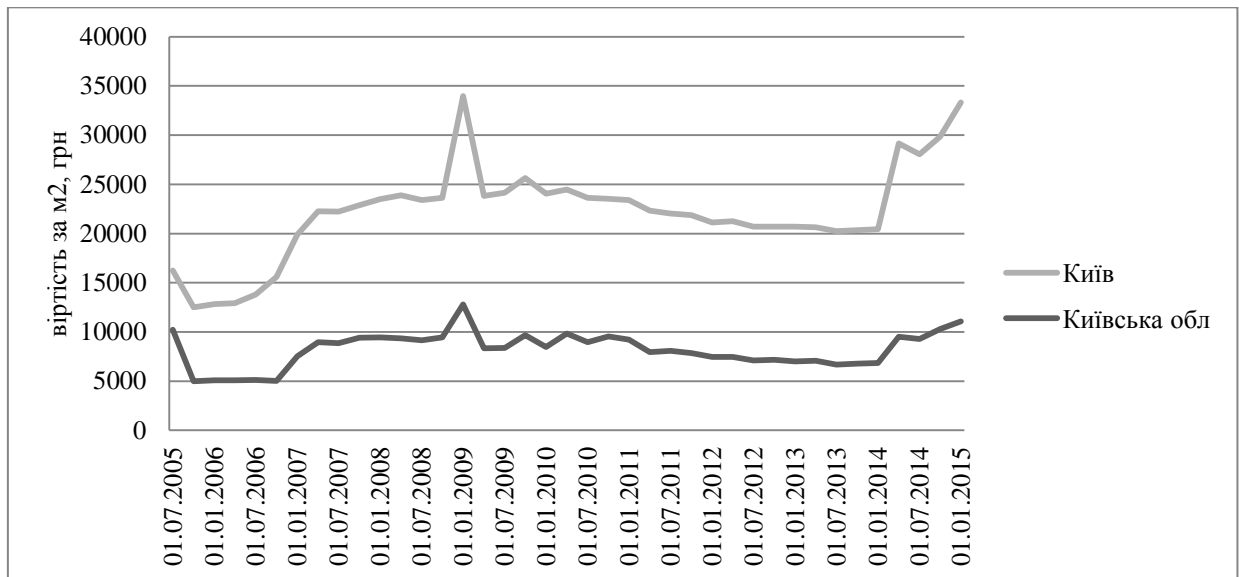


Рисунок 2.15 – Динаміка вартості нерухомості в м. Київ та Київській області за м<sup>2</sup>, грн.

Джерело: складено автором на основі [172]

Таким чином, ми можемо говорити про значну чутливість вартості житла до загальної економічної ситуації в країні. В періоди економічної нестабільності ціна його значно зростає, що простежувалося в 2009 та 2014 році, коли, у зв'язку з погіршенням економічної ситуації, відбулося подорожчання житла.

Якщо ж говорити про загальний приріст, то, незважаючи на значні коливання, за останні 9 років вартість зросла більше ніж в 1,5 рази і

продовжує зростати. За останні 11 місяців темп приросту становить 60%. Аналогічна динаміка зберігається практично по всіх обласних центрах України.

Виходячи з даних аналізу, ми можемо говорити про привабливість даного активу для інвестування. Проте обирати об'єкти варто виважено та обережно. Ціни на нерухомість є чутливими до найменших проявів зовнішніх факторів, які можуть негативно відобразитися на доходності.

Банківські метали в Україні в більшості портфельів недержавних пенсійних фондів відсутні та практично не розглядаються в якості об'єкта інвестування. На 2014 році частка таких коштів становила лише 1% в зведеному портфелі недержавних пенсійних фондів, при законодавчому обмеженні до 10%. Це пов'язано із специфікою ринку золота та використання цінних металів в якості фінансового інструменту для інвестиційного портфелю.

Варто зазначити, що в портфель НПФ можуть бути включені метали лише у вигляді певного фінансового інструменту, випущеного під заставу банківського золота, або ж депозит в банку, відкритий в золотовалютному вимірі, відсотки за яким нараховуються відповідно в грамах банківського золота. В більшості випадків недержавні пенсійні фонди обирають саме останній варіант. НПФ вкладає кошти в банківське золото та розміщує його на депозиті. Ставка за таким депозитом достатньо низька. Максимальна ставка за «золотим» депозитом становила в 2014 році лише 4% річних. Проте це не основний фактор, який свідчить про перспективність даного інструменту. У випадку із банківським золотом, варто розглядати динаміку його динаміку в часі ( рисунок 2.16). В довгостроковому періоді вартість золота зростає. Незважаючи на певну нестабільність ринку золота, що прослідковується виходячи із динаміки його ціни в 2012 – 2013 роках, в цілому за досліджуваний період (4 роки) вартість золота зросла вдвічі. В економічно стабільні роки золото гарантує приріст вартості на рівні 30 – 50 % на рік.

Розглядаючи останні 4 роки, відмічається приріст вартості покупки даного металу 123%, продажу на 108%. Виходячи з цього, в цей період середньорічний приріс склав 26%, при цьому варто додати ще 4% щорічно – відсотки за банківським депозитом. Таким чином, дохідність золота є цілком прийнятною, та дозволить захистити пенсійні накопичення від знецінення, забезпечити приріст їх вартості в довгостроковому періоді. А, зважаючи на тривалість та специфіку інвестиційної діяльності НПФ, даний актив є рекомендованим для інвестування.

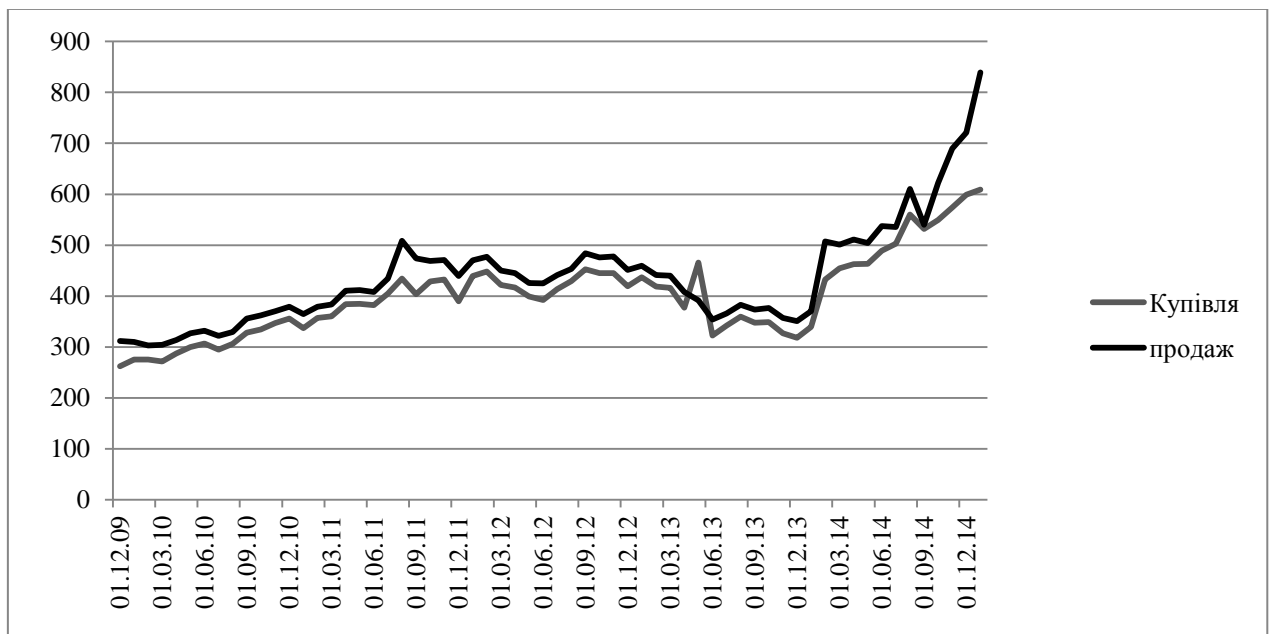


Рисунок 2.16 – Динаміка вартості банківського золота за 2009 – 2014 рік, грн.

Джерело: складено на основі [49]

Цінні папери, дохідність за якими гарантовано місцевими радами (муніципальні цінні папери). Незважаючи на те, що їх максимально дозволена частка становить 20%, сьогодні вони не розглядаються КУА при здійсненні інвестиційної діяльності. Це пов'язано з обмеженістю їх випуску та обігу. Також, довіру до даного типу цінних паперів підривають дефолти в минулому (цінні папери випущені Одеською міською радою в 2002 році).

З перелічених вище фінансових інструментів фактично всі

представленні в зведеному портфелі недержавних пенсійних фондів.

Законодавством дозволено інвестувати ще в 2 види цінних паперів. Це цінні папери іноземних емітентів та іпотечні цінні папери (20% та 40% від загального портфеля відповідно). Інвестування в іпотечні цінні папери починаючи з 2011 року на практиці є неможливим через відсутність емісії та обігу таких фінансових активів. До 2011 року Державною іпотечною установою було здійснено декілька таких емісій, проте прибутковість даного інструменту була достатньо низькою, лише 9,5%.

Цінні папери іноземних емітентів. Більшість експертів рекомендують використовувати даний фінансовий інструмент в портфелі в максимальному обсязі. Це, перш за все, пов'язано із стабільним розвитком закордонних підприємств та з динамікою світових індексів світових фінансових ринків. Розглядаючи динаміку індексів американських фондових бірж Nasdaq та Dow Jones (рисунок 2.17), можна говорити, що за останні 7 років спостерігається зростання даного індексу, що свідчить про прибутковість цінних паперів, які обертаються на ринку.

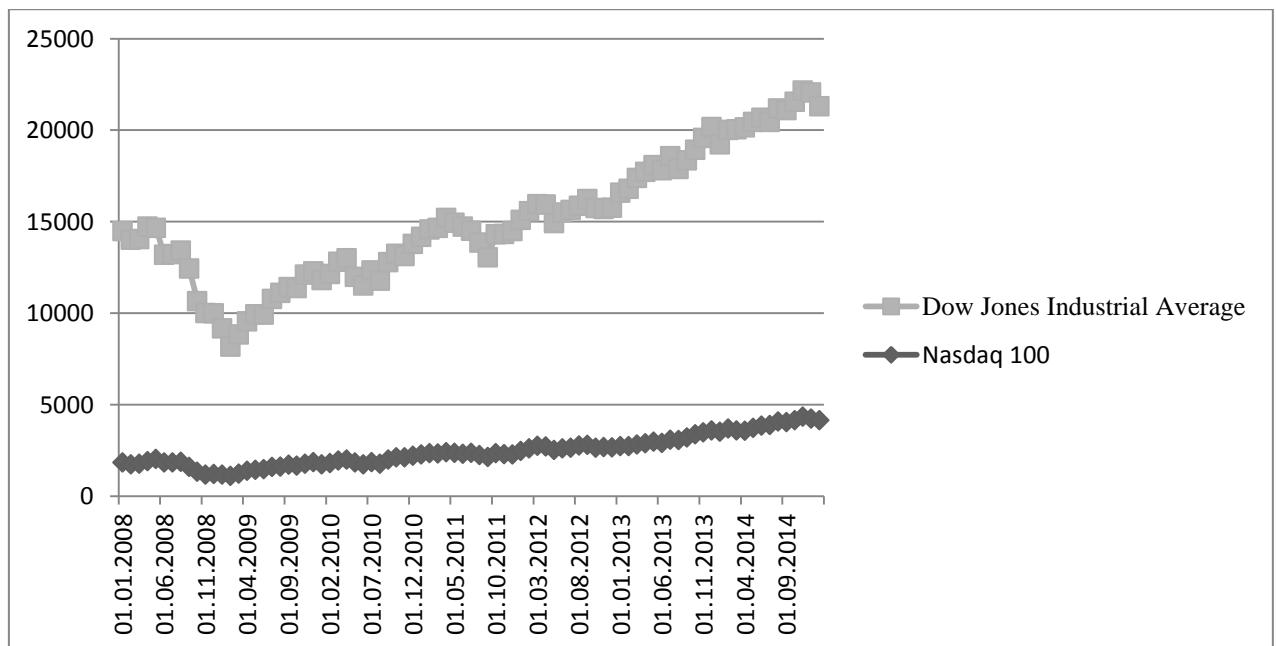


Рисунок 2.17 – Динаміка індексів фондових бірж Nasdaq та Dow Jones за 7 років, млн. дол. США

Джерело: побудовано на основі даних [95]



Взагалі, якщо говорити про інвестиційний потенціал іноземних цінних паперів, то можливо оцінювати його як значний. Інвестування в акції чи облігації іноземних емітентів значно прибутковіше, ніж інвестування в аналогічні цінні папери вітчизняних підприємств. Проте, в Україні існують регулятивні перешкоди, які обмежують можливості вкладання пенсійних активів за кордоном, і на практиці включити в інвестиційні портфелі даний фінансовий інструмент недержавні пенсійні фонди не можуть.

Виходячи із вище зазначеного, можна зробити висновки, що в складних кризових умовах слід звернути увагу на перерозподіл коштів в більш прибуткові активи. А саме: слід приділити більшу увагу інвестиціям в банківське золото та облігації підприємств, а, у випадку відповідних змін в законодавстві, розглядати іноземні цінні папери як альтернативне джерело підвищення прибутковості інвестиційного портфелю недержавного пенсійного фонду.

#### 2.4 Науково-методичні засади розвитку системи НПЗ в Україні

Розвиток пенсійного забезпечення є одним із напрямків соціальної політики держави. Сьогодні традиційна пенсійна система не спроможна забезпечити достатній рівень пенсійних виплат та диференціації пенсії без суттєвих бюджетних вливань. Щорічно суми дотування із бюджету на пенсійні виплати становлять мільярди гривень. Зважаючи на неможливість запровадження II рівня пенсійної системи, розв'язання цієї проблеми потребує прискореного та повномасштабного запровадження III рівня. Досвід не лише України, а й інших країн, свідчить про те, що запровадження добровільного недержавного пенсійного забезпечення без загальнообов'язкового накопичувального пенсійного рівня та в умовах

низької вартості робочої сили є процесом довготривалим навіть в умовах високої мобілізації всіх ресурсів держави.

На розвиток недержавного пенсійного забезпечення та діяльність недержавних пенсійних фондів в Україні впливає достатньо велика кількість чинників. Аналізуючи наукові розробки та підходи до систематизації чинників впливу на розвиток системи НПЗ, можна зробити висновок, що найбільш поширеним є виділення макро-, мікроекономічних та соціальних чинників впливу. Проте підходів, які б дозволили систематизувати чинники з точки зору контрольованості недержавним пенсійним фондом та державою, в наукових джерелах не існує.

Таким чином, з метою підвищення ефективності діяльності недержавних пенсійних фондів, визначення завдань державного регулювання системи НПЗ, виникає необхідність перегрупування, систематизації та оцінки чинників з точки зору їх впливу на систему та контрольованості державою.

Розглядаючи вплив на систему НПЗ, необхідно виділити екзогенні та ендегенні чинники. Екзогенні включають: загальноекономічні, соціальні, податкові та законодавчі і політичні чинники. Вплив та контроль за вищезазначеними факторами можливий лише з боку держави.

Загальноекономічні чинники:

1. Рівень та динаміка ВВП;
2. Темпи інфляції та інфляційні очікування;
3. Стан розвитку фінансового ринку;
4. Облікова ставка НБУ;
5. Валютний курс.

Зростання добробуту населення (ріст ВВП) чинить позитивний вплив на зростання пенсійних заощаджень. Чим вищими є доходи населення, тим більшою є турбота про рівень добробуту в майбутньому, здійснюється пошук ефективних та надійних напрямків для інвестування коштів. Заощадження з метою отримання в майбутньому гідного рівня пенсії,

вкладання грошей в недержавні пенсійні фонди в Україні та світі є одним із доступних та привабливих напрямків розміщення вільних коштів, адже забезпечується достатньо висока дохідність при порівняно незначному рівні ризику. В той же час, активи пенсійних фондів, інвестовані в економіку країни, повинні слугувати стимулюючим фактором для прискореного зростання ВВП (лише за умови, інвестування в розвиток економіки, а не вкладання в боргові цінні папери держави, за рахунок яких на практиці сьогодні фінансується бюджетний дефіцит).

В той же час, темп інфляції має протилежний вплив на показники діяльності недержавних пенсійних фондів: зі зростанням темпів інфляції, інфляційними очікуваннями схильність до заощаджень населення падає. Окрім цього, при високих темпах інфляції відбувається знецінення реальної вартості вже накопичених пенсійних коштів та очікуваних доходів від інвестування.

Наступний чинник – стан розвитку фінансового ринку та законодавчі перешкоди і заборони щодо виходу на міжнародні фінансові ринки. Сучасний стан розвитку фінансового ринку України суттєво гальмує розвиток НПЗ у зв'язку із відсутністю об'єктів, що дозволені для інвестування, обмеженість можливостей диверсифікації пенсійних активів.

Також, через брак ефективних фінансових інструментів виникають проблеми з дохідністю у накопичувальних пенсійних схемах. У зв'язку із недостатнім розвитком ринку пенсійні кошти інвестуються не у прибуткові фінансові інструменти, а переважно у державні боргові цінні папери, які випускаються для фінансування бюджетного дефіциту, чи банківські депозити, які мають порівняно невисоку дохідність.

Коливання валютних курсів має значний вплив як на розвиток системи НПЗ, так і на соціально-економічний розвиток країни. Зниження курсу гривні відносно долара призводить до падіння обсягу імпорту та зростання обсягу експорту, що в свою чергу спричиняє зростання обсягів виробництва вітчизняних товарів, і, як результат, ріст ВВП. В той же час, є і негативна

сторона таких змін, зважаючи на виражений в іноземних валютах обсяг державного боргу. Також, падіння курсу гривні може слугувати однією із причин інфляції в країні. Стосовно впливу на розвиток системи НПЗ, то найчастіше девальвація гривні може призвести до негативних наслідків. При знеціненні національної валюти зростають інфляційні очікування; підвищується рівень недовіри до фінансових інститутів, як державних так і недержавних; знецінюються кошти, які вже працюють в системі; та, як результат, знижується реальний розмір майбутньої пенсії. Ревальвація національної валюти матиме обернений вплив в більшості випадків на розвиток системи НПЗ та реальний розмір очікуваних пенсій.

Облікова ставка НБУ – це один із основних монетарних інструментів, за допомогою якого НБУ встановлює орієнтир вартості залучених та розміщених грошових коштів для банків та інших суб'єктів грошово-кредитного ринку [175].

На розвиток системи недержавного пенсійного забезпечення зміна облікової ставки не має прямого впливу, проте її опосередкований вплив є значним, адже даний показник характеризує динаміку вартості грошей в часі. Окрім цього, облікова ставка має вплив на ставки по кредитним та депозитним операціям. Зважаючи на частку розміщених на депозитних банківських рахунках інвестиційних коштів НПФ даний вплив буде досить суттєвим.

Серед соціальних чинників найбільш впливовими на розвиток системи НПЗ є:

1. Демографічна ситуація;
2. Рівень доходу населення або ж рівень заробітних плат;
3. Рівень зайнятості населення.

Демографічна ситуація в Україні на сьогоднішній день є достатньо складною. Згідно статистичних даних на кінець 2013 року, частка населення пенсійного віку складає близько 14%. Якщо порівняти чисельність зайнятого населення (20,4 млн. осіб) та пенсіонерів (6 млн. осіб), то можна

сказати, що на 10 працездатних осіб, які працюють та сплачують внески, припадає три пенсіонери, а по деяких регіонах навіть більше. В динаміці дані показники протягом останніх років трішки поліпшуються, що ми можемо спостерігати в додатку И таблиця И.1, проте прогнози залишаються достатньо негативними, і вирівнювання населення по структурі в найближчі декілька десятків років практично неможливе. Рівень безробіття та тінізації заробітних плат на сьогодні також не сприяють покращенню ситуації.

За прогнозами Інституту демографії та соціальних досліджень НАН України, загальна чисельність населення України зменшиться до 34 млн. чол. в 2060 році. Вікова структура населення теж дещо зміниться. Трішки збільшиться кількість дітей віком до 14 років з 15,6% до 15,9 % з 2015 до 2060 року. Окрім того, прогнозується збільшення кількості пенсіонерів в загальній структурі (з 15 – 16% до 27%). Кількість населення працездатного віку зменшиться відповідно з 65% до 57%. Більш детально прогнозні дані наведені на рисунку К.1 Додаток К.

Крім того, специфікою функціонування накопичувальних пенсійних схем є наявність прихованих проблем гендерного конфлікту. Як правило, жінки мають нижчий рівень заробітних плат та виходять на пенсію раніше. Все це впливає на розмір накопичених внесків, які безпосередньо пов'язані із розміром та тривалістю сплати внесків. Питання раннього виходу на пенсію для жінок уже вирішено. Для тих, хто народився після першого січня 1962 року, пенсійний вік вирівняно для чоловіків та жінок, і він становить 60 років. Щодо рівня заробітної плати – то і сьогодні ця проблема є невирішеною. В середньому жінка отримує заробітну плату на 1000 грн. меншу (на кінець 3 кварталу 2014 року жінки – 2980 грн., чоловіки – 3922 грн.) [173].

В цілому ж, аналізуючи структуру населення в Україні, можна відмітити, що на сьогоднішній день вона є досить сприятливою для розвитку саме накопичувального рівня пенсійного забезпечення, адже питання майбутньої пенсії найбільше турбує населення у віці старше

25 років. Про це свідчать статистика кількості учасників, згідно якої, частка учасників у віці 25 – 50 років складає більше 60 % від загальної кількості (додаток Г, таблиця Г.1, Г.2), та поступово зростає.

Рівень доходу (заробітної плати) впливає на спроможність населення здійснювати пенсійні внески. Згідно статистичних даних близько половини всіх доходів населення припадає на заробітну плату, друга половина складається із соціальних трансфертів, які найчастіше отримують мало забезпечені верстви населення, які в даний момент часу не мають достатніх доходів для інвестування у майбутню пенсію. Рівень заробітної плати в Україні також не завжди дозволяє приймати участь у недержавних пенсійних схемах. Рівень заробітних плат в Україні залишається достатньо низьким, хоча і має тенденції до зростання (рисунок 2.18).

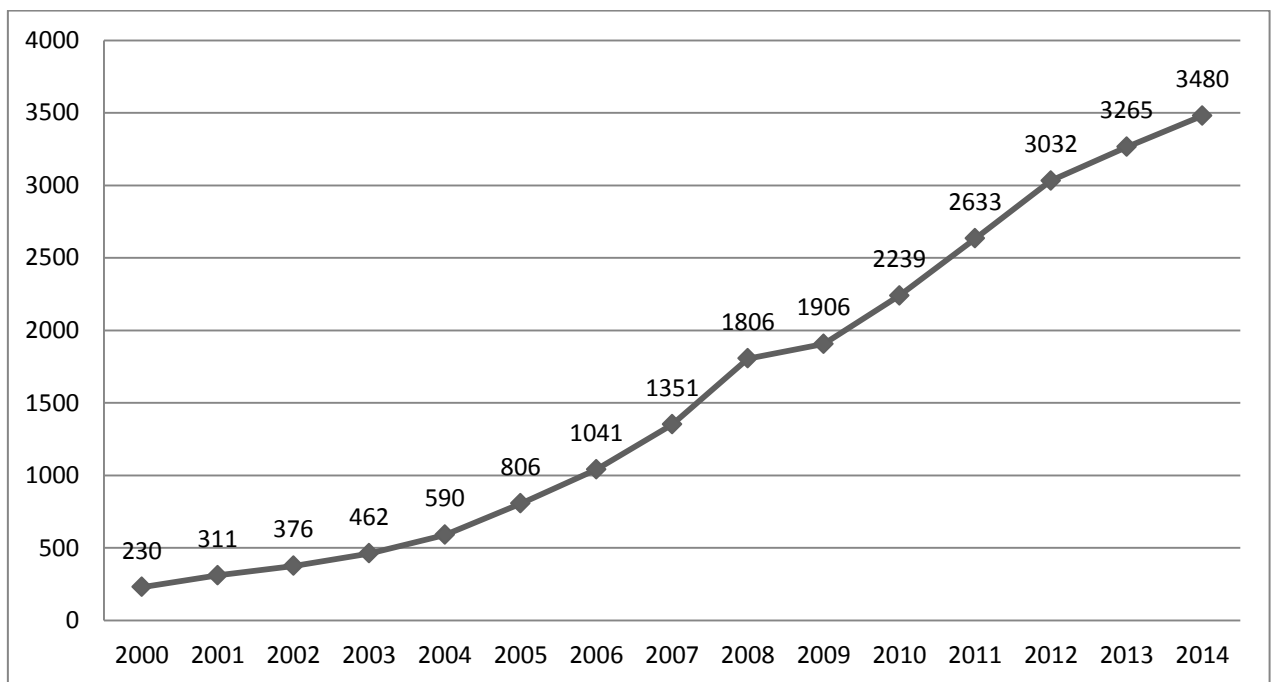


Рисунок 2.18 – Динаміка середньо-місячної заробітної плати в 2000 – 2014 роках, грн.

Джерело: складено на основі [ 173]

Слід відмітити, що в рейтингу Світового банку Україна перебуває на 136-му місці за рівнем валового доходу на душу населення (дохід на одного

українця складає 3500 доларів), що згідно наведеної Світовим банком класифікації входить до країн з рівнем доходу нижче середнього. Близько 27% населення країни перебуває за межею бідності. Частка зарплати в собівартості продукції в Україні складає 1-10%, в той час даний показник складає в Європі і США становить близько 40%, досягаючи в сфері послуг та наукоємних галузях 90%.

Рівень зайнятості населення теж опосередковано впливає на розвиток системи НПЗ. Тільки за наявності стабільно високого доходу, людина може заощаджувати кошти на майбутню пенсію.

Політичні чинники:

1. Нестабільна політична ситуація;
2. Відсутність зваженої політики у сфері регулювання ринків фінансових послуг.

Стримуючий вплив на розвиток системи недержавного пенсійного забезпечення має політична нестабільність. Значний рівень недовіри до уряду, часта його зміна, відсутність в політичному житті країни стабільності призводять до зростання недовіри населення до державних організацій, що контролюють та надають певні гарантії, пов'язані з накопиченням, примноженням та поверненням коштів учасникам, та фінансових установ, що надають такі послуги.

Крім того, існує ризик, що політичні зміни в країні можуть негативно впливати на фінансовий стан учасників, та на вже сформовані фінансові ресурси в системі НПЗ. Прикладом таких змін може бути проведення загальнодержавних політичних заходів, загострення внутрішньої політичної ситуації, зміни в політичному курсі.

Що стосується політики у сфері регулювання ринків фінансових послуг, то тут значну роль відіграє велика кількість політичних партій, та їх часта зміна у структурі та складі керівних органів, що спричиняє появу нових векторів розвитку ринку фінансових послуг.

Три вищезазначені системи чинників (зовнішньоекономічні, соціальні та політичні) є лише частково контрольованими з боку держави.

В той же час податкові та законодавчі чинники є повністю підконтрольними державі.

Серед них слід виділити наступні:

1. Оподаткування в системі НПЗ;
2. Правова забезпеченість та суперечливість законодавства;
3. Жорсткі законодавчі обмеження щодо напрямків інвестування пенсійних активів недержавними пенсійними фондами;
4. Розгалуженість органів нагляду, що призводить до «розриву нагляду» за суб'єктами, що надають послуги в системі НПЗ;

Питання оподаткування коштів добровільного пенсійного забезпечення виникає на всіх етапах функціонування пенсійної схеми, а саме: на етапі акумулювання пенсійних коштів, в момент сплати внесків до НПФ; на етапі примноження в момент отримання інвестиційного прибутку; а також на останньому етапі надання послуг в системі недержавного пенсійного забезпечення, під час виплати пенсії учасникам системи.

В залежності від можливих комбінацій оподаткування чи звільнення від нього на якомусь етапі руху коштів в системі НПЗ існує 8 моделей. В світовій практиці найчастіше зустрічаються п'ять моделей оподаткування недержавних пенсійних програм (рисунок 2.19): «ЗОО», «ООЗ», «ОЗО», «ОЗЗ», «ЗЗО».

Перші три моделі оподаткування є достатньо вигідними для держави. Оподаткування здійснюється на двох етапах функціонування системи. Таким чином, через розширення бази оподаткування держава отримує більше надходжень. Проте, в такому випадку, внески частково втрачають свою характеристику як довгострокових пенсійних заощаджень та розглядаються як звичайний інструмент для інвестування.

Перша модель «звільнення – оподаткування – оподаткування» передбачає звільнення від оподаткування лише на етапі залучення коштів. А



на етапі накопичення та виплати пенсії кошти підлягають оподаткуванню. Данія та Швеція є прикладом країн з такою моделлю оподаткування.

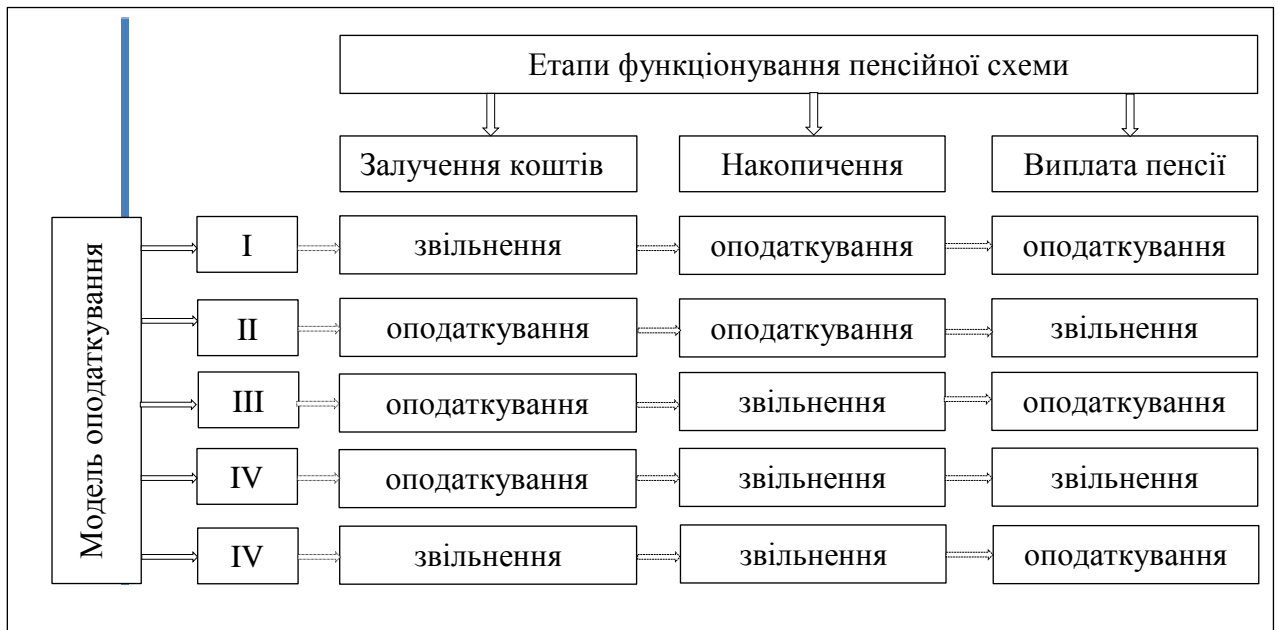


Рисунок 2.19 – Моделі оподаткування недержавних програм згідно світової практики

Джерело: складено автором на основі [115, 82]

Друга модель (оподаткування – оподаткування – звільнення) передбачає оподаткування на етапі залучення коштів та на етапі їх накопичення, сплати відсотку від інвестиційного доходу. Прикладом країни, яка використовує дану модель є Нова Зеландія.

Згідно моделі «ОЗО» від оподаткування звільняється лише інвестиційний дохід, отриманий на етапі накопичення коштів. Ісландія і Японія користуються такими моделями.

Четверта та п'ята моделі оподаткування мають більш пільгові умови для населення. Оподаткування здійснюється лише на одному із етапів, або на етапі залучення внесків, коли стягується прибутковий податок з доходу учасника, або ж на етапі виплати пенсії.

В моделі оподаткування – звільнення – звільнення з учасника стягується лише прибутковий податок з доходу, який залучається в систему.

Отриманий інвестиційний дохід і пенсія при виплаті не обкладаються податком.

Остання модель передбачає оподаткування тільки на етапі виплати коштів [82].

В Україні на даний момент функціонує остання схема оподаткування. Хоча вважати її можна такою тільки формально, адже на етапі акумулювання пенсійних внесків звільнення від оподаткування дозволяється лише в межах суми, що не перевищує суми місячного прожиткового мінімуму для працездатних осіб на 1 січня року, помноженої на коефіцієнт 1.4 і округленої до найближчих 10 гривень в розрахунку на місяць у сумі всіх внесків, сплачених до недержавного пенсійного фонду [11].

Якщо такі внески здійснює підприємство за свого робітника, то звільнення від податку на доходи фізичних осіб надається лише на суму, яка не перевищує 15% від заробітної плати робітника. Внески, сплачені на користь працівника, підприємство має право віднести на витрати, що, в свою чергу, призведе до зменшення суми податку на прибуток підприємств.

На практиці суми внесків до накопичувальних пенсійних програм майже завжди знаходяться в рамках сум, що не підлягають оподаткуванню (початок 2015 року максимальна неоподатковувана сума складала 20520 грн.).

На другому етапі, а саме на етапі інвестування пенсійних активів, відбувається повне звільнення від оподаткування інвестиційного прибутку.

І лише на етапі виплати пенсійних накопичень застосовується частково пільгове оподаткування. Основне податкове навантаження припадає на частину виплат додаткової пенсії. Держава застосовує пільгову ставку податку на доходи фізичних осіб. При кожній виплаті застосовується знижуючий коефіцієнт 0,6 до стандартної відсоткової ставки ПДФО. Фактично, замість 15% податку з доходів фізичних осіб, сплачуватиметься

лише 9%. А пенсіонери, що досягли 70 річного віку, взагалі звільняються від сплати ПДФО (ставка податку 0%) [11].

Таким чином, існуюча податкова політика стосовно добровільного накопичувального пенсійного страхування стимулює застосування даного виду пенсійного забезпечення в Україні. Будь-які зміни в бік зростання податкового навантаження на учасників системи призведуть до гальмування розвитку НПЗ в Україні.

Стосовно правової забезпеченості, слід відмітити, що з одного боку правове регулювання функціонування системи недержавного пенсійного забезпечення достатньо всебічно охоплює всі аспекти діяльності її суб'єктів, з іншого боку, певні аспекти трактуються двояко, або ж відсутні практичні механізми їх реалізації.

Жорсткі законодавчі обмеження щодо напрямків інвестування пенсійних активів недержавними пенсійними фондами призводять до браку високоприбуткових та надійних фінансових інструментів для вкладення пенсійних активів, що знижує ефективність діяльності недержавних пенсійних фондів.

Наступним чинником є розгалуженість органів нагляду, що призводить до «розриву нагляду» за суб'єктами, що надають послуги в системі недержавного пенсійного забезпечення. Результатом розгалуженої системи нагляду є високий рівень бюджетних витрат на утримання та низький рівень відповідальності органами нагляду за прийняті рішення.

Розглядаючи ендогенні чинники, які здійснюють вплив на систему недержавного пенсійного забезпечення, слід виділити фінансові, організаційні та інформаційні.

Одним із найбільш важливих фінансових чинників є обсяг накопичених внесків. Тільки при наявності великого обсягу фінансових ресурсів можливим є здійснення ефективної інвестиційної політики, розширюються можливості для диверсифікації інвестиційного портфелю.

Рівень прибутковості інвестицій корелює із попереднім чинником та фактично є його результатом. В сучасних умовах лише декілька фондів мають достатні ресурси для здійснення ефективної інвестиційної діяльності, достатні фінансові можливості диверсифікації, і, як результат, більшість НПФ мають низьку прибутковість діяльності.

Обсяг пенсійних внесків від одного учасника визначається умовами пенсійного контракту, а також його платоспроможністю і визначає загальний обсяг надходження інвестиційних ресурсів до конкретного недержавного пенсійного фонду.

Якщо вести мову про рівень адміністративних витрат по системі недержавного пенсійного забезпечення, то в цілому він є достатньо низьким, до того ж граничний розмір винагороди для адміністраторів, компанії з управління активами та зберігача обмежено законодавчо.

Рівень виплат учасникам достатньо складно оцінювати, що пов'язано з малим періодом функціонування системи недержавного пенсійного забезпечення. Як правило, сьогодні сума накопичених внесків недостатня для здійснення виплати пенсії на визначений строк чи довічної і кошти забираються у вигляді одноразової виплати при досягненні пенсійного віку. Проте, саме цей фактор та рівень прибутковості в подальшому буде вирішальним для учасника при виборі того чи іншого недержавного пенсійного фонду для участі.

Негативний вплив організаційних чинників пов'язаний із відсутністю високоприбуткових та надійних фінансових інструментів, доступних для інвестицій; відсутністю регіональної розгалуженості НПФ та відсутністю чіткої маркетингової політики.

Серед інформаційних чинників було виділено низьку поінформованість населення про накопичувальні рівні пенсійної системи; низьку фінансову грамотність населення та низький рівень довіри населення до банків небанківських фінансових інститутів.

Виходячи із вищезазначеного, можна зробити висновок, що на розвиток системи недержавного пенсійного забезпечення сьогодні впливає досить багато внутрішніх та зовнішніх факторів, вплив яких окремо один від одного однозначно оцінити досить складно. Проте в сукупності всі вищезазначені фактори гальмують розповсюдження приватних пенсійних схем серед фізичних та юридичних осіб.

Розглянувши екзогенні та ендогенні чинники з урахуванням контрольованості та впливу держави чи недержавних пенсійних фондів, слід виділити завдання державного регулювання системи НПЗ в Україні: нівелювання впливу податкових та законодавчих чинників, а саме зниження податкового тиску на систему недержавного пенсійного забезпечення; здійснення зваженої, комплексної та послідовної політики у сфері регулювання діяльності всіх суб'єктів системи; розширення переліку фінансових інструментів для вкладання пенсійних активів або ж шляхом забезпечення пенсійних фондів високоприбутковими фінансовими інструментами.

## Висновки до розділу 2

За результатами другого розділу можна зробити наступні висновки:

1. Дослідження сучасного стану застосування недержавних пенсійних програм в Україні, було визначено, що із двох програм, які на сьогодні існують в закордонній практиці, в Україні можливе застосування лише програм «з визначеною виплатою», програми з визначеною виплатою є забороненими у зв'язку із значною їх ризиковістю.

2. Розгляд в ретроспективі розвитку ринку недержавного пенсійного забезпечення виявив, що від ухвалення Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» і до теперішнього часу, можна виділити декілька

етапів. Перший етап охоплює часовий проміжок з 2004 по 2008 роки, який характеризувався стрімким зростанням всіх показників. На наступному етапі відбувалося стрімке розгортання фінансової кризи, кількість НПФ дещо скоротилася, відбулося укрупнення недержавних пенсійних фондів. Незважаючи на це, динаміка укладання пенсійних контрактів, кількості учасників практично в усі роки залишалася позитивною.

3. Дослідження розвитку діяльності страхових компаній, які надають послуги у сфері пенсійного страхування, шляхом укладення договору страхування дожиття до визначеного договором пенсійного віку, виявило проблеми, пов'язані з прозорістю даного ринку, адже не всі компанії оприлюднюють таку звітність, не розраховують та не оприлюднюють показники чистої вартості активів за такими договорами та чистої вартості одиниці пенсійних внесків. Це призводить до зменшення прозорості ринку недержавного пенсійного страхування. В той же час за компаніями, які активно надають послуги у сфері пенсійного страхування спостерігається стійка динаміка до зростання кількості укладених договорів, інвестиційного доходу, страхових премій.

4. Аналіз фінансових потоків недержавних пенсійних фондів показав значну волатильність вхідних та вихідних потоків, чистого фінансового потоку в динаміці. Це пов'язано із значними коливаннями дохідності інвестиційної діяльності НПФ. В цілому динаміку їх фінансових потоків можна охарактеризувати як позитивну, чистий грошовий потік має тенденції до зростання.

5. Проведене дослідження сучасного стану недержавного пенсійного забезпечення доводить, що на розвиток системи НПЗ сьогодні впливає достатньо велика кількість чинників, вплив яких окремо один від одного однозначно оцінити досить складно. Дані фактори стримують розвиток системи недержавного пенсійного забезпечення в Україні, гальмують розповсюдження приватних пенсійних схем серед фізичних та юридичних осіб. Здійснене групування чинників з урахуванням контрольованості

державою дозволило виділити екзогенні та ендогенні чинники, конкретизувати завдання державного регулювання системи НПЗ, а саме зниження податкового навантаження на систему НПЗ, здійснення зваженої, комплексної та послідовної політики у сфері регулювання діяльності всіх суб'єктів системи; розширення переліку фінансових інструментів, доступних для вкладання пенсійних активів або ж шляхом забезпечення пенсійних фондів високоприбутковими фінансовими інструментами.

Результати дослідження були опубліковані в наступних наукових працях [ 107,103]

## РОЗДІЛ 3

УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ  
ПОТОКАМИ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ3.1 Методичні підходи до управління фінансовими потоками  
недержавних пенсійних фондів

Дослідивши сутність та особливості розвитку недержавного пенсійного забезпечення, було виявлено недоліки в управлінні фінансовими потоками НПФ. У попередніх розділах досліджено та виділено етапи кругообігу фінансових ресурсів: етап акумулювання внесків, де формується основний фінансовий потік до НПФ, етап примноження пенсійних активів (на даному етапі всі ресурси знаходяться в управлінні НПФ, формується вхідний потік – надходження інвестиційного доходу, вихідний – оплата адміністративних послуг) та етап виплати пенсії (вихідний фінансовий потік).

Зважаючи на відсутність ґрунтовних напрацювань в сфері розробки підходів до управління фінансовими потоками в системі недержавного пенсійного забезпечення нами визначена необхідність їх систематизації на кожному з трьох етапів їх руху (рис. 3.1).

На етапі надходження фінансових ресурсів (акумулювання внесків) до системи НПЗ формуються фінансові потоки від учасників у вигляді внесків на рахунок недержавного пенсійного фонду, відкритого в банку-зберігачеві.

Специфічною особливістю першого етапу є те, що тут здійснюється планування фінансових потоків (від учасників), розробляються підходи до їх оптимізації. На даному етапі проводиться фактичний облік надходжень до фонду та звітування про результати діяльності перед державними органами (Державна служба статистики та НКДРРФП).

В загальному вигляді структурно-логічна схема управління фінансовими потоками в системі НПЗ на етапі залучення коштів зображена на рис. 3.2.



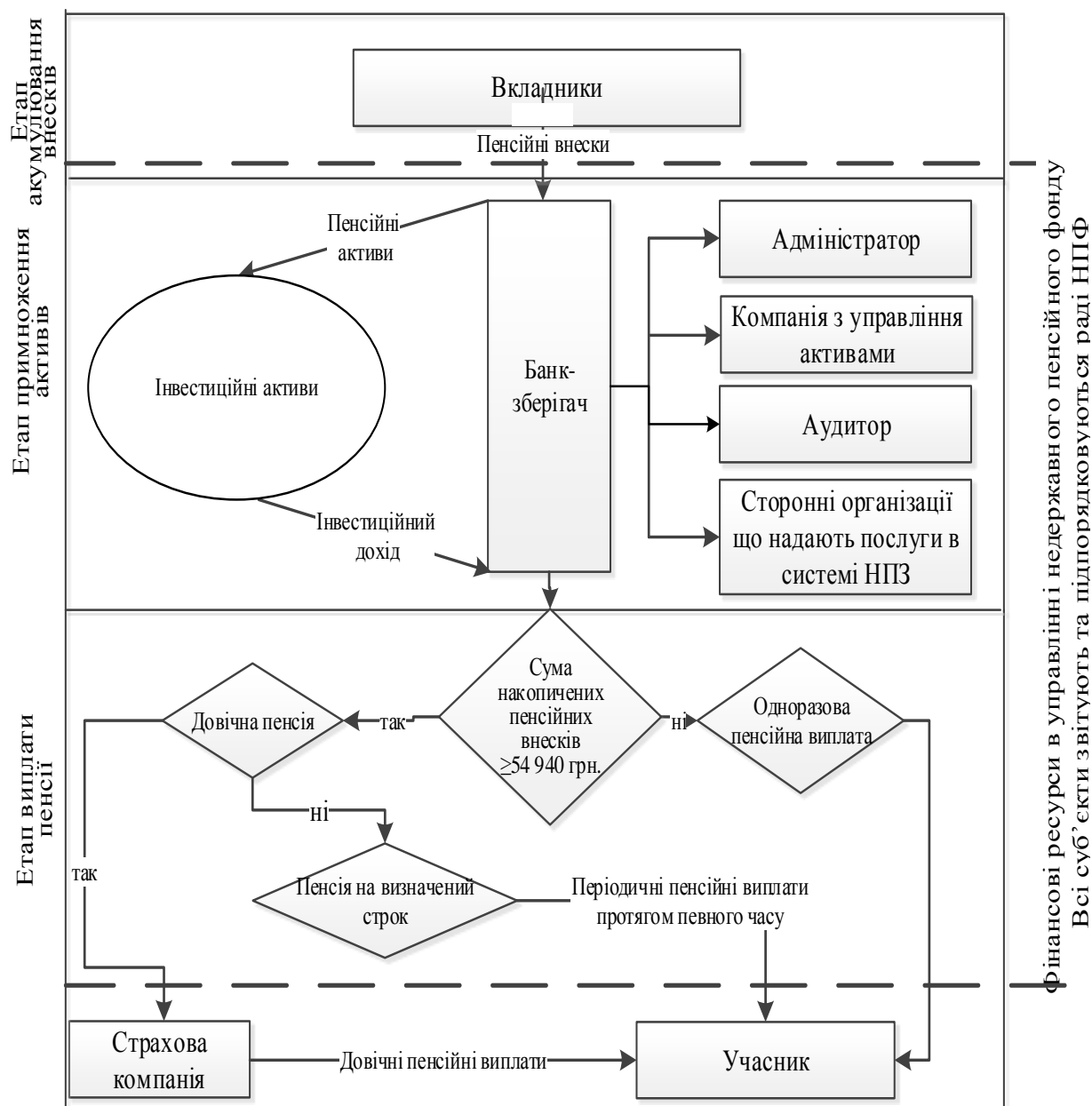


Рисунок 3.1 – Блок схема руху фінансових ресурсів в системі недержавного пенсійного забезпечення

Джерело: розроблено автором

Основною метою діяльності НПФ є формування позитивного вхідного фінансового потоку.

Зовнішній вплив на систему НПЗ здійснює нормативно-правове, інформаційне, організаційне забезпечення, а також низка макроекономічних чинників.

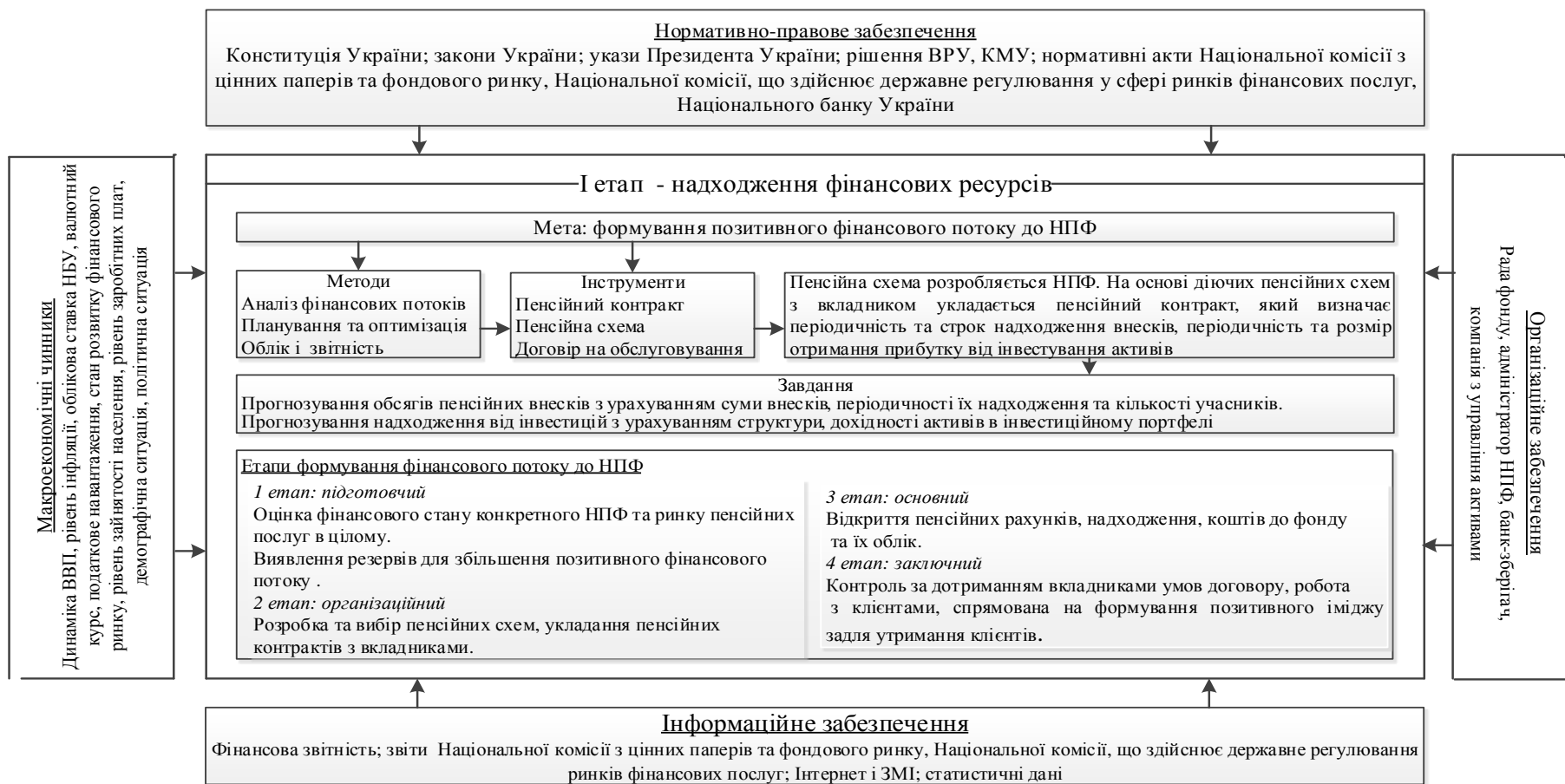


Рисунок 3.2 – Структурно – логічна схема управління фінансовими потоками в системі НПЗ на етапі надходження фінансових ресурсів (акумулювання внесків)

Джерело: розроблено автором

Достатньо вагомий зовнішній вплив як на учасників, так і на фінансові інститути системи НПЗ здійснює інформаційне забезпечення: фінансова звітність НПФ, звіти НКДРРФП, НКЦПФР, інформація розміщена в засобах масової інформації та на Веб-порталах.

Серед макроекономічних чинників слід виділити: рівень заробітних плат, в тому числі прогнозований, демографічна ситуація, рівень зайнятості, рівень інфляції, політична ситуація в країні, рівень податкового навантаження на населення та на кошти, які вкладені до фонду, коливання валютного курсу, стан розвитку фінансового ринку, динаміка облікової ставки НБУ.

В більшості випадків вплив вищезазначених факторів не є прямим – вони лише опосередковано впливають на систему. Однак, більшість цих показників демотивують або мотивують до участі населення в недержавних пенсійних схемах, впливають на вибір того чи іншого недержавного пенсійного фонду. Окрім цього, частина чинників суттєво позначається на результативності діяльності НПФ, а саме: інфляція, стан розвитку фінансового ринку, валютні коливання та інші чинники можуть призвести до суттєвого знецінення коштів чи низької результативності інвестиційної діяльності.

Нормативно–правове забезпечення теж є спільним на всіх етапах руху фінансових потоків. Діяльність суб'єктів системи НПЗ регулюється Конституцією України, низкою Законів та Кодексів, Указами Президента України, рішеннями ВРУ, Кабінету Міністрів України, а також нормативними актами регуляторів системи: НКЦПФР України, НКДРРФП та Національного банку України.

Основою організаційного забезпечення є наступні фінансові інститути: рада фонду, адміністратор НПФ, банк–зберігач та КУА. Рада фонду укладає договори на обслуговування з адміністратором, компанією з управління активами та банком-зберігачем. Адміністратор НПФ розробляє пенсійні схеми, де зазначається, сума, періодичність та розмір надходжень внесків від

учасників. Окрім того, адміністратор заключає пенсійні контракти з учасниками та вкладниками.

До обов'язків зберігача входить акумулювання коштів учасників, їх приймання, облік та зберігання. КУА займається дослідженням напрямків вкладання пенсійних коштів та надає вказівки щодо здійснення інвестиційної діяльності банку-зберігачу.

Розглянемо послідовність формування вхідного фінансового потоку до НПФ.

На підготовчому етапі аналізується фінансовий стан фонду та ринку фінансових послуг в цілому, виявляються резерви для збільшення фінансового потоку до НПФ, як правило, через залучення нових клієнтів.

Організаційний етап включає в себе розробку пенсійних схем. На даному етапі укладаються пенсійні контракти з вкладниками, обирається пенсійна схема.

Основним та найбільш важливим етапом є відкриття пенсійних рахунків та, в подальшому, періодичне надходження внесків від вкладників і учасників, їх облік.

Після вирішення всіх організаційних питань робота НПФ на етапі залучення фінансових ресурсів зводиться до контролю за дотриманням учасниками умов договору, роботи з клієнтами задля формування позитивного іміджу фонду.

Розглянемо детально схему управління фінансовими потоками на другому етапі (рис. 3.3).

На етапі примноження активів (перерозподіл фінансових ресурсів) банк-зберігач на основі розпорядження КУА інвестує пенсійні активи у фінансові інструменти та отримує інвестиційний прибуток.

За рахунок коштів, що працюють на цьому рівні (переважно за рахунок інвестиційного прибутку), здійснюється оплата послуг адміністратора, КУА, аудитора, який здійснює щорічну перевірку діяльності НПФ та інших організацій, які взаємодіють з ним.

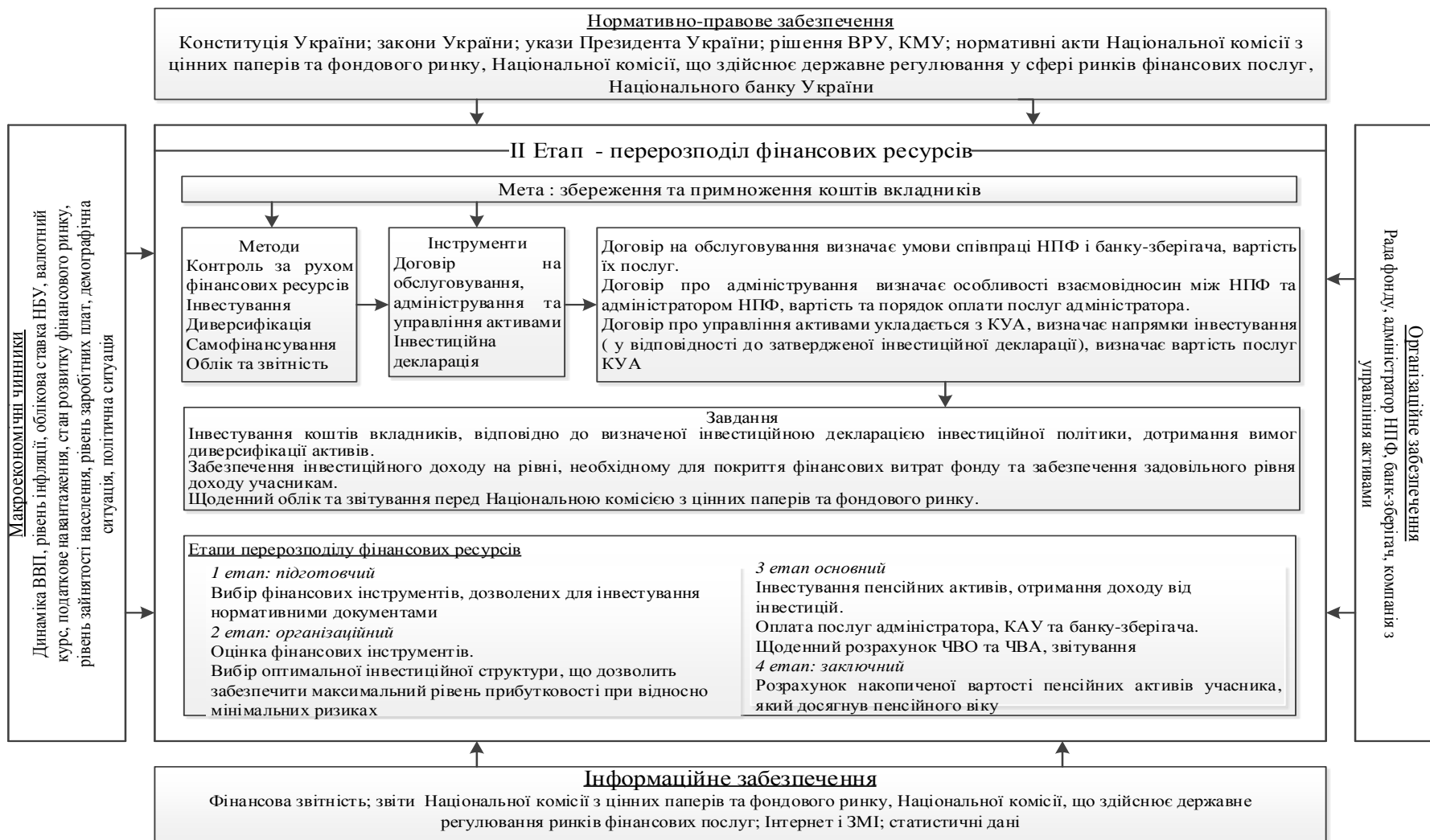


Рисунок 3.3 – Структурно-логічна схема управління фінансовими потоками в системі НПЗ на етапі перерозподілу фінансових ресурсів (примноження активів)

Джерело: розроблено автором

Метою управління фінансовими потоками є збереження і примноження пенсійних коштів учасників.

Даний етап включає в себе інвестування пенсійних активів, розподіл інвестиційного прибутку між особами, що управляють фондом та надають йому послуги, та пенсійними рахунками вкладників.

Стосовно організаційного забезпечення, то на цьому етапі основна відповідальність припадає на КУА, яка фактично вирішує всі питання, пов'язані з інвестування активів, та на адміністратора, який звітує перед державними органами, учасниками та керівництвом фонду.

Найбільш важливими на цьому етапі є питання інвестування пенсійних коштів, а саме напрямки та обсяги вкладень в інвестиційні активи.

Сам процес управління інвестиціями недержавного пенсійного фонду налічує п'ять етапів (в рамках класичної теорії управління інвестиціями) (рисунок 3.4).

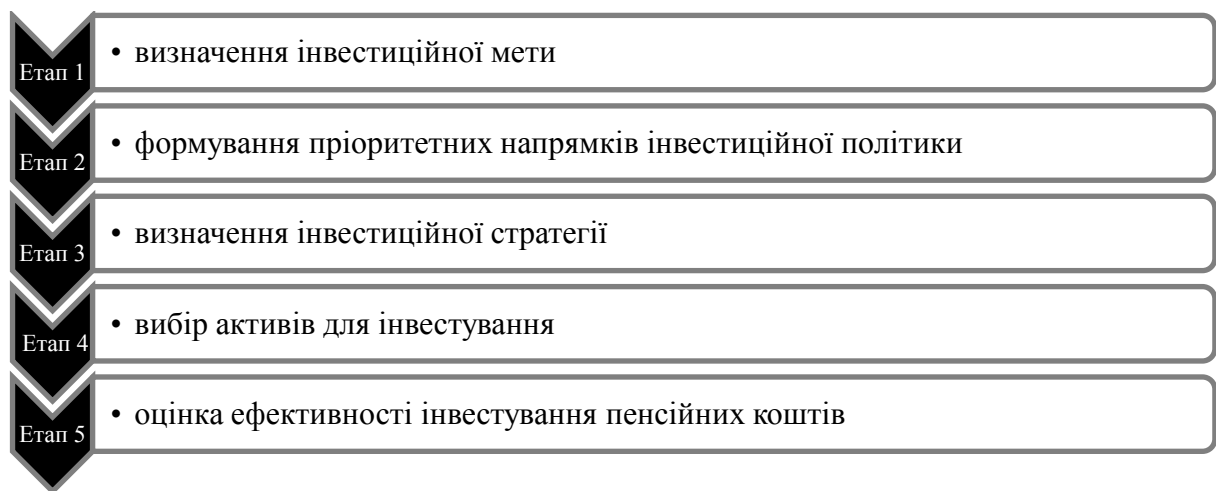


Рисунок 3.4 – Етапи управління інвестиціями НПФ

Джерело: [6]

Перший – визначення інвестиційної мети. Головною інвестиційною метою є накопичення та примноження пенсійних коштів за рахунок збільшення внесків та інвестиційного доходу, які будуть використані для виконання зобов'язань перед вкладниками.

Виходячи із вищезазначеного, НПФ повинен здійснювати діяльність таким чином, щоб майбутніх надходжень до фонду вистачило для забезпечення поточних зобов'язань перед своїми учасниками. Він повинен підтримувати портфель у такому стані, щоб за рахунок інвестиційного доходу компенсувати інфляційне знецінення коштів, покрити адміністративні витрати фонду і забезпечити мінімальний приріст чистої вартості активів.

Після визначення основних напрямків інвестування визначається інвестиційна стратегія (активна або пасивна).

Активна інвестиційна стратегія передбачає обрання об'єктів інвестування зі значним потенціалом зростання, тобто здійснюються ті операції, які забезпечать підвищення ефективності портфеля НПФ. В рамках активної інвестиційної стратегії здійснюється пошук недооцінених активів, серед яких можуть бути, акції, об'єкти нерухомості, тощо.

Пасивна інвестиційна стратегія передбачає таку диверсифікацію інвестиційного портфелю, яка забезпечить максимальну відповідність структури його активів та прибутковості.

Найчастіше пасивна інвестиційна стратегія передбачає протягом тривалого часу інвестування коштів у активи без істотних змін у структурі портфеля, що, в сучасних економічних умовах, призводить до низької результативності.

На наступному етапі управління інвестиціями НПФ здійснюється вибір фінансових інструментів з дозволених законодавством об'єктів для вкладання.

При виборі напрямків інвестування зазвичай пріоритет робиться або на забезпечення максимальної дохідності при мінімальному ризику, або ж на забезпечення мінімальної ризиковості при заданому рівні доходності.

На нашу думку, найбільш прийнятним є останній підхід. Дохідність інвестиційного портфелю має бути достатньо високою, не тільки забезпечувати збереження коштів, а і їх реальний приріст.

В залежності від обраних об'єктів інвестування, сформований портфель може характеризуватися як консервативний, зважений та агресивний.

Агресивний портфель інвестицій формується виходячи з критерію максимізації доходу, не зважаючи на рівень ризику інвестиційної діяльності. Він забезпечує отримання максимального доходу, при достатньо високому рівні інвестиційного ризику, при цьому кошти можуть бути втрачені частково або повністю.

В структурі агресивного інвестиційного портфелю на акції та облігації українських підприємств припадає по 40% від загальної вартості інвестицій (при достатньо високому рівні ризиковості інвестування вони мають і достатньо високий рівень прибутковості). Решта вкладається банківські депозити, які є найменш ризиковими із вище перелічених інвестиційних активів [133].

Консервативний портфель формується згідно принципу мінімізації інвестиційного ризику. Такий портфель обирається найбільш обережними інвесторами. Він передбачає включення фінансових інструментів, рівень ризику за якими не вище значення середньо ринкового. При використанні даного підходу забезпечується максимальний рівень безпеки фінансового інвестування.

Консервативний портфель НПФ орієнтовно повинен складатися із найменш ризикових активів: до 50% в цінних паперах, доходи за якими гарантовано КМУ, до 30% вкладається на банківські депозити, 20% від сукупної вартості інвестиційних коштів вкладаються в облігації та інші активи.

Зважений інвестиційний портфель складається із фінансових інструментів, за якими рівень інвестиційного ризику наближений до середньо ринкового, при цьому дохідність теж буде на рівні середніх показників ринку.



При виборі підходів до інвестування коштів НПФ в Україні перевага віддається консервативному або зваженому портфелю, що призводить до низької дохідності інвестиційної діяльності, а в умовах нестабільної економічної ситуації, високого рівня інфляції – до знецінення накопичених пенсійних активів.

Наступним етапом є формування пріоритетних напрямків інвестиційної політики.

Інвестиційна політика НПФ формується з метою мінімізації ризиків з врахуванням законодавчих обмежень напрямків інвестування та вимог регуляторних органів.

При формуванні інвестиційної політики враховується необхідність диверсифікації накопичених пенсійних внесків між різними видами та класами активів з врахуванням обмежень та нормативів інвестування. Обираються напрямки вкладання коштів в конкретні фінансові інструменти з врахуванням характеристик кожного з них (динаміки дохідності в минулому та прогнозованого рівня прибутковості, ліквідності на поточний момент часу та на майбутні періоди), проводиться оцінка перспективності інвестицій.

І на останньому етапі оцінюється ефективність інвестування пенсійних коштів. Порівнюється прибутковість інвестиційних портфелів недержавних пенсійних фондів, враховуючи рівень ризику. Порівнюються показники вартості активів на дату оцінки із аналогічними показниками на початок періоду. Зіставляються показники дохідності інвестиційного портфелю, враховуючи індекс інфляції.

На цьому ж етапі руху фінансових ресурсів відбувається постійний моніторинг, оцінка чистої вартості активів, чистої вартості одиниці пенсійних активів, на основі яких можливо говорити про ефективність діяльності кожного НПФ.

Ще однією особливістю даного етапу є те, що саме тут, у відповідності до визначених договорами на зберігання, управління активами та

адміністрування умов, відбувається оплата послуг осіб, які здійснюють управління недержавним пенсійним фондом.

Сам кругообіг фінансових ресурсів в рамках другого етапу найбільш тривалий. Він бере свій початок від первинного надходження коштів учасника і триває до досягнення ним пенсійного віку. Таким чином, фінансові ресурси рухаються по колу, примножуючись за рахунок нових надходжень та інвестиційного доходу протягом десятків років.

Третій етап кругообігу фінансових ресурсів в системі НПЗ (рисунок 3.1) настає після досягнення учасником пенсійного віку, коли відбувається виплата пенсії.

Структурно-логічна схема управління фінансовими потоками на третьому етапі розглянута на рисунку 3.5. Метою управління є вчасне та у повному обсязі виконання перед учасниками зобов'язань.

В рамках даного етапу розглядається сума накопичених пенсійних виплат: якщо вона є меншою за суму, яка необхідна для виплати 50% прожиткового мінімуму на 10 років, то фонд з рахунку в банку перераховує одноразову пенсійну виплату. У випадку, якщо дана сума є більшою, то учасник може обрати один із варіантів: одноразова пенсійна виплата, пенсія на визначений строк чи довічна пенсія.

Якщо учасник обирає тип пенсійних виплат «на визначений строк», залишок коштів, ще не виплачених пенсіонеру та які не підлягають перерахуванню в найближчі місяці, повертається на момент інвестування пенсійних активів і продовжує працювати в системі.

У випадку прийняття учасником рішення отримання довічної пенсії, ним обирається страхова компанія, з якою укладається договір страхування довічної пенсії і на рахунок якої перераховуються кошти, накопичені на індивідуальному пенсійному рахунку. Страхова компанія з допомогою актуарних розрахунків визначає суму виплати на рік чи місяць та, в подальшому, довічно виплачує пенсію учаснику.

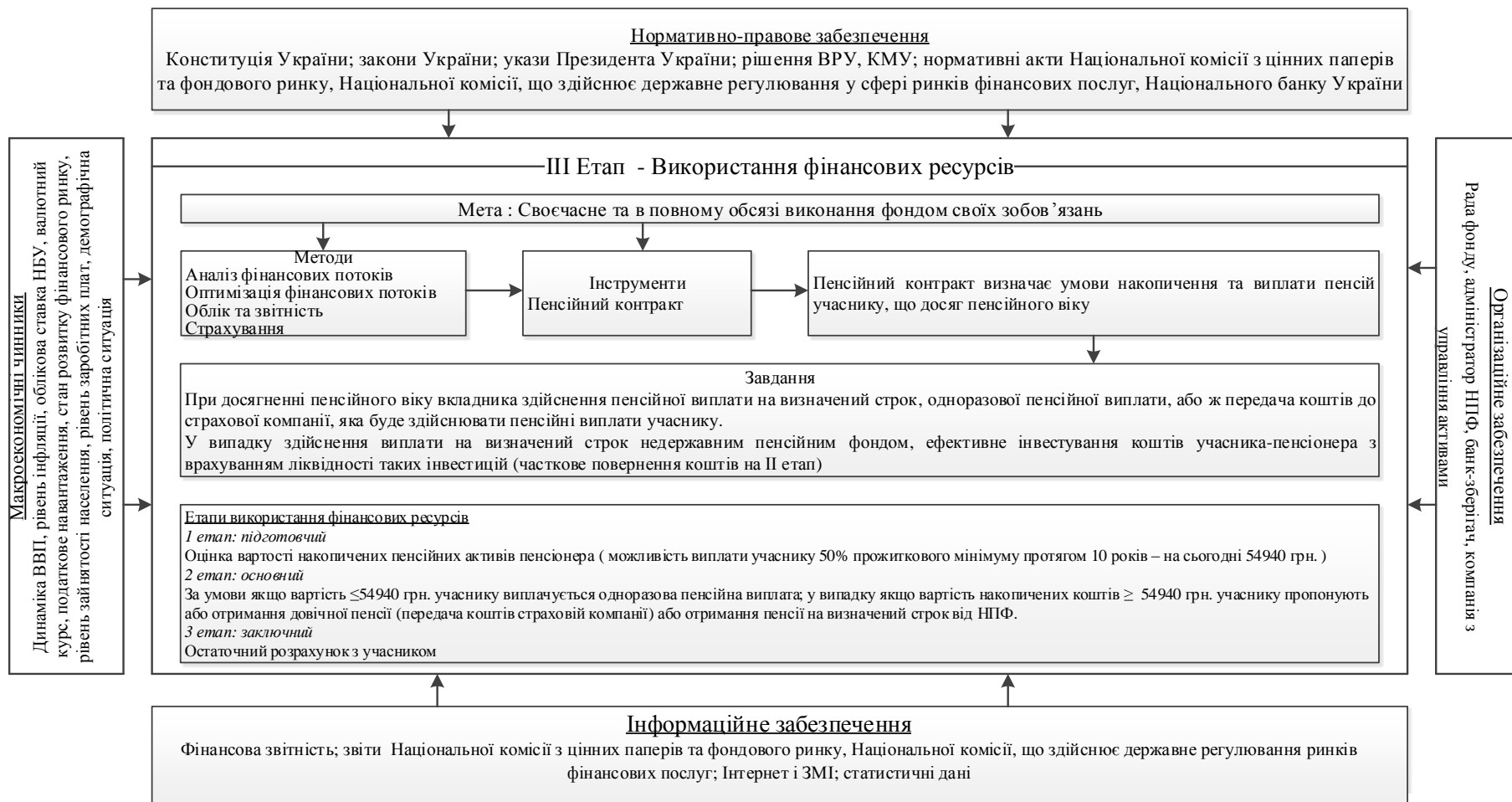


Рисунок 3.5 – Структурно-логічна схема управління фінансовими потоками в системі НПЗ на етапі використання фінансових ресурсів (виплати пенсії)

Джерело: розроблено автором

Третьюому етапу руху фінансових ресурсів найчастіше не приділяється достатньої уваги. На цьому етапі кошти залишають НПФ. Проте, з точки зору учасника, він є одним із найважливіших. Не менш важливий останній етап і для самого фонду та для інших, у тому числі і майбутніх, учасників. Саме від повного та своєчасного здійснення пенсійних виплат залежить репутація НПФ, довіра до нього, та, в подальшому, можливість залучення нових учасників до фонду, замість тих, які вибули.

Основним інструментом управління є пенсійний контракт, в якому визначається періодичність пенсійних виплат, умови їх здійснення. На даному етапі, при умові ще не виплаченого залишку коштів (пенсія на визначений строк), достатньо важливим є аналіз фінансових потоків, їх оптимізація та підтримання високого рівня ліквідності інвестицій.

Таким чином, сформована схема обігу ресурсів по системі НПЗ та розроблена структурно-логічна схема управління фінансовими потоками, на відміну від існуючих в наукових джерелах, розглядає послідовність дій на кожному з трьох етапів руху фінансових ресурсів. Вона визначає основні складові механізму управління ними, нормативно-правове, організаційне та інформаційне забезпечення. Даний механізм визначає макроекономічні фактори зовнішнього впливу на кожному з етапів, показники, вплив яких позначається на обсязі ресурсів, що працюють в системі, визначає методи, інструменти управління, завдання та послідовність здійснення дій на кожному з етапів руху фінансових потоків по системі НПЗ.

### 3.2 Обґрунтування пропозицій щодо вдосконалення державного регулювання системи НПЗ в Україні

Аналізуючи діяльність недержавних пенсійних фондів було визначено, що поширення та розвиток недержавного пенсійного забезпечення залежить від великої кількості чинників, серед яких необхідно відзначити державне

регулювання.

В Законі України «Про недержавне пенсійне забезпечення» зазначено, що з метою захисту законних інтересів та майнових прав учасників НПЗ державою гарантується дотримання норм законодавства шляхом здійснення відповідними державними органами нагляду та контролю [146]. Законом чітко закріплено перелік органів, які контролюють кожного з учасників, що надають послуги в рамках системи недержавного пенсійного забезпечення. До них належать НКЦПФР, НКДРРФП, Антимонопольний комітет та Національний банк України. Кожному із вище перелічених органів належить право регулювання окремо за одним чи декількома суб'єктами системи, контролюючи певні аспекти їх діяльності (рисунок 3.6).

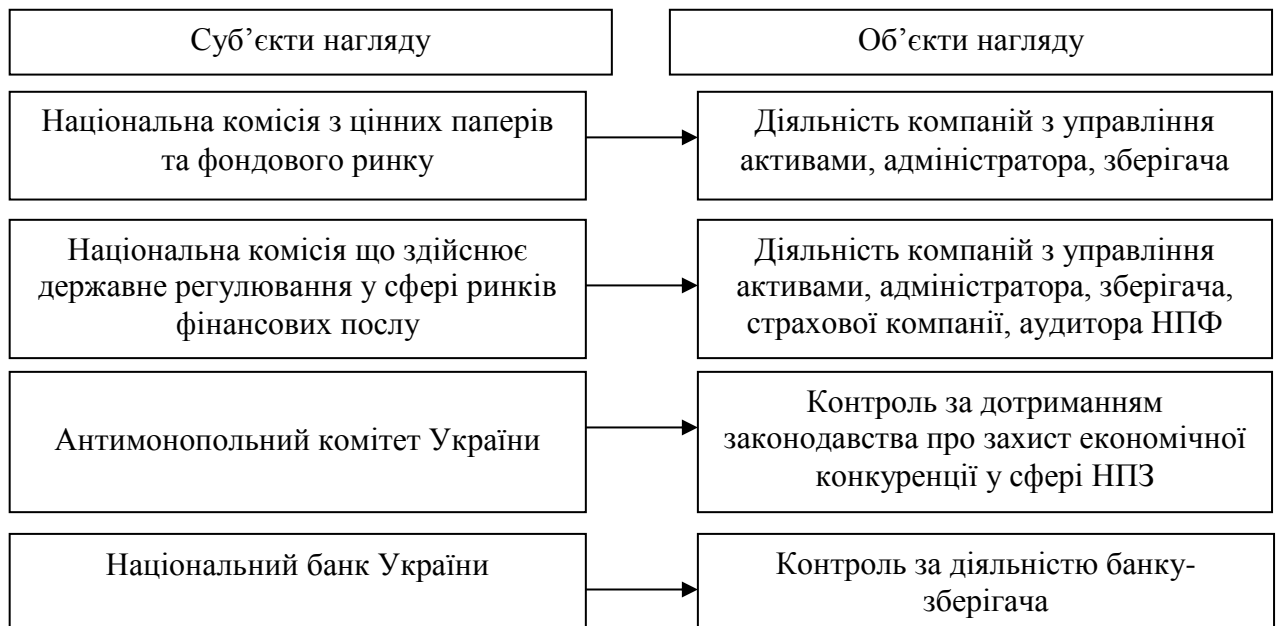


Рисунок 3.6 – Державний нагляд за системою недержавного пенсійного забезпечення

Розглянемо більш детально напрямки регулювання кожного суб'єкту нагляду.

НКЦПФР контролює діяльність компаній з управління активами, адміністратора та зберігача недержавного пенсійного фонду в межах своїх повноважень. НКЦПФР України за погодженням із НКДРРФП встановлює:

- максимальні розміри винагороди за надані послуги з управління активами НПФ;
- порядок обрахунку тарифів на послуги зберігача, їх максимальний розмір;
- методику розрахунку, визначення та обліку ЧВА адміністратором фонду;
- особливості та порядок обрахунку та обліку прибутку (збитку) фонду за поточний звітний період.

Також, НКЦПФР:

- визначає порядок подання звітності особами, що здійснюють управління НПФ та зберігачем, встановлюють вимоги до такої звітності;
- застосовує фінансові санкції до осіб, які управляють активами фонду;
- інформує НКДРРФП про випадки порушень та застосовані санкції до порушників протягом 10 днів.

Наступним суб'єктом нагляду, який слід розглянути є Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. До її повноважень входить:

- державний нагляд і контроль за діяльністю НПФ, їх адміністраторів, зберігачів, страхових організацій та банків;
- контроль за дотриманням норм законодавства та достовірністю інформації, що оприлюднюється учасниками системи НПЗ;
- визначення вимог до аудиторів, які здійснюють перевірку суб'єктів системи НПЗ.

Окрім того, НКДРРФП:

- контролює питання пов'язані із договірними взаємовідносинами із адміністраторами, КУА та банками-зберігачами;
- встановлює порядок заснування відокремлених підрозділів, філій, представництв;

- встановлює форми та порядок надання виписок з індивідуального рахунку учасника;
- затверджує методику визначення розміру пенсійних виплат, граничні розміри на оплату послуг осіб, що обслуговують НПФ;
- погоджує склад ради НПФ;
- розробляє правила підготовки інвестиційних декларацій фонду, погоджує їх із НКЦПФР, встановлює вимоги до реєстрації та здійснює реєстрацію вищезазначених документів.

НКДРРФП встановлює порядок: реєстрації статуту недержавного пенсійного фонду, пенсійних схем; ведення персоніфікованого обліку учасників.

Ліквідація, реорганізація НПФ, порядок переведення коштів до іншого фонду також контролюється НКДРРФП. Крім того, у разі зменшення ЧВО більше ніж на 10% за рік, повідомляє про такі зміни НКЦПФР та раду фонду.

Вплив Антимонопольного комітету України на діяльність суб'єктів системи пенсійного забезпечення теж достатньо суттєвий. Він:

- здійснює контроль за дотриманням норм законодавства про захист економічної конкуренції у системі НПЗ;
- на основі власних перевірок, а також звітів органів, які паралельно здійснюють нагляд, письмово повідомляє НКДРРФП про порушення антимонопольного законодавства суб'єктами системи та прийняті відповідні рішення.

Що стосується впливу Національного банку України на учасників системи НПЗ, то він має певні особливості. До обов'язків Національного банку України, як регулятора, входить здійснення державного нагляду за діяльністю банків, які є зберігачами пенсійних активів, а також за діяльністю банків, які відкривають депозитні пенсійні рахунки. Національний банк України має право організовувати перевірки банківських установ, що надають послуги в системі НПЗ. Якщо було виявлено порушення, то НБУ

зобов'язаний інформувати інших суб'єктів, які здійснюють державний нагляд.

Проте, відповідно до законодавства, НБУ має право бути засновником недержавного пенсійного фонду корпоративного типу, і, за умови отримання відповідних ліцензій, самостійно здійснювати адміністрування, зберігання та управління активами такого КНПФ, що на практиці саме так і відбувається.

Специфіка діяльності Національного банку України, одночасно як регулятора і учасника системи недержавного пенсійного забезпечення, який є засновником корпоративного недержавного пенсійного фонду, негативно впливає на контроль за його діяльністю. В такому випадку нагляд за діяльністю НБУ відбувається лише з боку НКЦПФР та НКДРРФП [146].

Окрім того, всі органи, які контролюють систему НПЗ, зобов'язані здійснювати обмін необхідною для регулювання інформацією. Оприлюднювати перелік осіб, що діють в рамках системи, а також здійснювати їх перевірки, повідомляти один одного у разі виявлення порушень та про застосовані санкції з даного приводу.

Розглянувши суб'єкти й об'єкти державного нагляду системи НПЗ та повноваження, які покладено на них законами України, слід відмітити, що державними органами регулюються практично всі питання, пов'язані з діяльністю НПФ. Окремо, кожного об'єкта системи контролює один чи декілька органів. Належного рівня співпраці та координації дій між вищезазначеними органами на сьогодні не має. Це призводить до виникнення ситуації «розриву нагляду» за системою НПЗ, адже цілісного нагляду за всією системою одним органом на сьогодні не створено.

Розподіл функції нагляду між різними суб'єктами негативно впливає на ефективність державного регулювання та може призвести до виникнення ризику втрати коштів. Виходячи з цього, постійно обговорюється покращення політики державного регулювання ринку фінансових послуг і системи НПЗ.



З метою подолання розриву в нагляді за системою НПЗ в 2010 році була затверджена Концепція запровадження пруденційного нагляду за небанківськими фінансовими установами. Запровадження її планувалося в декілька етапів. І хоча частково умови концепції вже виконані, нажаль, повністю усунути розрив в нагляді не вдалося.

Окрім цього, фахівцями Національного банку України був розроблений документ «Консультації щодо підвищення ефективності регулювання та нагляду за фінансовим сектором», в якому були розглянуті варіанти вирішення проблем нагляду за діяльністю фінансових установ.

В документі розглянуті наступні напрямки покращення системи нагляду за фінансовим сектором: покращення взаємодії та розбудова існуючих органів нагляду; створення органу нагляду при Національному банку України; створення окремого органу нагляду; передача наглядових функцій двом органам (Регулятору фінансового ринку та Службі фінансового нагляду при НБУ) [70]. Таким чином, вже в даному документі розглядався варіант зміни моделі регулювання системи нагляду за ринком фінансових послуг.

Наступним кроком в напрямку регулювання системи нагляду було створення проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо національних комісій, що здійснюють державне регулювання ринків цінних паперів і фінансових послуг» в серпні 2014 року, де йдеться про певну оптимізацію структури органів нагляду. Так, згідно законопроекту, до обов'язків Національного банку України пропонується передати нагляд за діяльністю ринку банківських послуг, діяльності ломбардів, кредитних спілок, бюро кредитних історій, страхових компаній, за діяльністю платіжних систем, компаній, які надають послуги у сфері лізингу та факторингу. Контроль за діяльністю всіх інших організацій, які працюють на ринку фінансових послуг, у тому числі і за діяльністю недержавних пенсійних фондів, планується передати новоствореному органу – Національній комісії з фінансового нагляду [139].

Виходячи із вищезазначеного, навіть за умови затвердження та вступу в силу даного законопроекту уникнути розриву нагляду за діяльністю суб'єктів, що надають послуги в сфері НПЗ практично не вдасться. Таким чином, виникає необхідність реформування системи державного нагляду за ринком фінансових послуг та за фінансовими інститутами, що надають послуги в системі НПЗ.

Розглянемо закордонну практику вирішення даної проблеми. В закордонній практиці структура наглядових органів найчастіше має наступний вигляд (таблиця 3.1): секторальна структура органів нагляду, зосередження всіх функцій в рамках одного органу, змішана модель (Твін Пікс).

Секторальна модель нагляду притаманна в більшій мірі країнам, що розвиваються, вихідцям із колишнього Радянського союзу. Це, як правило, країни із слабо розвиненим ринком фінансових послуг, ринком цінних паперів. Нагляд при даній моделі здійснюється двома та більше органами за діяльністю різних фінансових інститутів. Прикладом такої моделі сьогодні є і Україна. Недоліком секторальної моделі є розпорошення функцій та відповідальності, що призводить до низки проблем із управлінням, наглядом, відповідальністю та контролем в системі.

Інший варіант регулювання ринків фінансових послуг – змішана модель (Твін Пікс). Дана модель притаманна Австрії, Естонії, Румунії, Молдові, Великобританії. При такій моделі функція пруденційного нагляду за фінансовим сектором покладається на один орган, при цьому інший орган забезпечує захист прав споживачів даних фінансових послуг. Фактично контроль в цих країнах переданий Центральному банку, в той же час питаннями добросовісної конкуренції займається інший орган управління.

Останній варіант створення мегарегулятора – зосередження всіх функцій та передача їх одному органу. Прикладом країн, які застосовують дану модель є Канада, Фінляндія, Японія, Сінгапур, ПАР, Данія, Швеція.

Таблиця 3.1 – Система та органи регулювання ринку фінансових функцій в закордонній практиці

Модель нагляду	Країна	Органи нагляду
Секторальна	Словенія	Національний банк Словенії Агенція зі страхового нагляду Агенція з ринку цінних паперів
	Узбекистан	Центральний банк Республіки Узбекистан Центр з координації та розвитку ринку цінних паперів при Державному комітеті Республіки Узбекистан по приватизації, монополізації та розвитку конкуренції Державна інспекція зі страхового нагляду при Міністерстві фінансів Республіки Узбекистан
	Киргизстан	Національний банк Киргизької Республіки Державна служба по регулюванню та нагляду за фінансовим ринком Киргизької Республіки
Змішана	Австралія	Австралійське управління пруденційного нагляду Австралійська комісія по інвестиціях та цінних паперах
	Молдова	Національний банк Молдови Національна комісія по фінансовому ринку
	Румунія	Національний банк Румунії Орган фінансового нагляду
	Естонія	Банк Естонії Орган фінансового нагляду
	Великобританія	Центральний банк Управління по фінансовому регулюванню та нагляду (Financial Services Authority)
Мегарегулятор	Канада	Інспекція з нагляду за фінансовими інститутами (Office of the Superintendent of Financial Institutions)
	Фінляндія	Фінансовий надгляд (Financial Supervision)
	Японія	Агентство фінансових послуг (Financial Services Agency)
	Сінгапур	Валютне управління Сінгапуру (Monetary Authority of Singapore)
	ПАР	Рада з фінансових послуг (Financial Services Board)
	Данія	Федеральна служба фінансово-бюджетного нагляду (Financial Supervisory Authority (Denmark))
	Швеція	Шведська федеральна служба фінансово-бюджетного нагляду (Swedish Financial Supervisory Authority)

Джерело: складено автором на основі [87, 34]

Проаналізувавши закордонний досвід реформування системи нагляду ринку фінансових послуг, на нашу думку, для України найбільш доцільним є останній варіант. Розглянемо переваги та недоліки запровадження мегарегулятора в Україні.

Основними очікуваними перевагами впровадження мегарегулятора ринку фінансових послуг є наступні:

- уникнення фрагментарності в законодавстві, що регулює діяльність фінансових установ, суперечливості його положень;
- підвищення ефективності державного нагляду за діяльністю різних фінансових інститутів;
- зменшення рівня конкуренції між різними фінансовими установами. Наприклад між недержавним пенсійним фондом, страховою компанією та банком може виникнути конкуренція за одного і того ж клієнта, який прагне накопичувати кошти на майбутню пенсію. Контроль з боку різних суб'єктів регулювання для кожного з них призводять до виникнення конкурентних переваг у кожного. А впровадження єдиного органу нагляду дозволить поставити всіх учасників ринку в подібні умови функціонування та зменшить конкурентну напругу;
- скорочення витратної частини бюджетних коштів, за рахунок об'єднання функції декількох органів в одному;
- підвищення рівня компетентності співробітників та скорочення витрат на їх перекваліфікацію;
- скорочення обсягів звітності та перенаправлення її до одного органу, використання єдиних підходів до здійснення наглядової діяльності;
- посилення відповідальності мегарегулятора за прийняті рішення, здійснення діяльності на основі єдиного інформаційного, організаційного, технічного та нормативного забезпечення, неможливість уникати відповідальності, шляхом перекладання її з одного регулятора на іншого;
- можливість перенаправляти фінансові потоки у пріоритетні галузі;
- більш ефективне управління ризиками, за рахунок всебічного моніторингу подібних фінансових продуктів, які принципово не відрізняються та не залежать від того, хто їх надає.

Проте існують і негативні аспекти, пов'язані з впровадженням мегарегулятора ринку фінансових послуг:

– витратна складова збільшиться за рахунок фінансування розробки відповідної нормативно-правової бази, а також на реорганізацію існуючих органів державного нагляду;

– під час перехідного етапу можуть виникнути ризики послаблення державного контролю за діяльністю фінансових інститутів, що, в свою чергу, може призвести до дестабілізації ринку фінансових послуг в цілому;

– враховуючи особливості вітчизняного розвитку економіки при запровадженні мегарегулятора, централізація всіх функцій контролю та управління в одному органі може спровокувати виникнення корупційної складової.

Таким чином, проаналізувавши закордонний досвід, всі позитивні й негативні моменти створення мегарегулятора, можна сказати, що об'єднання всіх управлінських функцій має набагато більше позитивних моментів, ніж навпаки. Зосередження регулятивних функцій в рамках одного органу дозволить вирішити більшість проблемних питань функціонування ринку фінансових послуг і ринку недержавного пенсійного забезпечення.

Враховуючи зарубіжну практику, існуючі тенденції вітчизняного ринку фінансових послуг, існуючих законопроектів, найбільш доцільно всі функції передати органу, який планується створити найближчим часом – Національній комісії з фінансового нагляду.

В рамках вище зазначеного, слід виділити питання, яким потрібно приділити увагу при створенні мегарегулятора. Перш за все при переході повинні бути розроблені принципи діяльності, організаційно-правова форма, кадрова структура, повноваження та їх обсяг, фінансування, управління та підпорядкування.

Одним із важливих питань функціонування мегарегулятора на ринку фінансових послуг України є прозорість та довіра до регулятора, що особливо актуально в нинішній час. Окрім основних функцій з управління, нагляду та контролю слід виділити наступні: робота в напрямку підтримки довіри до фінансової системи; розуміння переваг та недоліків інвестиційної

діяльності різних інститутів; забезпечення на відповідному рівні захисту прав споживачів, контроль за кількістю фінансових злочинів та протидія їм.

Особливу увагу слід приділити його кадровій структурі. Одним із завдань діяльності наглядового органу повинно стати ефективне управління фінансовими ресурсами фінансових ринків, своєчасне реагування на зміну кон'юнктури ринку, шляхом перерозподілу фінансових ресурсів із однієї сфери в іншу. При розробці кадрової політики, а також при наборі персоналу в штат необхідно зосередити увагу на висококваліфікованих співробітниках з досвідом роботи в даній сфері та передбачити фінансування на підвищення кваліфікації.

Стосовно фінансування, то зважаючи на ситуацію в країні, на перших етапах діяльність повинна фінансуватися за рахунок бюджету, з поступовим переходом на самоокупність. Аналогічне вирішення питання підзвітності. Якщо на початкових етапах мегарегулятор може підпорядковуватися Верховній Раді, Президенту чи НБУ, то поступово повинен бути перехід до незалежного його функціонування, з метою уникнення тиску з боку державних органів.

Передавши таким чином функції регулятора Національній комісії з фінансового нагляду, можливо поліпшити ситуацію на фінансовому ринку, в цілому в фінансовій системі країни, зменшити фінансове навантаження на бюджет та підвищити довіру органів фінансової системи країни.

Розглядаючи недоліки державного регулювання ринку недержавного пенсійного забезпечення, слід відмітити відсутність державних гарантій в системі НПЗ, контролю за ефективністю функціонування недержавних пенсійних фондів, страхових компаній та банків, які працюють в даній сфері.

Зважаючи на те, що НПФ є відносно новими учасниками на ринку, питання щодо певних аспектів їх функціонування і на сьогодні залишаються проблемними та вимагають регулювання та відслідковування з боку держави та контролюючих органів.

Як свідчить міжнародний досвід, надійність недержавних пенсійних фондів забезпечується не тільки постійним та жорстким контролем з боку держави, а й майновою відповідальністю, диверсифікацією активів та їхньою ліквідністю; заборонаю на інвестування пенсійних коштів у ризикові інструменти; розмежуванням відповідальності фонду, компаній по управлінню активами та банку (зберігача); відповідальністю засновників; щорічним незалежним аудитом та актуарним оцінюванням фонду; щорічним аудитом самих підприємств вкладників НПФ [4, с. 143].

Серед питань, які додатково, на нашу думку, повинна відстежувати держава, є рівень участі працездатного населення в накопичувальних пенсійних схемах. Досліджуючи міжнародний досвід розвитку НПЗ, було виявлено, що ефективне функціонування системи НПЗ можливе лише за умови охоплення приватними пенсійними програмами хоча б третини економічно активного населення. Такий рівень участі населення в недержавних пенсійних схемах дозволить сформувати достатній рівень пенсійних надходжень в систему для здійснення прибуткової, диверсифікованої та мінімально ризикової інвестиційної діяльності.

За офіційними даними на 2014 рік економічно активне близько складає 20 млн. осіб із загальної кількості працездатного – 22 млн. осіб. Кількість учасників системи НПЗ на кінець 2014 року становить лише 833,7 тис. осіб (близько 4%).

На практиці, з метою більш широкого розповсюдження недержавних пенсійних схем серед населення, необхідно законодавчо закріпити участь працівників підприємств великого і середнього бізнесу у приватних пенсійних схемах від підприємств, частину пенсійного внеску при цьому буде вносити підприємство – роботодавець (як відсоток від нарахованої заробітної плати), іншу – власне сам працівник. Окрім цього, рекомендовано започаткування діяльності корпоративних пенсійних фондів для державної сфери, адже, на сьогодні, повноцінно запроваджує додаткове пенсійне страхування серед своїх працівників тільки Національний банк України

(КНПФ НБУ) та ПАТ «Укртрансгаз» (страхова компанія «Блакитний поліс»). Ще декілька державних організацій створювало корпоративні чи професійні недержавні пенсійні фонди, проте з часом їх діяльність частково гальмувалась чи зупинялась зовсім. Закріплення на рівні законодавства участі підприємств державного сектору, великого та середнього бізнесу в недержавному пенсійному забезпеченні дозволить не тільки покращити якісні та кількісні показники розвитку системи НПЗ, а і надасть певні соціальні пільги працівникам, зменшить плинність кадрів та тінізацію заробітних плат на підприємства та в установах.

Наступним важливим показником, що характеризує діяльність системи НПЗ та потребує контролю з боку держави, є рівень дохідності інвестованих пенсійних активів.

Вимог до рівня прибутковості пенсійних активів держава сьогодні не встановлює. В наукових колах питання встановлення вимог до рівня прибутковості інвестування пенсійних коштів викликає чимало дискусій. Виділяють чотири основні підходи до встановлення рівня мінімальної дохідності (рисунок 3.7).

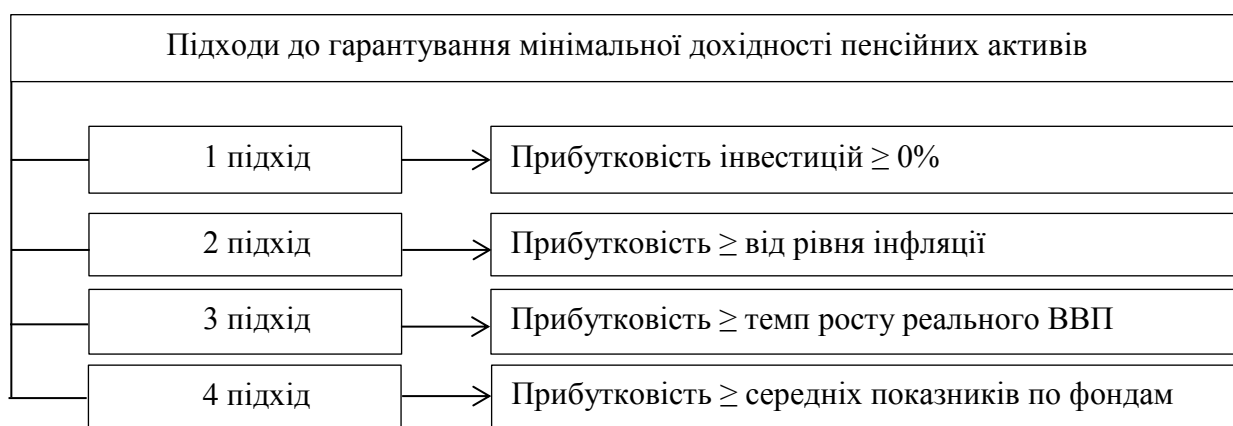


Рисунок 3.7 – Підходи до гарантування мінімальної дохідності пенсійних активів

Джерело: складено автором



Згідно першого підходу забезпечується дохідність не нижче за 0% від вартості інвестованих пенсійних активів, згідно іншого підходу дохідність повинна перевищувати рівень інфляції, щоб зберегти пенсійні активи від знецінення. Наступний підхід – гарантування доходу на рівні зростання добробуту населення, і останній – забезпечення дохідності на рівні середніх показників по фондах за певний проміжок часу.

В вітчизняному законодавстві сьогодні не передбачено фінансових гарантій в системі НПЗ. Недержавні пенсійні фонди функціонують як інститути, котрі залучають активи, примножують їх (інвестують), та виплачують пенсії. Проте, ні дохідність інвестування, ні мінімальний розмір пенсії вони не гарантують.

Якщо розглядати діяльність страхових компаній, які сьогодні позиціонують певні свої продукти у вигляді накопичувальних пенсійних програм, то страхова компанія надає мінімальний гарантований відсоток рівня інвестиційного доходу – 4%, який в разі отримання збитків від інвестиційної діяльності перекривається за рахунок страхових резервів. Проте, враховуючи темпи інфляції, даний відсоток в останні роки не перекриває навіть інфляційного знецінення коштів. А витрати на формування страхових резервів негативно відображаються на рівні приросту залучених пенсійних коштів. Виходячи з цього, законодавче закріплення рівня прибутковості пенсійних активів є достатньо проблематичним.

Слід відмітити, що нераціонально вимагати високий рівень прибутковості інвестованих пенсійних активів з огляду на довгостроковий характер інвестицій.

Таким чином, з метою контролю та більш ефективного управління діяльністю НПФ, необхідно розробити та ввести певні підходи до оцінювання ефективності його діяльності. Це дозволить виявити проблеми, які назрівають в недержавному пенсійному фонді в результаті нераціональної інвестиційної політики чи неправильних підходів до управління недержавним пенсійним фондом.

Стабільне функціонування НПФ неможливе без дієвого механізму оцінки ефективності їх та факторів, що здійснюють стимулюючий чи дестимулюючий вплив на результативність діяльності фонду. Окрім того, чітке математичне підтвердження впливу даних показників на ефективність діяльності НПФ дозволить визначити напрямки державного впливу з метою попередження кризових ситуацій, надасть можливості прогнозування результатів діяльності фондів в короткостроковому періоді.

У попередніх розділах було обґрунтовано взаємозалежність основних показників економічного розвитку та ефективності діяльності недержавних пенсійних фондів. Зважаючи на те, ефективність діяльності фондів є одним із основних показників розвитку системи НПЗ, яка в свою чергу визначає стан розвитку соціального забезпечення держави, математична формалізація та ідентифікація основних чинників впливу на ефективність діяльності НПФ набуває все більшої значущості.

Розглянемо послідовність дій з моделювання ступеня впливу основних економічних показників на ефективність діяльності НПФ:

1. Ідентифікація та розрахунок основних показників ефективності діяльності НПФ.
2. Визначення загальної сукупності фінансово-економічних чинників, що здійснюють вплив на ефективність діяльності НПФ.
3. Ідентифікація найбільш суттєвих факторів, що чинять вплив на ефективність діяльності НПФ: стимуляторів та дестимуляторів.
4. Формалізація впливу зв'язку між істотними факторами реальної дохідності активів НПФ на основі проведення регресійного аналізу.

Інформаційною базою дослідження економічної ефективності діяльності фонду є ідентифікація кількісних показників їх діяльності, зокрема розрахунок показника дохідності діяльності НПФ.

Основним показником, що характеризує ефективність діяльності фондів, є приріст показника чистої вартості одиниці пенсійних активів, який враховуючи ефективність інвестиційної та господарської діяльності

відображає номінальне зростання їх вартості, а, отже, номінальну загальну дохідність активів НПФ.

У розрізі різних НПФ показник приросту чистої вартості одиниці пенсійних активів суттєво відрізняється (додаток Л), що зумовлено різними результатами їх інвестиційної діяльності. Таким чином, для розрахунку дохідності активів було використано середньозважений квартальний показник приросту ЧВО 10 найбільших фондів (виходячи із тривалості звітного періоду, який згідно вимог бухгалтерського обліку НПФ становить 1 квартал).

Таким чином, розрахунок середньозваженої номінальної ставки дохідності активів недержавних пенсійних фондів за квартал буде здійснюватися за формулою (3.1):

$$R = \frac{\sum Zv_i * ЧВА_i}{\sum ЧВА_i} \quad (3.1)$$

де  $ЧВА_i$  чиста вартість активів  $i$  –го НПФ на кінець звітного кварталу, тис. грн.

$Zv_i$  – зміна ЧВО  $i$  –го НПФ за звітний квартал, %;

Розрахунок зміни чистої вартості одиниці пенсійних активів здійснюється за формулою (3.2):

$$Zv_i = \frac{Вк_i - Вп_i}{Вп_i} \quad (3.2)$$

де  $Вк_i$  – ЧВО  $i$  –го НПФ на кінець звітного кварталу, грн.;

$Вп_i$  – ЧВО  $i$  –го НПФ на кінець попереднього кварталу, грн.

Проте, номінальна ставка дохідності не враховує знецінення коштів в часі. В результаті такого знецінення, розрахована прибутковість активів може в призвести до реального знецінення активів НПФ на практиці.

Виходячи з цього, для обрахунку реальної дохідності активів НПФ необхідно враховувати інфляційне знецінення. Розрахунок реальної дохідності активів недержавного пенсійного фонду здійснюється за рівнянням Фішера (3.3):

$$R' = \frac{R - I}{i + 1} \quad (3.3)$$

де  $I$  – квартальний темп інфляції.

Динаміка реального та номінального показника дохідності НПФ (таблиця 3.2 ) в цілому свідчить про негативні тенденції в їх діяльності. Номінальна прибутковість (окрім останнього року діяльності) була позитивною, в той же час дослідження реальної прибутковості діяльності показало значне знецінення активів фондів в трьох останніх кварталах 2014 року.

Наступним етапом є визначення загальної сукупності економічних чинників, які здійснюють визначальний вплив на ефективність діяльності фонду.

Інформаційною базою визначення закономірностей формування показника реальної дохідності НПФ є ідентифікація генеральної сукупності економічних показників, які ззовні впливають на дохідність та визначають її. В попередніх розділах була здійснена ідентифікація чинників, серед яких було виділено загальноекономічні, соціальні, законодавчі та політичні, які різнонаправлено впливають на ефективність діяльності та на розвиток системи НПЗ. Враховуючи обмеженість достовірної статистичної інформації, обмеженість часових та фінансових ресурсів, формування генеральної сукупності на практиці не є можливим та доцільним.

Виходячи із цього необхідним є формування вибіркової сукупності фінансових показників, які впливають на результативність діяльності НПФ (додаток М):

Таблиця 3.2 – Результати розрахунку середньозваженого показника номінальної дохідності активів НПФ та реальної дохідності

Період	Дохідність НПФ (приріст Зв) R	Реальна дохідність НПФ R'
4 квартал 2009	3,75	0,53
1 квартал 2010	5,84	1,09
2 квартал 2010	3,28	4,75
3 квартал 2010	3,75	-0,34
4 квартал 2010	8,09	6,28
1 квартал 2011	5,04	1,68
2 квартал 2011	2,40	-0,19
3 квартал 2011	2,15	3,92
4 квартал 2011	3,48	3,07
1 квартал 2012	3,05	2,33
2 квартал 2012	2,62	3,24
3 квартал 2012	2,26	2,67
4 квартал 2012	5,35	5,24
1 квартал 2013	1,68	1,58
2 квартал 2013	2,61	2,51
3 квартал 2013	2,79	3,62
4 квартал 2013	4,68	3,54
1 квартал 2014	5,97	2,88
2 квартал 2014	3,40	-4,79
3 квартал 2014	3,42	-1,13
4 квартал 2014	-0,10	-8,10

Джерело: розраховано автором

- темп приросту реального ВВП;
- темп приросту офіційного курсу української гривні до долара США;
- динаміка розвитку фінансового ринку (темپ приросту обсягу торгів на ринку цінних паперів);
- темп приросту облікової ставки НБУ;
- темп приросту реальної заробітної плати.

Показник інфляції хоча і є одним із визначальних для оцінки результативності діяльності фондів, проте його включення до вибірки факторів впливу не є можливим, зважаючи на його включення для розрахунку реальної дохідності.

На наступному етапі – визначення показників, які мають вплив на реальну дохідність НПФ, проводиться аналіз взаємозв'язків між факторами та результативною ознакою. Слід зазначити, що необхідною вимогою складання адекватної вибірки є забезпечення даними чинниками не менше 70% кількісної варіації реальної дохідності фондів.

Виходячи з цього, виникає необхідність розрахунку коефіцієнта кореляції попарно визначаючи щільність зв'язку між ознаками та виявлення напрямку зв'язку (визначення факторів-стимуляторів росту дохідності та дестимуляторів) (3.4).

$$r_{yx_i} = \frac{\sum yx_i - \frac{\sum y \cdot \sum x_i}{n}}{\sqrt{\left(\sum y^2 - \frac{(\sum y)^2}{n}\right)\left(\sum x_i^2 - \frac{(\sum x_i)^2}{n}\right)}}$$
 (3.4)

де  $r_{yx_i}$  – парні коефіцієнти кореляції між реальною ставкою дохідності активів НПФ та і-ю факторною ознакою.

Кореляційний аналіз дозволить визначити частку варіації дохідності активів за рахунок визначених факторних ознак з метою відбору найбільш істотних.

За результатами кореляційного аналізу зв'язку результативної та факторної ознаки було виявлено високу щільність зв'язку між показниками реальної дохідності та темпу приросту ВВП – (+0,7); а також дохідності та темпами приросту офіційного валютного курсу української гривні до долара США – (-0,7). В той же час щільність кореляційних зв'язків дохідності та приросту облікової ставки НБУ, темпів приросту реальної заробітної плати та динаміки розвитку фінансового ринку характеризується як слабка.

Таким чином, визначальними показниками для оцінки впливу на ефективність діяльності НПФ є темп приросту реального ВВП та темп приросту офіційного валютного курсу української гривні до долара США.

Для виключення можливості взаємного впливу даних показників розрахуємо парний коефіцієнт кореляції між зазначеними факторними ознаками (3.5).

$$r_{x_i x_k} = \frac{\sum x_i x_k - \frac{\sum x_i \sum x_k}{n}}{\sqrt{\left(\sum x_i^2 - \frac{(\sum x_i)^2}{n}\right) \left(\sum x_k^2 - \frac{(\sum x_k)^2}{n}\right)}}, \quad (3.5)$$

де  $r_{x_i x_k}$  – парні коефіцієнти кореляції між темпами приросту офіційного курсу валют та реального ВВП.

Розрахований з допомогою рівняння 3.5 коефіцієнт кореляції, свідчить про слабкий зв'язок між даними факторами.

На основі аналізу вищезазначених показників, виявлено, що дестимулятором реальної дохідності НПФ є девальвація гривні відносно долара США, стимулятором є приріст реального ВВП.

В процесі розрахунків було доведено відсутність мультиколінеарності даних показників з метою побудови якісної моделі та отримання статистично-значимих результатів.

Наступним етапом аналізу ефективності діяльності фондів є формалізація впливу зв'язку між істотними факторами реальної дохідності активів НПФ на основі проведення регресійного аналізу. Аналіз здійснювався на основі вирівняного ряду даних шляхом усунення викидів.

Оцінка впливу кожного з показників на дохідність активів визначається з допомогою побудови економетричної моделі множинної регресії.

Загальний вигляд двох факторного рівняння регресії (3.6)

$$R' = a + b_1 * T_{\text{прВВП}} + b_2 * T_{\text{прВК}} \quad (3.6)$$

Для оцінки параметрів рівняння регресії використовують метод найменших квадратів.

Для оцінки параметрів рівняння регресії було використано пакет аналізу даних. Результати отриманих розрахунків наведено в таблиці 3.3.

Таблиця 3.3 – Результати статистичної обробки даних

Показник	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t-статистика	P-Значення
R'	2,331	0,47	4,99	0,000112318
T <sub>прВВП</sub>	0,35	0,09	3,89	0,001189662
T <sub>прВК</sub>	-0,17	0,06	-2,97	0,008570748

При розв'язку рівняння регресії було визначено коефіцієнти рівняння регресії:  $b_1 = 0,35$ ;  $b_2 = -0,17$ ;  $a = 2,33$ .

Виходячи з цього, рівняння 3.6 набуває вигляду (3.7):

$$R' = 2,33 + 0,35 * T_{\text{прВВП}} - 0,17 * T_{\text{прВК}} \quad (3.7)$$

Таким чином, було визначено параметри рівняння регресії, які визначають середню зміну реальної дохідності НПФ.

Оцінка адекватності моделі проводиться за допомогою розрахунків показників детермінації; t-критерія Стьюдента; F-критерію Фішера, та порівняння їх з табличними значеннями. Результати статистичної обробки даних наведено в таблиці 3.3, 3.4.

Таблиця 3.4 – Результати перевірки моделі

Показник	Результат
Коефіцієнт парної кореляції	0,851
Коефіцієнт детермінації	0,724
Нормований коефіцієнт детермінації	0,692
Стандартна похибка	1,892
Кількість спостережень	20
Критерій Фішера (F)	22,351
Значимість F	0,00002

Джерело: розраховано автором



Коефіцієнт парної кореляції показує, що залежність між даними вибірки позитивна, тобто зміна темпів приросту валютного курсу та ВВП призводить до зміни реальної дохідності НПФ. Коефіцієнт детермінації показує, що близько 72% реальної дохідності фонду пояснюється варіацією приростів вищезазначених макроекономічних показників, відповідно дані показники є вагомими при прогнозуванні реальної дохідності НПФ.

Критерій Фішера є статистично значимим, так як при рівні значимості 0,05 та відповідної кількості ступенів волі він перевищує табличне значення. Таким чином, гіпотеза про значущість факторів приймається.

Критерій Стюдента (t-статистика) перевищує табличне значення для даної кількості спостережень (2,08), що свідчить про значущість розрахованих коефіцієнтів.

Загальний алгоритм оцінки ефективності діяльності НПФ наведено на рис. Н.1 додатку Н.

Отже, проведення формалізації впливу економічних факторів на реальну прибутковість активів недержавних пенсійних фондів дозволяє провести ідентифікацію основних чинників, що впливають на приріст вартості активів, визначити їх силу, ступінь впливу та дозволяє приймати відповідні управлінські рішення з метою управління ефективністю їх діяльності.

Таким чином, дослідивши рівень державного втручання та контролю за діяльністю одного із основних учасників третього рівня системи недержавного пенсійного забезпечення, слід відмітити, що такий контроль має ознаки формального та потребує посилення. Також, нами було запропоновано ряд дій, які дозволять не лише зробити недержавне пенсійне забезпечення більш розповсюдженим серед населення, але і дозволить більш жорстко відслідковувати ефективність управління фінансовими ресурсами вкладників і, як результат, зробить недержавні пенсійні фонди більш привабливими в якості інструментів для зберігання довгострокових активів.

### 3.3 Оптимізація інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів в умовах економічної нестабільності

Недержавні пенсійні фонди створюються та функціонують як неприбуткові організації. Основною метою їхньої діяльності є акумулювання, накопичення, примноження та збереження коштів майбутніх пенсіонерів. Від прибутковості інвестування коштів вкладників буде залежати обсяг ресурсів на їх індивідуальних рахунках, та розмір виплат, які отримуватиме учасник-пенсіонер після досягнення пенсійного віку. Всі поточні витрати діяльності фонду повинні покриватися за рахунок інвестиційного доходу. Таким чином, розміру доходу, отриманого від вкладання пенсійних коштів, повинно вистачити не лише на накопичення пенсії учасникам, а і на покриття поточних витрат фонду, оплату послуг адміністратора, КУА, банку зберігача та сторонніх організацій, які задіяні в поточній роботі НПФ.

Проте в умовах економічної нестабільності досягти прийняттого рівня прибутковості інвестицій достатньо складно. Окрім цього, жорсткі нормативні обмеження стосовно напрямків вкладання пенсійних активів, їх диверсифікації, хоча й допомагають забезпечити певний рівень надійності інвестицій, значно обмежують можливості пошуку найбільш прийнятних та прибуткових активів.

Таким чином, ефективність діяльності недержавного пенсійного фонду прямо пов'язана із прибутковістю його інвестиційної діяльності.

Як критерій ефективності діяльності фонду, а, отже, і критерій ефективності здійснення інвестиційної політики в дисертаційній роботі, нами було обґрунтовано методику розрахунку середньозваженого показника реальної дохідності, який запропоновано використовувати в якості показника мінімальної дохідності пенсійних активів. Даний показник може бути використаний як індикатор назріваючих проблем в фонді. Проте виконання

вимог щодо прийняттого рівня дохідності інвестування пенсійних активів можливе лише за умови здійснення зваженої інвестиційної політики, що дозволить не лише забезпечити «нульову» дохідність, а і приносити прибутки.

Інвестиційною ціллю НПФ є виконання умов збереження та майбутнього приросту активів, що забезпечується прибутковим інвестиційним портфелем. Акумуляованих коштів повинно вистачати для виконання поточних зобов'язань перед учасниками на дату виплати пенсії та підтримання рентабельності інвестиційних портфелів на достатньому рівні: перекивати інфляційне знецінення; покривати адміністративні витрати фонду та забезпечувати інвестиційний прибуток на прийнятному рівні.

Аналіз теорії інвестицій та портфельного інвестування показав ґрунтовні напрацювання вітчизняних і закордонних науковців у даній сфері.

Основоположником сучасної портфельної теорії вважається Г. Марковіц. Він вперше запропонував теоретично ймовірнісну формалізацію ризиків та дохідності цінних паперів за допомогою математичних методів, що надало можливість розраховувати оптимальну структуру інвестиційного портфелю. Дана модель дозволяє співставити такі показники як «ризик-прибутковість» при заданому обсязі фінансових ресурсів. Дохідність визначається як середнє значення дохідності за певну кількість попередніх періодів, обов'язковою умовою є стаціонарність ряду, підпорядкування його нормальному закону розподілу. Ризик оцінюється як середньоквадратичне відхилення, варіація змін відсотку доходу. При цьому коливання як в позитивну, так і в негативну сторону підвищують ступінь ризику. Проте, даний підхід більше застосовуваний для цінних паперів, які обертаються на фондовій біржі, переважно для акцій.

У. Шарпом була розроблена одноіндексна модель на основі класичної моделі Г. Марковіца. Дана модель, на відміну від попередньої, співставляє дохідність конкретного цінного паперу із дохідністю ринку в цілому. Проте, застосована вона може бути тільки для тих фінансових інструментів, які

обертаються на фінансовому ринку. Для портфелю фінансових інвестицій, який містить також інші фінансові інструменти, або за умови недостатнього розвитку фінансового ринку, даний підхід застосовувати не рекомендовано [102].

Серед багатьох теорій портфельного інвестування сучасності слід виділити також модель оцінки фінансових активів (Capital Asset Pricing Model – CAPM). Дана модель допомагає оцінити дохідність активів та їх взаємозв'язок із ринковою дохідністю та чутливістю визначеного цінного паперу до змін на ринку. Суттєва увага при розрахунку дохідності портфеля приділяється безризиковій ставці дохідності активу та ставці дохідності ризикового виду активу, різниця між якими визначає розмір премії за ризик.

Проте, даний метод не є прийнятним для недержавних пенсійних фондів з декількох причин. По-перше, середньоквадратичне відхилення в даній моделі не досліджується, натомість розраховуються вплив окремого активу на систематичний ризик портфеля. По-друге, у вітчизняних умовах виникають проблеми з визначенням безризикової ставки. Закордонні фахівці рекомендують визначати на основі дохідності за 10-ти річними урядовими облігаціями безризикову ставку, проте, в вітчизняних реаліях даний підхід не є прийнятним та вимагає коригування на індекс інфляції.

Таким чином, здійснивши аналіз існуючих підходів в теорії портфельного інвестування, а, також, зважаючи на велику кількість особливостей, які слід враховувати при формуванні портфелю фінансових інвестицій НПФ, а саме законодавчої регламентованості процесу інвестування нормативними актами та внутрішніми актами недержавних пенсійних фондів (інвестиційна декларація); довготривалості інвестиційних вкладень; взаємозалежності ризиковості та дохідності інвестиційних інструментів, які обертаються на ринку; необхідності обмеження ступеня ризику; врахування необхідності схоронності коштів застосування в чистому вигляді більшості методів, які існують в економічній теорії, в тому числі і вищезазначених підходів в практичній діяльності НПФ не є можливим.

Отже, виникає потреба в подальшій розробці науково-методичних підходів до оптимізації структури портфелю інвестицій недержавних пенсійних фондів.

Враховуючи складність застосування переважної більшості підходів до формування інвестиційного портфелю, автором було прийнято рішення щодо використання оптимізаційної моделі – економіко-математичної моделі лінійного програмування. Даний метод дозволить знайти оптимальне значення – екстремум функції (максимум чи мінімум) з урахуванням всіх обмежень (як законодавчих, так і обмежень стосовно прибутковості та ризиковості, і т. п.).

Побудова оптимізаційної моделі здійснюється в декілька послідовних етапів (рис.П.1 додаток П):

- 1) Визначення вхідних параметрів;
- 2) Визначення цільової функції моделі;
- 3) Визначення обмежень функції (законодавчі, ризику, доходності);
- 4) Розрахунок прогнозної структури портфелю інвестицій недержавного пенсійного фонду та інтерпретація результатів;
- 5) Перевірка моделі.

Вхідними параметрами під час побудови оптимізаційної моделі є фінансові та інвестиційні активи, які можуть бути використані в якості об'єкта інвестування пенсійних коштів. Таким чином, перший етап побудови моделі оптимізації структури портфелю інвестицій НПФ – вибір об'єктів для інвестування. Здійснивши аналіз інвестиційних інструментів, дозволених Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення» для вкладання коштів пенсіонерів, було виділено шість, які в ретроспективі показали високу доходність та за оцінками аналітиків будуть приносити прибутки в майбутніх періодах: акції, облігацій вітчизняних підприємств, депозити банків, монетарні метали (золото), об'єкти нерухомості та державні цінні папери. Акції, облігації підприємств, депозити та ОВДП і на сьогодні є найбільш представленими в портфелях недержавних пенсійних фондів, стосовно

банківського золота й об'єктів нерухомості – аналіз показав, що даний актив в довгостроковій перспективі має потенціал до зростання, проте в практиці інвестиційної діяльності вони практично не використовуються. На основі даних статистики, звітів Національного банку України та інших офіційних джерел розраховано середньорічну дохідність кожного з вищезазначених активів за останні 9 років (таблиця 3.5).

Таблиця 3.5 – Дохідність інвестиційних інструментів, % річних (фактичні дані)

Рік	Акції	Облігації підприємств	Депозити банків	Монетарні активи (золото)	Об'єкти нерухомості	Державні цінні папери
2006	44,02	14,82	15	25,96	67,42	9,26
2007	128,07	29,23	15,3	33,33	44,34	6,71
2008	-74,26	11,11	21,00	63,11	50,33	11,86
2009	108,90	20,00	24,25	33,22	-32,05	12,21
2010	67,22	22,61	16,75	31,82	-1,75	12,69
2011	-44,16	12,77	18,10	3,41	-11,45	9,20
2012	-36,50	18,40	19,55	20,49	0,53	13,56
2013	-8,68	22,13	19,00	-24,10	-0,86	12,96
2014	33,85	13,61	19,45	97,79	76,93	15,24

Джерело: складено автором на основі [4,56,158,170,174,176]

Враховуючи значні коливання дохідності за окремими фінансовими інструментами, наявність викидів, необхідно здійснити вирівнювання рядів даних. Порівнявши результати вирівнювання за методом Ірвіна з результатами вирівнювання з допомогою ковзної середньої, можна зробити висновки, що останній метод дає результати більш приближені до реальних, враховує тенденції дохідності кожного з інструментів.

Вирівнювання рядів даних дохідності по кожному інструменту було здійснено з використанням тричленної ковзної середньої (3.8).

$$r_{n_s} = \frac{r_n + r_{n-1} + r_{n-2}}{3} \quad (3.8)$$

де  $r_{n_s}$  – розрахована (згладжена) дохідність за  $i$ -тим інвестиційним інструментом;

$r_n, r_{n-1}, r_{n-2}$  – фактична дохідність за даним  $i$ -тим інвестиційним інструментом в період  $n, n-1, n-2$ .

На основі розрахунків було отримано наступні результати (таблиця 3.6).

Таблиця 3.6 – Результати згладжування дохідності за інвестиційними інструментами, % річних

Рік	Акції	Облігації підприємств	Депозити і банків	Монетарні активи (золото)	Об'єкти нерухомості	Державні цінні папери
2008	32,61	18,39	17,10	40,80	54,03	9,28
2009	54,24	20,12	20,18	43,22	20,87	10,26
2010	33,95	17,91	20,67	42,72	5,51	12,25
2011	43,99	18,46	19,70	22,82	-15,08	11,37
2012	-4,48	17,93	18,13	18,58	-4,22	11,82
2013	-29,78	17,77	18,88	-0,06	-3,93	11,91
2014	-3,78	18,05	19,18	31,40	25,53	13,92

Джерело: розраховано автором

Прогнозування дохідності за кожним із фінансових інструментів було здійснено шляхом розрахунку середньорічної дохідності за кожним із інвестиційних активів. Таким чином, прогнозована дохідність за кожним із них розраховується за формулою (3.9).

$$\bar{r}_i = \frac{1}{T} * \sum r_{it} \quad (3.9)$$

де  $\bar{r}_i$  – середньорічна дохідність за  $i$ -тим інвестиційним інструментом;

$T$  – кількість періодів (років);

$t = 1, 2, \dots, n$ ;

$r = 1, 2, \dots, n$ .

Результати розрахунків середньорічної дохідності за кожним із інвестиційних інструментів, рекомендованих до включення в портфель НПФ, наведені в таблиці 3.7.

Не менш важливим показником, який слід враховувати при формуванні інвестиційного портфелю, є ризик коливання вартості інвестицій.

Одним із підходів до кількісної оцінки ризиковості інвестування коштів в той чи інший фінансовий актив є розрахунок середньоквадратичного відхилення, дисперсії ряду (3.10):

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{\sum (r_i - \bar{r})^2}{T}} \quad (3.10)$$

Також про ризиковість інвестицій може свідчити варіація ряду. Показник варіації дозволяє кількісно оцінити ризик вкладання коштів, він показує розкид ряду даних, вказує на частку його розкиду від середньої величини ряду (3.11):

$$V_\sigma = \frac{\sigma}{\bar{r}} \quad (3.11)$$

Результати розрахунку дисперсії та варіації ряду даних доходностей за кожним інвестиційним активом наведено в таблиці 3.7.

За розрахунковими даними найвищу середню дохідність має золото – 28,5% річних та акції вітчизняних емітентів – 18,1 % річних, рівень ризику інвестицій теж є достатньо високим в порівнянні з іншими активами, що аналізувались. Про це свідчить їх дисперсія і варіація. Проте при порівнянні їх між собою, варто відмітити, що ризик інвестицій в монетарне золото є в кілька разів нижчим, ніж в при вкладанні в акції. Найнижча дохідність у державних цінних паперів (ОВДП) – 11,54%, відповідно і ризик здійснення таких інвестицій достатньо низький. Аналізуючи об'єкти нерухомості в



якості інвестиційних активів, слід відмітити достатньо невисоку дохідність – 11,82% річних, при цьому волатильність ціни є достатньо високою, що вже на першому етапі розрахунків свідчить про низьку імовірність його включення в портфель. Проте, за умови активної інвестиційної стратегії, в результаті пошуку недооцінених активів, можливо говорити про перспективність нерухомості як інвестиційного активу, який в майбутньому матиме суттєвий приріст вартості.

Таблиця 3.7 – Результати розрахунку середньорічної дохідності та ризику

Фінансовий інструмент	Середньорічна дохідність ( $\bar{r}_i$ )	Дисперсія( $\sigma$ )	Варіація( $V_\sigma$ )
Акції	18,10	29,33	1,62
Облігації підприємств	18,37	0,80	0,04
Депозити банків	19,12	1,22	0,06
Монетарні активи (золото)	28,50	15,89	0,56
Нерухомість	11,82	22,74	1,92
Облігації внутрішньої державної позики	11,50	1,05	0,09

Джерело: розраховано автором

Наступним етапом побудови моделі є формулювання цільової функції. Враховуючи загальну мету здійснення інвестицій недержавними пенсійними фондами, а саме збереження та примноження коштів, цільовою функцією повинна бути максимізація прибутку.

Виходячи із цього, цільовою функцією є загальна прибутковість портфелю, яка прямує до максимуму (3.12):

$$f(x_1, x_2, x_3, x_3, x_4, x_5, x_6) = \bar{r}_1 x_1 + \bar{r}_2 x_2 + \bar{r}_3 x_3 + \bar{r}_4 x_4 + \bar{r}_5 x_5 + \bar{r}_6 x_6 \rightarrow \max \quad (3.12)$$

де  $x_1$  – частка акцій в інвестиційному портфелі;

$x_2$  – частка облігацій підприємств в інвестиційному портфелі;

$x_3$  – частка депозитів в інвестиційному портфелі;

$x_4$  – частка золота в інвестиційному портфелі;

$x_5$  – частка нерухомості в інвестиційному портфелі;

$x_6$  – частка облігацій внутрішньої державної позики в інвестиційному портфелі;

$\bar{r}_1, \bar{r}_2, \bar{r}_3, \bar{r}_4, \bar{r}_5, \bar{r}_6$  – середня дохідність відповідного активу.

Після визначення цільової функції, її параметрів, визначаються обмеження моделі.

Існують нормативні обмеження стосовно максимальної частки кожного із фінансових інструментів при формуванні інвестиційного портфелю НПФ.

Окрім цього, варто ввести обмеження загального рівня ризику. За дослідженнями закордонних економістів при інвестуванні пенсійних активів прийнятним для зваженого портфелю є ризик, який не перевищує 10% [201].

Також, ми вважаємо за необхідне ввести обмеження щодо мінімального рівня дохідності, виходячи із прогнозних показників інфляції, ВВП та прогнозного валютного курсу на наступний рік (формула реальної дохідності наведена в попередньому підрозділі роботи). На наступний рік прогнозується ревальвація гривні відносно долара США на 2 – 4%, темпи приросту ВВП – 2%, інфляція – 9%. Розрахувавши за формулою 3.6 дохідність портфелю та додавши до отриманого результату показник інфляції, отримуємо номінальне прогнозоване зростання чистої вартості активів. Для розрахунку мінімальної дохідності портфелю варто додати граничну вартість витрат на обслуговування фонду – 8%, таким чином, ми отримуємо відсоток мінімальної дохідності інвестиційної діяльності на рівні 11,3%.

Окрім цього, варто ввести внутрішні обмеження системи рівнянь з метою формування адекватних результатів, що дозволить отримати лише позитивні значення.

Обмеження наведені в системі (3.13):

$$\left\{ \begin{array}{l} x_1 \leq 0,4 \\ x_2 \leq 0,4 \\ x_3 \leq 0,5 \\ x_4 \leq 0,1 \\ x_5 \leq 0,1 \\ x_6 \leq 0,5 \\ \sigma_1 x_1 + \sigma_2 x_2 + \sigma_3 x_3 + \sigma_4 x_4 + \sigma_5 x_5 + \sigma_6 x_6 \leq 10\% \\ x_1 + x_2 + x_3 + x_4 + x_5 + x_6 = 1 \\ r_1 x_1 + r_2 x_2 + r_3 x_3 + r_4 x_4 + r_5 x_5 + r_6 x_6 \geq K_{min} \\ x_1, x_2, x_3, x_4, x_5, x_6 \geq 0 \end{array} \right. \quad (3.13)$$

Наступним етапом побудови моделі є формування оптимальної структури портфелю, обрахунок часток кожного з фінансових інструментів та визначення дохідності.

Результати розрахунків наведено в таблиці 3.8.

Таблиця 3.8 – Структура інвестиційного портфелю НПФ

Фінансовий інструмент	Частка в портфелі ( $x_i$ )	Максимально дозволена частка
Акції	0,26	0,40
Облігації підприємств	0,14	0,40
Депозити банків	0,50	0,50
Монетарні активи (золото)	0,10	0,10
Об'єкти нерухомості	0,00	0,10
Облігації внутрішньої державної позики	0,00	0,50

Джерело: розраховано автором

Таким чином, ми отримали оптимальну структуру інвестиційного портфелю, рекомендованого для недержавних пенсійних фондів на наступний період (рис.3.8).

Виходячи із результатів проведених розрахунків, для недержавних пенсійних фондів в поточному та на наступний рік рекомендованою є наступна структура інвестиційного портфелю: в облігації вітчизняних підприємств та депозити банків варто інвестувати по 14% та 50 % активів загального портфелю відповідно. В монетарне золото – 10%, в акціях вітчизняних емітентів рекомендовано тримати лише 26% активів, а в

облігації внутрішньої державної позики та об'єкти нерухомості взагалі не рекомендовано вкладати кошти (в першому випадку через невисоку прибутковість, в другому через значну ризиковість).

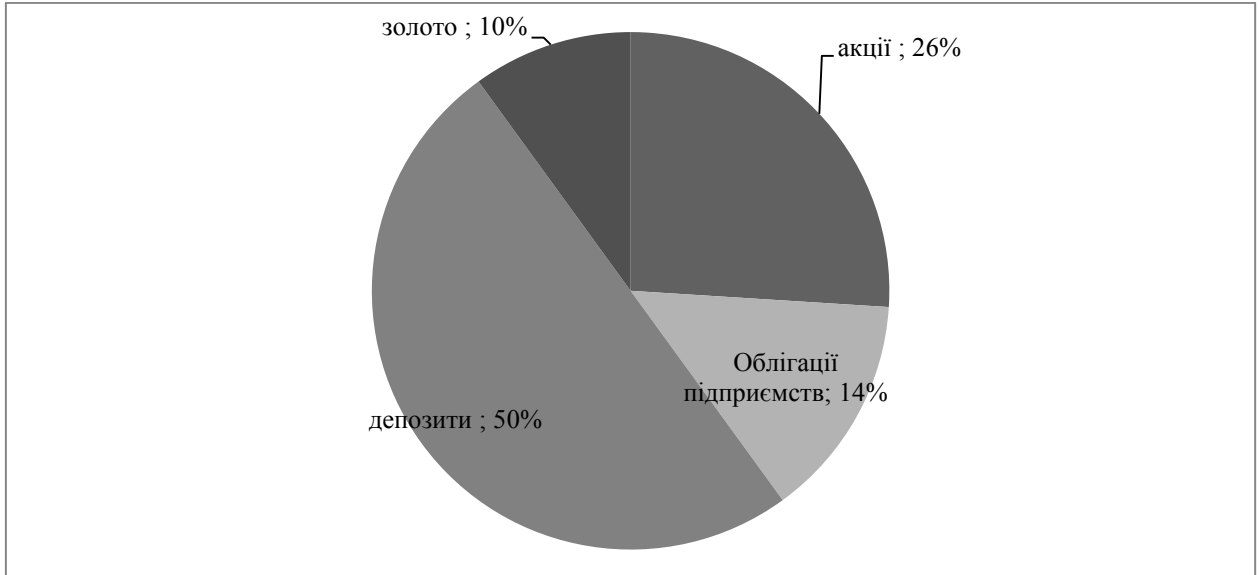


Рисунок 3.8 – Структура інвестиційного портфелю «еталонного» недержавного пенсійного фонду

Джерело: складено автором на основі попередніх розрахунків

Розрахувавши загальний ризик та дохідність при заданій структурі портфелю по прогнозних даних отримано прогнозовану дохідність на рівні 22% .

Проектуючи наді розрахунки на 2014 рік відзначимо, що найвищу прибутковість серед досліджуваних активів мало золото – 98% річних. Дохідність акцій за результатами 2014 року склала близько 34% річних. Для облігацій підприємств дохідність була нижчою за прогнозовану і склала лише 14% річних, що пов'язано з економічною, політичною ситуацією в Україні, проведенням антитерористичної операції на тимчасово окупованих територіях, де і знаходяться найбільша кількість промислових підприємств. Середня ставка за депозитами за рік склала 19,45% річних.

Виходячи з цього, маючи подібну структуру інвестиційного портфелю в 2014 році, НПФ могли отримати дохідність на рівні 30% річних, або близько 7% за квартал, що є відносно високим показником.

Аналізуючи структуру інвестиційних портфелів найбільших фондів (таблиця 3.8), слід відмітити, що на кінець 2014 року за структурою лише ВНПФ «ПриватФонд» та ВНПФ «Причетність» мали подібну до розрахованої автором структуру інвестиційного портфелю. В більшості фондів найбільш перспективні по прибутковості активи, такі як золото та акції, практично не представлені.

В той же час, порівнюючи результати діяльності вищезазначених фондів за 2014 рік, які мали стабільно високі показники діяльності в минулих періодах, можемо спостерігати наступну ситуацію: ВНПФ «Причетність» за рік збільшив чисту вартість одиниці пенсійних активів на 38,73%, ВНПФ «ОТП Пенсія» на 29,17%, ВПФ «Приватфонд» на 25,74, ВНПФ «Емерит Україна» на 22,48%, КНПФ «Національного банку України» на 12,7%.

Виходячи із цього слід зазначити, що для НПФ, а точніше компаній, які управляють активами недержавних пенсійних фондів, в умовах економічної нестабільності рекомендовано збільшити обсяги інвестування в банківське золото та облігації підприємств.

Недержавні пенсійні фонди в практичній діяльності повинні приділяти більшу увагу оцінці та аналізу напрямків інвестування, постійно вдосконалювати структуру інвестиційного портфелю з метою підвищення прибутковості, що дозволить збільшити вартість вже залучених активів, сприятиме формуванню позитивного іміджу фонду та системи НПЗ, як можливого джерела накопичення для забезпечення власної безбідної старості.

Таким чином, запропонована модель оптимізації структури портфелю може бути використана на практиці в діяльності недержавних пенсійних фондів.

Таблиця 3.9 – Порівняльна характеристика структури інвестиційних портфельів найбільших НПФ

Фінансовий інструмент	Частка в портфелі (рекомендована)	ВНПФ «Причетність»	КНПФ «НБУ»	ВПФ «Приватфонд»	ВНПФ «ОТП Пенсія»	ВНПФ «Емерит Україна»
Акції	0,26	0,01	0,11	0,30	0,01	0,01
Облігації підприємств	0,14	0,00	0,35	0,00	0,04	0,09
Депозити	0,50	0,47	0,41	0,47	0,45	0,39
Золото	0,10	0,10	0,00	0,06	0,00	0,00
Нерухомість	0,00	0,11	0,03	0,03	0,00	0,00
Облігації внутрішньої державної позики	0,00	0,18	0,07	0,12	0,48	0,50
Інші активи	0,00	0,13	0,03	0,02	0,02	0,01

Джерело: складено автором

Незважаючи на реальні проблеми на фінансовому ринку України, значний темп інфляції, який фактично унеможливив отримання реального доходу недержавними фондами, запропонована структура портфелю дозволила б зменшити негативний вплив цих факторів на розмір пенсійних накопичень.

### Висновки до розділу 3

Зважаючи на вищезазначене, за результатами 3 розділу дисертаційної роботи, можливо зробити наступні висновки.

1. Розроблений механізм управління фінансовими потоками вказує послідовність дій на кожному з етапів руху фінансових ресурсів, визначає основні складові механізму управління фінансовими ресурсами, макроекономічні чинники впливу, нормативно-правове, методичне та

організаційне забезпечення механізму. Даний механізм, також, визначає фактори зовнішнього впливу на кожному з етапів, показники, вплив яких позначається на обсязі ресурсів, що працюють в системі. Визначає методи та інструменти управління на кожному з етапів.

2. Дослідження рівня державного втручання та контролю за діяльністю одного із основних учасників третього рівня системи недержавного пенсійного забезпечення показало, що контроль має ознаки формального та потребує посилення. Запропоновано підхід до реформування системи державного нагляду за діяльністю суб'єктів системи недержавного пенсійного забезпечення шляхом запровадження мегарегулятора в особі новоствореного органу – Національної комісії з фінансового нагляду.

3. Дисертантом було запропоновано ряд дій, які дозволять не лише зробити недержавне пенсійне забезпечення більш розповсюдженим серед населення, але і дозволить більш жорстко відслідковувати ефективність управління фінансовими ресурсами вкладників і, як результат, зробити недержавні пенсійні фонди більш привабливими в якості інструментів для зберігання довгострокових активів.

4. Розроблений підхід до оцінки ефективності діяльності НПФ шляхом розрахунку середньозваженого показника реальної дохідності та проведення формалізації впливу економічних факторів на реальну прибутковість активів недержавних пенсійних фондів дозволяє провести ідентифікацію основних чинників, що впливають на приріст вартості активів, визначити їх силу, ступінь впливу та дозволяє приймати відповідні управлінські рішення з метою управління ефективністю діяльності НПФ.

5. В той же час, виконання вимоги щодо ефективності недержавних пенсійних фондів не можливе без побудови зважених підходів до формування оптимальної структури інвестиційного портфелю. Виходячи з цього, автором було розроблено науково-методичний підхід до оптимізації структури інвестиційного портфелю НПФ та оптимальну структуру

портфелю інвестицій. Проектування даної структури в реалії сьогодення довело ефективність даної моделі, забезпечивши вищу ніж в середньому по системі НПЗ дохідність.

Результати дослідження були опубліковані в наступних наукових працях [108, 102, 100]



## ВИСНОВКИ

У дисертації запропоновано теоретичне узагальнення та авторське вирішення наукового завдання, яке полягає в розробці науково-методичних засад і практичних рекомендацій щодо управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів.

За результатами дисертаційного дослідження можна зробити такі висновки.

1. Під недержавним пенсійним забезпеченням слід розуміти складову частину системи НПЗ, основною ціллю якої є забезпечення соціальної захищеності та надання гарантій отримання стабільного доходу учасниками НПЗ при досягненні ними пенсійного віку шляхом накопичення на добровільних засадах фінансових ресурсів на індивідуальних пенсійних рахунках, відкритих у недержавних пенсійних фондах, примноження коштів за рахунок інвестиційного доходу, отриманого фондом унаслідок проведення зваженої, ефективної, мінімально ризикової інвестиційної діяльності.

2. За результатами проведеного аналізу діяльності суб'єктів, що надають послуги в системі НПЗ, було визначено, що лише НПФ мають право здійснювати «повний цикл» пенсійного забезпечення від моменту прийняття пенсійних внесків і до моменту виплати пенсії, та розроблено механізм взаємодії суб'єктів системи НПЗ на базі недержавних пенсійних фондів.

3. Недержавний пенсійний фонд визначено як фінансову установу, створену у формі юридичної особи, що має статус неприбуткової організації, основною метою діяльності якої є акумулювання коштів вкладників на індивідуальних пенсійних рахунках, їх примноження за рахунок інвестиційного доходу, отриманого в результаті реалізації ефективної інвестиційної діяльності та здійснення за рахунок накопичених

коштів додаткових пенсійних виплат учасникам, які досягли пенсійного віку.

4. За результатами проведеного дослідження діяльності недержавних пенсійних фондів було визначено позитивні тенденції їх розвитку: збільшення кількості учасників і зростання вартості активів. Водночас аналіз чистої вартості активів НПФ показав низькі темпи зростання (у деяких НПФ – зменшення), що свідчить про низьку ефективність інвестиційної діяльності.

5. На діяльність недержавних пенсійних фондів і рівень поширення накопичувальних пенсійних програм серед населення впливає велика кількість чинників. Зокрема негативними факторами, що гальмують розвиток НПЗ в Україні, є низький рівень доходів населення, високий рівень інфляції та інфляційні очікування, динаміка ВВП, девальвація гривні, нестабільна політична ситуація та високий рівень недовіри населення до фінансових інститутів.

6. З огляду на відсутність комплексного механізму управління фінансовими потоками недержавного пенсійного фонду було запропоновано схему руху фінансових ресурсів по системі НПЗ та сформовано структурно-логічну схему управління фінансовими потоками на кожному з етапів їх руху. Ця схема є алгоритмом діяльності НПФ, який спрямований на забезпечення стабільності та прибутковості фонду.

7. Розробка стратегії державного регулювання системи НПЗ вимагає вдосконалення структури наглядових органів шляхом упровадження мегарегулятора в особі Національної комісії з фінансового нагляду, що сприятиме посиленню відповідальності органу нагляду та дозволить уникнути «розриву нагляду» за суб'єктами, що надають такі послуги.

8. Запропоновано науково-методичний підхід до оцінки діяльності НПФ шляхом розрахунку реальної середньозваженої ставки дохідності активів. Цей показник є індикативним показником для оцінки ефективності діяльності фондів. Формалізовано вплив факторів стимуляторів і

дестимуляторів на ефективність діяльності НПФ шляхом визначення впливу рівня їх варіації на результативність діяльності фонду.

9. Розроблений методичний інструментарій формування інвестиційного портфеля недержавних пенсійних фондів дозволить оптимізувати його структуру з метою підвищення дохідності інвестиції при допустимому рівні ризику. При розробці оптимізаційної моделі було прийнято рішення про використання методів лінійного програмування, що дозволило врахувати всі особливості функціонування НПФ. Розроблена з допомогою даного методу структура інвестиційного портфеля еталонного НПФ довела свою ефективність.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Азаренкова Г. М. Фінансові потоки в системі економічних відносин : монографія / Г.М. Азаренкова. – Х.:ВД «ІНЖЕК», 2006. – 328 с.
2. Азаренкова Г. М. Теоретичні та методологічні передумови управління фінансовими потоками / Г. М. Азаренкова // Вісник Української академії банківської справи. – 2002. – N 1. – С.47–50.
3. Азаренкова Г. М. Фінансові потоки економічних агентів : методологія та організація управління : дис. ... доктора економ. наук : спец. 08. 00. 08 – гроші, фінанси і кредит / Г. М. Азаренкова; УАБС НБУ. – Суми : [ Б. В. ], 2007. – 383 с.
4. Аналітичний огляд ринку облігацій за 2012 рік [Електронний ресурс] / Національне рейтингове агенство «Рюрік». – Режим доступу : [http://rurik.com.ua/documents/research/bonds\\_2012\\_review.pdf](http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_2012_review.pdf).
5. Андрієць В. С. Дослідження основних сутнісних характеристик «грошових потоків підприємства» / В. С. Андрієць // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – N 8. – С.167–172.
6. Бабірад М.М. Особливості інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів в Україні / М.М. Бабірад // Науковий вісник ЛНТУ України. – 2009. – №19.3. – С. 157 – 163.
7. Балдич Н. Регулювання інвестиційних ризиків у системі недержавного пенсійного забезпечення / Н. Балдич // Вісник Національної академії державного управління при Президентові України. – 2011. – Вип. 1. – С. 217–225. – Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Vnadu\\_2011\\_1\\_30.pdf](http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Vnadu_2011_1_30.pdf).
8. Бачинська О. В. Роль недержавних пенсійних фондів у системі пенсійного забезпечення / О. В. Бачинська, О. М. Кравчук // Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. – 2010. – № 2. – Т.2. – С. 177 – 182.

9. Бердар М. М. Системний підхід до визначення основних елементів управління фінансовими потоками підприємств / М. М. Бердар // Теоретичні та прикладні проблеми економіки. – 2009. – № 20. – С. 154–160.
10. Бешелев, С. Д. Математико–статистические методы экспертных оценок : [2–е изд., перед. и доп.] / С. Д. Бешелев, Ф. Г. Гуревич. – М. : Статистика, 1982. – 263 с.
11. Білик О. Особливості оподаткування в системі недержавного пенсійного забезпечення [Електронний ресурс] / О. Білик. – Режим доступу : [http://vsipokrovalviv.blogspot.com/2012/06/blog-post\\_18.html](http://vsipokrovalviv.blogspot.com/2012/06/blog-post_18.html).
12. Бобровська О. Управління фінансовими потоками в муніципальному менеджменті / О. Бобровська // Ефективність державного управління : зб. наук. пр. ЛРІДУ НАДУ при Президентіві України / за заг. ред. І. Р. Залуцького. – Л. : ЛРІДУ НАДУ, 2006. – Вип. 11. – С. 335–342.
13. Божко В. П. Оптимизация финансовых потоков в предприятиях АПК / В. П. Божко, Е. Фролов, А. Чирок // Економіка. Фінанси. Право. – 2001. – N 11. – С.12–16.
14. Брагін С. Недержавні пенсійні фонди на неефективному фондовому ринку : приклад України / С. Брагін, О. Макаренко // Вісник Національного банку України. – 2011. – №1. – С. 18–24.
15. Бронштейн Е. М. Оптимальные стратегии управления портфелем государственных ценных бумаг с учетом склонности к риску / Е. М. Бронштейн, Е. А. Завьялова // Изв. РАН. Теория и системы управления. – 2006. – № 5. – С. 63–68
16. Бронштейн Е. М. Сравнительный анализ показателей эффективности инвестиционных проектов : общественно–политическая литература / Е.М. Бронштейн, Д.А. Черняк // Экономика и математические методы : Журнал издается под руковод. Отделения общественных наук РАН. – 2005. – Том41, № 2. – С. 21–28.

17. Бульдін І. В. Структурні особливості розвитку ринку українських корпоративних облігацій / І.В. Бульдін // Вісник Одеського національного університету. – 2010. – № 15. – С. 17 – 22.
18. Варфоломеев С. Ринок українських міжнародних облігацій : аналітичний огляд [Електронний ресурс] / С. Варфоломеев. – Режим доступу : <http://www.pension.kiev.ua/files/UkrainianEurobonds.pdf> .
19. Василик О. Д. Теорія фінансів : Підручник. – К. : НІОС, 2000. – 416 с.
20. Ваховська М. Ю. Логістичні потоки : визначення, параметри, характеристики / М. Ю. Ваховська // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». – 2008. – № 623. – С. 22–28.
21. Виплати працівникам : Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 19 [Електронний ресурс] / Міністерство фінансів України. – Режим доступу : [http://www.minfin.gov.ua/document/92430/МСБО\\_19.pdf](http://www.minfin.gov.ua/document/92430/МСБО_19.pdf).
22. Власюк Н. І. Оцінка ділової активності підприємств / Науковий вісник : Збірник науково–технічних праць. – Львів : Укр ДЛТУ. – 2004. – № 14.4. – С. 172–176.
23. Гончаренко О. О. Облік інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів України / О.О. Гончаренко // Вісник університету банківської справи НБУ. – 2010. – № 3. – С. 287 – 291.
24. Гопцій Р. Система пенсійного забезпечення : сьогодні і завтра / Р. Гопцій // Все про бухгалтерський облік (укр.). – 2003. – № 115. – С.3–6.
25. Горюк Н. Пенсійна система України та її фінансові продукти [Електронний ресурс] / Н. Горюк. – Режим доступу : [http://www.finrep.kiev.ua/download/fl\\_nov2012\\_ngoryuk\\_ua.pdf](http://www.finrep.kiev.ua/download/fl_nov2012_ngoryuk_ua.pdf).
26. Грем'яцька К. А. Регулювання та контроль у системі недержавного пенсійного забезпечення [Електронний ресурс] / К. А. Грем'яцька // Державне будівництво. – 2007. – № 1. – Режим доступу : <http://www.nbu.gov.ua/e-journals/Debu/2007-1/doc/2/12.pdf>.

27. Данілов О. Д. Фінансові потоки держави в умовах ринкових перетворень / О. Д. Данілов, Т. В. Паєнко // Вісник Черкаського університету. – 2009. – №153. – С. 129–134.

28. Даценко В.В. Вплив єдиного соціального внеску на формування Пенсійного фонду України на прикладі Дніпропетровської області [Електронний ресурс] / В.В. Даценко, В.Є. Тараненко // Електронне наукове фахове видання ДДАУ «Ефективна економіка» – 2013. – №9. – Режим доступу : <http://www.dy.nauka.com.ua>

29. Даценко В. В. Інвестиційна діяльність недержавних пенсійних фондів : проблеми та перспективи розвитку недержавного пенсійного забезпечення / В.В. Даценко, Н.І. Шевченко // Україна : аспекти праці. Науково-виробничий журнал. – № 1.– Київ, 2012. – С. 3–8.

30. Даценко В. В. Пенсійне страхування в фінансовій системі держави : монографія / Даценко В. В., Л. Б. Баранник. – Дніпропетровськ : Дніпропетр. держ. фін. академія, 2013. – 136 с. – Розд. 2: Функціонування пенсійного страхування в фінансовій системі держави. – С. 44–89; Розд. 3: Напрями вдосконалення пенсійного страхування як компонента фінансової системи держави. – С. 89–113.

31. Даценко В. В. Удосконалення системи пенсійного забезпечення в Україні [Електронний ресурс] / В. В. Даценко, І. І. Туболец // Електронне наукове фахове видання ДДАУ «Ефективна економіка» – 2012. – №3. – Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua>

32. Даценко В. В. Функціонування недержавних пенсійних фондів в системі фінансових послуг / В. В. Даценко // Вісник Дніпропетровської державної фінансової академії. – 2014. – № 2. – С. 141–148.

33. Демографічні прогнози [Електронний ресурс] / Інститут демографії та соціальних досліджень імені М.В. Птухи Національної академії наук України. – Режим доступу : <http://www.idss.org.ua/#>.

34. Дзюнь О. Б. Світовий досвід створення мегарегулятора на ринку фінансових послуг / О. Б. Дзюнь // Державне управління : удосконалення та розвиток. – 2014. – № 3.

35. Діяльність інститутів спільного інвестування у I кварталі 2012 року [Електронний ресурс] / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу – <http://www.nssmc.gov.ua>

36. Дудченко Н. В. Новітні тенденції розвитку вітчизняного страхового ринку / Н. В. Дудченко // Інноваційна економіка. – 2012. – №3. – С. 261 – 263.

37. Електронна система оприлюднення інформації про діяльність недержавних пенсійних фондів [Електронний ресурс] / Національна комісія що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. – Режим доступу : <http://npf.nfp.gov.ua/>.

38. Єрмошкіна О. В. Вартість обслуговування фінансових потоків / О. В. Єрмошкіна // Економічний простір. – 2009. – № 22/1. – С. 99–111.

39. Єрмошкіна О. В. Концептуальна модель та механізм управління фінансовими потоками підприємства / О. В. Єрмошкіна // Економічний простір. – 2008. – №7. – С.182–193.

40. Єрмошкіна О. В. Особливості методології дослідження фінансових потоків підприємств : неокласика чи інституціоналізм? // О. В. Єрмошкіна // Економіка промисловості. – 2009. – № 45. – С. 25 – 33.

41. Єрмошкіна О. В. Особливості регулювання фінансових потоків підприємства в умовах інституційного розвитку / О.В. Єрмошкіна // Вісник економічної науки України. – 2009. – №1. – С. 66–70.

42. Єрмошкіна О. В. Особливості управління фінансовими потоками великих інтегрованих структур в умовах глобалізації економічних явищ / О. В. Єрмошкіна // Вісник економічної науки України. – 2008. – № 2. – С. 52–57.



43. Єрмошкіна О. В. Управління фінансовими потоками підприємства регіону та їх інноваційне спрямування / О. В. Єрмошкіна // Економічний вісник НГУ. – 2009. – №2. – С.106–114.

44. Журавка Ф.О. Особливості участі недержавних пенсійних фондів, страхових компаній та банків у недержавному пенсійному забезпеченні / Ф. О. Журавка, Н. О. Небаба // Економічний форум. – 2012. – №2. – С. 373 – 377.

45. Загальна інформація про недержавне пенсійне забезпечення [Електронний ресурс] / Інвестиційна група «Ініціатива». – Режим доступу : [http://www.initiative.com.ua/files//FAQ\\_NPF.pdf](http://www.initiative.com.ua/files//FAQ_NPF.pdf).

46. Загородній А. Г. Фінансовий словник : словарь / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк, Т. С. Смовженко. – 3-те вид., випр. та доп. – К. : Знання, 2000. – 587 с.

47. Зайков В. П. Теория и методология управления финансовыми потоками : дис. ... доктора економ. наук : спец. 08. 00. 10. / В. П. Зайков; Санкт-Петербург, 2008. – 393 с.

48. Залетов О. М. Убезпечення життя : монографія / О. М. Залетов. – К. : Міжнародна агенція «Бізон», 2006. – 688с. – ISBN 966–8283–19–7.

49. Зведена інформація ринків : Кредит&Депозит [Електронний ресурс] / Finance.ua про гроші – Режим доступу : [http://finance.ua/ua/credit\\_deposit](http://finance.ua/ua/credit_deposit).

50. Исакова Т. М. Управление финансовыми потоками страховой компании : автореф. дис. на соиск. степени канд. економ. наук : спец. 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Исакова Тамара Михайловна. – Москва, 2009. – 24 с.

51. Івашко О. А. Концептуальні основи фінансового механізму / О. А. Івашко // Науковий Вісник Волинського національного університету імені Лесі Українки. – 2010. – № 4. – С. 65–71.

52. Індокси акцій [Електронний ресурс] / Фондова біржа ПФТС. – Режим доступу: <http://www.pfts.ua/uk/shares–indexes/?firstDate=01.01.2008&lastDate=01.01.2015>.
53. Індокси споживчих цін на товари та послуги [Електронний ресурс] / Державна служба статистики України. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>
54. Інформація про виплати купонів [Електронний ресурс ] / Державна іпотечна установа. – Режим доступу : <http://ipoteka.gov.ua/node/119>.
55. Іоргачова М. Корпоративні облігації як перспективний спосіб залучення інвестицій / М. Іоргачова // Економічний аналіз. – 2011. – №9/2. – С. 209 – 212.
56. Історія значень індексу українських акцій по днях [Електронний ресурс] / Українська біржа. – Режим доступу : <http://www.ux.ua/ua/index/stat/dailyhistory.aspx?code=UX>.
57. Казак О. О. Державний контроль за функціонуванням накопичувальної пенсійної системи та механізм його вдосконалення на регіональному рівні / О. О. Казак // Інвестиції : практика та досвід. – 2011. – № 1. – С. 54 – 57
58. Квартальна статистика НПФ в управлінні КУА / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – Режим доступу : [http://www.uaib.com.ua/analituaib/analit\\_npf.html](http://www.uaib.com.ua/analituaib/analit_npf.html).
59. Килин І. Ю. Управлені фінансовими потоками компанії : дис. ... канд. економ. наук : спец. 08. 00. 10 / Ю.І.Килин. – Саранск, 2004. – 173 с.
60. Кириленко О. Управління фінансовими ресурсами недержавних пенсійних фондів / О. Кириленко, Г. Козак // Вісник ТНЕУ. – 2013. – №4. – С.7 – 17.
61. Клебанов Ф. С. Финансовые потоки в системе социального страхования от несчастных случаев на производстве / Ф. С. Клебанов //

Горный информационно–аналитический бюллетень (научно-технический журнал). – 2004. – №4. – С.16–20.

62. Коваленко О. Г. Антикризисное финансовое управление денежными потоками / О. Г. Коваленко // Вестник Казанского технологического университета. – 2008. – № 6. – С. 387–371.

63. Ковалюк О. М. Методологічні основи фінансового механізму / О. М. Ковалюк // Фінанси України. – 2003. – N 4. – С. 51–60.

64. Ковальова Н. Регулювання декларування інвестиційної політики накопичувальних пенсійних фондів : напрямки вдосконалення вітчизняного досвіду в світлі міжнародного досвіду / Н. Ковальова // Ринок цінних паперів. Вісник ДКЦПФР. – 2005. – №3. – С. 53 – 63.

65. Ковальчук С .В. Фінанси : навч. посіб. / С. В. Ковальчук, І. В. Форкун. – Львів : Новий світ – 2006. – 568 с.

66. Кодекс Законів про працю [Електронний ресурс] : Закон ВВР № 322-VIII від 10.12.71. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/322-08>

67. Козій І. С. Мета і значення фінансового забезпечення в структурі фінансового механізму / І. С. Козій // Науковий вісник НЛТУ України. – 2008. – № 18.9. – С. 223–229.

68. Козлюк А. М. Про розмежування понять «фінансовий» та «грошовий» потоки / А. М. Козлюк // Актуальні проблеми економіки. – 2003. – № 6. – С.17–20.

69. Козьменко О. В. Визначення фінансового потоку відносно роботи банку та страхової компанії / О. В. Козьменко, О. В. Меренкова, Т. В. Доценко // Вісник Житомирського державного технологічного університету. Економічні науки. – 2008. – № 4 (46). – С. 277–288.

70. Консультування щодо підвищення ефективності регулювання та нагляду за фінансовим сектором в Україні: Зелена книга / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=84101>

71. Концева В. В. Фінансові потоки в логістичних системах / Концева В. В, Костенко С. С // Науково–технічний збірник НТУ «Вісник». – 2009. – № 19/1. – С. 361–364.

72. Концепція запровадження пруденційного нагляду за небанківськими фінансовими установами в Державній комісії з регулювання ринків фінансових послуг України [ Електронний ресурс ] : Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України № 585 від 15.07.2010. – Режим доступу : [http://www.finrep.kiev.ua/download/fsr\\_concept\\_prudential\\_supervision\\_n585\\_15jul2010.pdf](http://www.finrep.kiev.ua/download/fsr_concept_prudential_supervision_n585_15jul2010.pdf).

73. Корнеєв В. В. Особливості та регуляторний базис страхового ринку України [Електронний ресурс] / В. В. Корнеєв // Україна фінансова. – Режим доступу : [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/strah\\_rynok/157.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/strah_rynok/157.htm)

74. Кравчук Г.В. Вплив системи парабанківських посередників на розвиток національної економіки / Г.В. Кравчук, М.В. Дубина // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – №5. – С. 108 – 114.

75. Кравчук Г.В. Конкурентоспроможність фінансових посередників на Україні та перспективи їх подальшого розвитку / Г.В. Кравчук // Вісник Чернігівського державного технологічного університету : зб. наук.праць. – 2012. – №1(56). – С. 222 – 229.

76. Кравчук Г. В. Концептуалізація підходів до трактування сутності фінансового та страхового ринків / Г. В. Кравчук, В. В. Пухальський // Вісник Хмельницького національного університету. – 2011. – №3. Т.2. – С.203 – 209.

77. Криклій В. А. Компаративний аналіз закордонних моделей функціонування пенсійних систем і недержавних пенсійних фондів / В. А. Криклій // Інвестиції : практика та досвід. – 2009. – № 24. – С. 60–63. – Режим доступу : [http://nbuv.gov.ua/j-pdf/ipd\\_2009\\_24\\_20.pdf](http://nbuv.gov.ua/j-pdf/ipd_2009_24_20.pdf).

78. Кузнецова Л. В. Теоретико–методологічні підходи до визначення сутності фінансові банку / Л. В. Кузнецова // Наукові праці : науково–методичний журнал. Миколаївський державний гуманітарний університет

ім. Петра Могили комплексу «Києво–могилянська академія». – № 86. – 2008. – С.42–46.

79. Куликовский К. Л. Интеллектуальная система поддержки принятия решений по управлению финансовыми потоками / К. Л. Куликовский, А. А. Вейс, Ю. В. Вейс, А. А. Ангельцев // Вестник Самарского государственного технического университета. Серия : Технические науки. – 2008. – № 1 (19). – С. 22–28.

80. Лазичева Е. А. Исследование сущности финансовых потоков / Е. А. Лазичева // Вестник Томского государственного университета. – 2009. – № 329. – С.186 –189.

81. Левченко І. А. Розвиток інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів та методика оцінки їх ефективності / І. А. Левченко // Фінансово–кредитна діяльність : проблеми теорії та практики. Збірник наукових праць. – 2011. – № 2. – С. 285 – 291.

82. Леонов Д. Система оподаткування схем недержавного пенсійного забезпечення / Д. Леонов // Ринок цінних паперів України. – 2002. – №11–12.

83. Лондар Л. П. Недержавне пенсійне забезпечення : особливості становлення в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Лондар Лідія Панасівна. – Київ, 2011. – 14 с.

84. Майборода О. В. Управління фінансовими потоками підприємства : дис. ... канд. економ. наук : спец. 08. 04. 01 – фінанси, грошовий обіг і кредит / О. В. Майборода ; УАБС НБУ. – Суми : [ Б. В. ], 2006. – 244 с.

85. Майбурд Е. Введение в историю экономической думки. Від пророків до професорів / Е. Майбурд. – М. : Дело, Віта–Пресс, 1996. – 544 с.

86. Марчук В. П. Аналіз діяльності та прогнозування активів недержавних пенсійних фондів України [Електронний ресурс] /

В. П. Марчук, В. В. Воробйова // Ефективна економіка. – Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=1322>.

87. Мацук З. Формування мегарегулятора Українського ринку фінансових послуг / З. Мацук // Ринок цінних паперів України. – 2014. – №3 – 4. – С. 15 – 21.

88. Мелешко Е. В. Критический анализ основных направлений инвестирования активов украинских негосударственных пенсионных фондов [Текст] / 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.

89. Мелкумов Я. С. Экономическая оценка эффективности инвестиций и финансирование инвестиционных проектов / Я. С. Мелкумов. – М. : ИКЦ «ДИС», 1997. – 160 с.

90. Мельник Т. Недержавне пенсійне забезпечення : облік, оподаткування та контроль / Т. Мельник, Н. Мельник // Вісник Київського національного університету ім. Тараса Шевченка. Економіка. – 2010. – № 118. – С. 37 – 41.

91. Мельніков С. А. Розвиток системи пенсійного страхування України в контексті інформаційної економіки / С. А. Мельніков // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – № 5. – С.231–238.

92. Меренкова О. В. Вплив інноваційних технологій на фінансові потоки банківської установи / О. В. Меренкова // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – № 6. – С.234–241.

93. Методика аналізу та оцінки недержавних пенсійних фондів та компаній з управління активами недержавних пенсійних фондів. – Київ, 2006. – 54 с.

94. Михайлов А. В. Недержавні пенсійні фонди : сьогоденній погляд у майбутнє / А. В. Михайлов, О. Й. Ткач. – Київ, 2001. – 235 с.

95. Мировые фондовые индексы [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://ru.investing.com/indices/major-indices>

96. Мінсоцполітики не планує запровадження другого рівня пенсійного забезпечення у 2014 р. [ Електронний ресурс] / РБК Україна. – Режим доступу : <http://www.rbc.ua/ukr/news/economic/minsotspolitiki-ne-planiruet-vvedeniya-vtorogo-urovnya-pensionnogo-11032014145200>.

97. Моргун М. Перспективи розвитку недержавного пенсійного страхування в Україні / М. Моргун // Соціальна політика : проблеми, коментарі, відповіді. – 2010. – № 3–4. – С. 35–36.

98. Мороз Л. І. Моделювання Матеріально–фінансових потоків внутрішньовиробничих логістичних систем з регенерацією / Л. І. Мороз // Вісник Національного університету «Львівська політехніка»: «Проблеми економіки та управління». – Львів : Вид–во НУ ЛП. – 2009. – № 640. – С. 355–361.

99. Моткуева А. А. Использование редактора Excel для оценки финансовых потоков по схеме простых процентов / А. А. Моткуева // Альманах «Научные записки Орел ГИЭТ». – 2010. – №1. – С. 455 – 458.

100. Небаба Н. О. Дослідження напрямків інвестування активів недержавних пенсійних фондів / Н. О. Небаба // Економіка і фінанси. – 2015. – № 1. – С. 48 – 55.

101. Небаба Н. О. Класифікація фінансових потоків в системі недержавного пенсійного забезпечення / Н. О. Небаба // Фінансово–кредитне стимулювання розвитку територіальних суспільних систем : зб. матеріалів міжнародної науково–практичної конференції молодих вчених та студентів (23 березня 2012 року) / Луцький національний технічний університет. – Луцьк. – 2012. – С. 191 – 193.

102. Небаба Н. О. Оптимізація структури інвестиційного портфелю недержавних пенсійних фондів в умовах кризи / Н. О. Небаба // Технологический аудит и резервы производства. – 2015. – №2/6(22). – С.83 – 86.

103. Небаба Н. О. Система недержавного пенсійного забезпечення в Україні: сучасний стан, проблеми та перспективи розвитку / Н. О. Небаба // Молодий вчений. – 2014. – №12. – С 41 –44.

104. Небаба Н.О. Визначення поняття фінансових потоків в системі недержавного пенсійного забезпечення / Небаба Н.О. // Теоретичні та прикладні аспекти аналізу фінансових систем : збірник тез. XIII Міжнародної науково–практичної конференції аспірантів та студентів 26 – 27 березня 2013 року. – Львів. – 2013. – С. 156 – 158.

105. Небаба Н.О. Науково–методичні підходи до визначення поняття «фінансовий потік» в економічній літературі / Н.О. Небаба // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика : збірник тез доповідей VI Міжнародної науково–практичної конференції (26–27 травня 2011 р.) / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2011. – Т. 2. – С. 78–80.

106. Небаба Н.О. Сутність та структура механізму управління фінансовими потоками у системі недержавного пенсійного забезпечення / Н.О. Небаба // Інноваційна економіка. – 2013. – №5. – С. 276 – 279

107. Небаба, Н. О. Вплив макро– та мікроекономічних чинників на розвиток системи недержавного пенсійного забезпечення в Україні / Н. О. Небаба // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць : заснований у 1999 р. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2014. – Вип. 38. – С. 360–366.

108. Небаба, Н. О. Державне регулювання системи недержавного пенсійного забезпечення: сучасний стан та напрями розвитку / Небаба Н. О. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – №37. – С. 326 – 334.



109. Небаба, Н. О. Особливості механізму управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів / Н. О. Небаба // Актуальні проблеми економіки і управління в сучасних соціально–економічних умовах : Збірник матеріалів Міжнародної науково–практичної Інтернет–конференції 02–03 жовтня 2012 р., – Дніпропетровськ : Видавництво «Герда», 2012. – 354 с. – С.229–231.

110. Небаба, Н. О. Фінансові потоки: сутність, підходи до визначення / Н. О. Небаба // Вісник Української академії банківської справи. – 2011. – №2(31). – С. 42 – 45.

111. Недержавні пенсійні фонди [Електронний ресурс]/ Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – Режим доступу : [http://www.uaib.com.ua/abcpeople/abetka\\_npf.html](http://www.uaib.com.ua/abcpeople/abetka_npf.html)

112. Недержавні пенсійні фонди. Огляд основних положень законодавства про недержавне пенсійне забезпечення / Асоціація адміністраторів недержавних пенсійних фондів в Україні. – Київ, 2004. – 23 с.

113. Нестеров Д. Ю. Механізми правового та організаційного забезпечення пенсійного страхування в Україні [Електронний ресурс] / Д. Ю. Нестеров. – Режим доступу : <http://www.nbu.gov.ua>.

114. Новиков О. А. Логистика : учебное пособие / О. А. Новиков, С. А. Уваров. – 2–е изд. – СПб. : Бизнес–пресса, 2000. – 208 с.

115. Новікова І.В. Вплив економічних чинників на розвиток корпоративних пенсійних програм / І. В. Новікова // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № 1.

116. НПФ : недержавний пенсійний фантом [Електронний ресурс] / z–Украина. – Режим доступу : <http://zet.in.ua/markets/finansovuj–rynok/npfnederzhavnij–pensijnij–fantom/>.

117. Облік та звітність за програмами пенсійного забезпечення : Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 26 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.minfin.gov.ua/document/92438/МСБО\\_26.pdf](http://www.minfin.gov.ua/document/92438/МСБО_26.pdf).

118. Огляд ринків. Ринок недержавного пенсійного забезпечення [Електронний ресурс] / Національна комісія що здійснює регулювання у сфері ринків фінансових послуг. – Режим доступу : <http://nfp.gov.ua/content/rinok-npz.html>

119. Основні тенденції грошово-кредитного ринку [Електронний ресурс] / Національний банк України : Офіційне інтернет представництво. – Режим доступу : [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=58038](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58038)

120. Особенности развития накопительной пенсионной системы. Данные по странам мира и выводы для РФ / Отделение ОЭСР по негосударственному пенсионному страхованию. – 2013. – 167 с.

121. Пенсионная система Нидерландов [Електронний ресурс] / Электронный журнал «Пенсионное обозрение». – Режим доступа : <http://www.pensionobserver.ru/arxiv/113-yanvar-mart-2013-g/v-czentre-vnimaniya-naczionalnyie-pensionnyie-sistemyi/pensionnaya-sistema-niderlandov?pg=all>

122. Підсумки розвитку недержавного пенсійного забезпечення за 2012 рік [Електронний ресурс] / Національна комісія що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. – Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/dpn/npz-2012r.pdf>.

123. Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення за 2014 рік [Електронний ресурс] / Національна комісія що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг . – Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/dpn/npz-2014r.pdf>.

124. Пінчук А. П. Сучасний світовий досвід діяльності мегарегуляторів ринків фінансових послуг та можливість його застосування в Україні / А. П. Пінчук // Ефективність державного управління : збірник наукових праць. – 2012. – № 33. – С. 363–370.

125. Пластун В. Л. Тенденції розвитку недержавних пенсійних фондів в Україні і світі [Електронний ресурс] / В. Л. Пластун, В. С. Домбровський //

Ефективна економіка : електронне фахове наукове видання. – Режим доступу: <http://dspace.uabs.edu.ua/bitstream/123456789/8524/1/effect%20econom.pdf>.

126. Податковий кодекс України [Електронний ресурс] : Відомості Верховної Ради України від 2011, № 13–14, № 15–16, № 17, ст.112. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2755–17>.

127. Показники діяльності компаній страхування життя [Електронний ресурс] / Ліга Страхувальників України. – Режим доступу : <http://uainsur.com/stats/life/>.

128. Положення про граничний розмір витрат, пов'язаних із здійсненням недержавного пенсійного забезпечення [Електронний ресурс] : Розпорядження Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг 04.12.2012 № 2541. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0226–13>.

129. Положення про провадження діяльності з адміністрування недержавного пенсійного фонду [Електронний ресурс] : Положення НКЦПРФ від 03.12.2013 №4400. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1106–04>.

130. Порядок визначення чистої вартості активів недержавного пенсійного фонду (відкритого, корпоративного професійного) [Електронний ресурс] : Положення ДКЦПРФ від 11.08.04 №339 / Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0096–05>.

131. Постний А. Зарубіжний досвід інвестиційної політики недержавних пенсійних фондів : досвід для України [Електронний ресурс] / А. Постний // Економіст. – 2014. – №8. – С. 36 – 38. – Режим доступу : <http://ua-ekonomist.com/archive/2014/08/Postnyy.Pdf>

132. Правові гарантії діяльності НПФ : інвестування пенсійних активів та здійснення виплат [Електронний ресурс] / Правовий тиждень. – Режим доступу : <http://legalweekly.com.ua>.

133. Правові гарантії діяльності НПФ : особи, які обслуговують НПФ [Електронний ресурс] / Правовий тиждень. – Режим доступу : <http://legalweekly.com.ua>.

134. Приймак В. І. Прогнозування фінансових потоків страхової компанії зі страхування життя на основі методів імітаційного моделювання / В. І. Приймак, О. І. Карчевська // Фінанси України. – 2011. – № 9. – С. 82 – 94.

135. Притула Т. М. Теоретичні підходи до визначення поняття фінансових потоків / Т. М. Притула // Економічний простір. – 2008. – № 19. – С. 141–148.

136. Про банки і банківську діяльність [Електронний ресурс] : Закон України від 07. 12. 2000. № 2121–ІІІ. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2121-14>.

137. Про вимоги до осіб, що здійснюють професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами) щодо складу та структури активів недержавних пенсійних фондів, якими вони управляють [Електронний ресурс] : Положення державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.08.04, № 336. – Режим доступу : <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1030.1128.4&nobreak=1>.

138. Про винагороду за надання послуг з управління активами недержавного пенсійного фонду [Електронний ресурс] : Положення ДКЦПРФ від 11.08.04 №335. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1106-04>.

139. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо Національних комісій, що здійснюють державне регулювання ринків цінних паперів і фінансових послуг України : Проект Закону України [Електронний ресурс ]. – Режим доступу : [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=401101&cat\\_id=390898](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=401101&cat_id=390898). – Міністерство фінансів України

140. Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування [Електронний ресурс] : Закон України від 09.07.2003, № 1058–IV. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1058-15>.

141. Про затвердження положення (стандарту) 26 «Виплати працівникам» [Електронний ресурс] : Наказ Міністерства фінансів України від 28 жовтня 2003 року № 601. – Режим доступу : <http://buhgalter911.com/Res/PSBO/PSBO26.aspx>.

142. Про затвердження Положення про інвестиційну декларацію недержавного пенсійного фонду [Електронний ресурс] : Положення державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 27.11.03 № 139. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1165-03>.

143. Про затвердження Положення про порядок складання, формування та подання адміністратором недержавного пенсійного фонду звітності з недержавного пенсійного забезпечення [Електронний ресурс] : Розпорядження державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 27.10.2011 № 674. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

144. Про затвердження Професійних вимог до керівників та головних бухгалтерів фінансових установ [Електронний ресурс] : Розпорядження Державної комісії з регулювання ринку фінансових послуг України від 13.07.2004 № 1590. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

145. Про здійснення діяльності зберігача недержавного пенсійного фонду щодо операцій з активами недержавного пенсійного фонду, порядок обчислення тарифів за послуги зберігача та їх граничний розмір [Електронний ресурс] : Положення державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.08.04, № 336. – Режим доступу : <http://acc.smida.gov.ua/law/show.php?textid=853>.

146. Про недержавне пенсійне забезпечення [Електронний ресурс] : Закон України від 09.07.2003, № 1057–IV. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1057-15>.

147. Про основні напрямки реформування пенсійного забезпечення в Україні [Електронний ресурс] : Указ Президента України від 13.04.1998, № 291/98. – Режим доступу : [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/U291\\_98.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/U291_98.html).

148. Про пенсійне забезпечення [Електронний ресурс] : Закон України від 05.11.1991, № 1788–ХІІ. – Режим доступу : <http://www.trudovepravo.com.ua/zakonodavstvo/zakony/102—q-q-05111991-1788-xii-?start=1>.

149. Про страхування [Електронний ресурс] : Закон України від 07.03.1996, № 85/96–ВР. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=85%2F96-%E2%F0>.

150. Про схвалення Концепції подальшого проведення пенсійної реформи [Електронний ресурс] : Розпорядження КМУ від 4.10.2009 № 1224–р. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

151. Проект стандарта НАПФ «Организация риск-менеджмента в НПФ» (версия рабочей группы 6.0 от 16.02.2015) [Электронный ресурс] / НАПФ. – Режим доступу : <http://www.napf.ru/files/91738/Проект%20стандарта%20НАПФ%20по%20РМ.pdf>

152. Прокопович С. В. Моделі оцінки діяльності НПФ на основі теорії фракталів / С. В. Прокопович, С. О.Тутова // Проблеми економіки. – 2012. – №2. – С.71 – 75.

153. Птащенко Л.О. Розвиток недержавного пенсійного забезпечення в системі національних фінансових інтересів / Птащенко Л. О. // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2012. – №1. – С. 367 – 377.

154. Результати управління активами ВНПФ «Емерит–Україна» [Електронний ресурс] / Тройка. Діалог. – Режим доступу : [http://www.troika-am.ua/files/docs/%D0%A0%D0%B5%D0%B7%D1%83%D0%BB%D1%8C%D1%82%D0%B0%D1%82%D1%8B\\_12%D0%BC2012.pdf](http://www.troika-am.ua/files/docs/%D0%A0%D0%B5%D0%B7%D1%83%D0%BB%D1%8C%D1%82%D0%B0%D1%82%D1%8B_12%D0%BC2012.pdf).

155. Рейтинг депозитов в золотых слитках [Электронный ресурс ] / MyBank. – Режим доступа : [http://mybank.ua/articles/article\\_Detail.do?objectId=13670](http://mybank.ua/articles/article_Detail.do?objectId=13670).

156. Рекомендації ОЕСР щодо управління пенсійними фондами [Електронний ресурс] / Програма USAID «Розвиток фінансового сектору» (FINREP–II). – Режим доступу : [http://finrep.kiev.ua/download/oecd\\_pf\\_gov\\_ua.pdf](http://finrep.kiev.ua/download/oecd_pf_gov_ua.pdf).

157. Ремига С. П. Методичні підходи до економічного аналізу діяльності недержавних пенсійних фондів / С.П. Ремига // Сталій розвиток економіки. – 2013. – №2. – С. 363 – 366.

158. Ринок цінних паперів. Індекси [Електронний ресурс] / Кінто. – Режим доступу : [http://www.kinto.com/research/marketupdate/kinbond/t\\_bondex/01/07/2004/25/2/2015.html](http://www.kinto.com/research/marketupdate/kinbond/t_bondex/01/07/2004/25/2/2015.html)

159. Рубанов П. М. Недержавні пенсійні фонди як фінансові посередники : проблеми та перспективи функціонування в Україні / П. М. Рубанов // Інноваційна економіка. – 2012. – №7. – С.17 – 21.

160. Рынок страхования жизни Украины: позитивные и негативные тренды за 9 месяцев 2014 года [Электронный ресурс] / Фориншурер. – Режим доступа : <http://forinsurer.com/news/14/11/27/31827?hl=%E0%EA%EF%E8%F2%E5%EB%FC%ED%EE%E5>

161. Рыночная экономика : Словарь. / Под общ. Ред. Г.Я. Кипермана. – М. : Республика, 1993. – 524 с.

162. Система недержавного пенсійного забезпечення [Електронний ресурс] : Роз'яснення міністерства юстиції України від 13.06.12. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/n0022323-12>.

163. Скуратівський В. Державне регулювання фінансового забезпечення пенсійних систем : досвід країн Європейського Союзу / В. Скуратівський, О. Линдюк // Вісник Національної академії державного управління при Президентіві України. – 2011. – Вип. 1. – С. 206–217. – Режим доступу : [http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Vnadu\\_2011\\_1\\_29.pdf](http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Vnadu_2011_1_29.pdf).

164. Смоляр С. І. Недержавне пенсійне забезпечення в Україні [Електронний ресурс] / С. І. Смоляр. – Управління праці та соціального захисту населення Охтирської міської ради. – Режим доступу : <http://upsznokhtyrka.elitno.net/component/content/article/1-infopressa/169-2013-04-01-05-54-28.html>.
165. Соколовська З. М. Моделювання фінансових потоків страхових компаній / З. М. Соколовська, О. А. Клепікова // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – № 5. – С.238–246.
166. Соловьев А. К. Актуарная модель развития пенсионной системы / Соловьев А.К. Донцова С.А. Кувалкина Е.А. //WP2 «Количественный анализ в экономике», Высшая школа экономики, 2003. – 30 с.
167. Соловьев А. К. Актуарные расчеты в пенсионном страховании / А.К.Соловьев // М. : «Финансы и статистика», 2006. – 240 с.
168. Соловьев А. К. О долгосрочной устойчивости пенсионной системы / А.К. Соловьев // Экономист. – 2010. – № 10. – С. 36—47
169. Сомов, М. На порядку денному – недержавне пенсійне забезпечення / М. Сомов // Соціальний захист. – 2007 – № 4. – С. 10–11.
170. Стан фінансового ринку України : аналітична інформація [Електронний ресурс ] / Державна іпотечна установа. – Режим доступу : <http://ipoteka.gov.ua/node/2165>.
171. Старостенко Г. Г. Фінансовий аналіз : навч. посіб. / Г. Г. Старостенко, Н. В. Мірко – К. : Центр навчальної літератури, 2006. – 224 с.
172. Статистика и динамика цен на недвижимость [Электронный ресурс] / Недрухомість [domik.ua](http://domik.ua). – Режим доступа : <http://domik.ua/nedvizhimost/dinamika-cen.html>
173. Статистична інформація за 2005 – 2014 рр. [Електронний ресурс] / Держкомстат України. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>.



174. Статистичний бюлетень (електронне видання)[Електронний ресурс] / Національний банк України : Офіційне інтернет представництво. Режим доступу : [http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=57897](http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=57897)
175. Статистичні дані [Електронний ресурс] / Національний банк України : офіційне інтернет представництво – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
176. Статистичні дані [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>. – Державна служба статистики.
177. Страхування : Підручник / За ред. В. Д. Базилевича. – К. : Знання–Прес, 2008. – 1019 с. – ISBN 978–966–346–449–7
178. Супрун А. А. Страховий менеджмент : навч. посібник / А. А. Супрун, Н. В. Супрун. – Львів : Магнолія, 2006. – 301 с.
179. Телічко Н. А. Вплив недержавних пенсійних фондів на соціально–економічний розвиток держави / Н. А. Телічко, Г. В. Кузьменко // Економічний вісник Донбасу. – 2010. – №3. – С. 57 – 62.
180. Терешко Ю.В. Деякі аспекти розвитку ринку страхових послуг в Україні [Електронний ресурс] / Ю. В. Терешко, К. Ю. Балабан, Ю. І. Калюжна. – Режим доступу : <http://nauka.kushnir.mk.ua/?p=34621> .
181. Терещенко М. Г. Проблеми розвитку недержавного пенсійного страхування в Україні / Терещенко Г. М., Мусатова Т. А. // Фінанси України. – 2008. – № 12. – С. 76–78.
182. Толуб'як В. С. Ризики системи пенсійного забезпечення / В. С. Толуб'як // Науковий вісник Академії муніципального управління. Серія «Управління». – 2010. – № 4.
183. Тютюкіна Е. Б. Финансовые потоки : сущность и признаки классификации / Е. Б. Тютюкіна, К. М. Афашагов // Вестник Финансовой академии. – 2007. – № 4. – С.24–33.
184. Український фондовий ринок : впевненість, стійкість та зростання [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua> .

185. Федоренко А. Інвестування пенсійних активів : проблеми державного регулювання [Електронний документ] / А. Федоренко, Д. Леонов, Н. Ковальова // Ринок цінних паперів. – 2002. – № 1, 2. – Режим доступу : [http://pension.kiev.ua/pensref/publs/Other/inv\\_pens.html](http://pension.kiev.ua/pensref/publs/Other/inv_pens.html).

186. Федоренко А. Об'єкти та процедури інвестування коштів недержавних пенсійних фондів [Електронний ресурс] / А Федоренко // Україна фінансова : Інформаційно–аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку. – Режим доступу : [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/rzp/036.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/036.htm).

187. Финансовый менеджмент : теория и практика : Учебник / Под ред. Е.С. Стояновой.– 5–е. изд., перераб. и доп.– М. : Изд–во «Перспектива», 2000. – 656 с.

188. Фінансовий менеджмент : підручник / Мін-во освіти і науки України, КНЕУ; ред. А. М. Поддєрьогін. – К. : КНЕУ, 2005. – 535 с.

189. Хавтур О. В. Фінансові потоки страхових компаній в умовах трансформації економіки України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / Хавтур Ольга Володимирівна. – Тернопіль, 2004. – 25 с.

190. Харламов П. Что учитывать при выборе оптимальной накопительной страховки [Електронний ресурс] / Петр Харламов. – Режим доступа : [http://dengi.ua/clauses/87542\\_Chto\\_uchityvat\\_pri\\_vybore\\_optimalnoj\\_nakopitelnoj\\_strahovki.html](http://dengi.ua/clauses/87542_Chto_uchityvat_pri_vybore_optimalnoj_nakopitelnoj_strahovki.html).

191. Хендрікс Г. Міжнародні стандарти підрахунку чистої вартості одиниці пенсійних внесків [Електронний ресурс] / Г. Хендрікс. – Проект розвитку ринків капіталу. – Грудень, 2008. – Режим доступу : [http://www.pension.kiev.ua/files/ghendricks\\_10dec08\\_int\\_stand.pdf](http://www.pension.kiev.ua/files/ghendricks_10dec08_int_stand.pdf).

192. Хендрікс Г. Плата за послуги на другому та третьому рівнях пенсійної системи [Електронний ресурс] / Г. Хендрікс. – Проект розвитку ринків капіталу. – 26 лютого 2008. – Режим доступу : [http://pension.kiev.ua/files/fees\\_p2p3\\_26feb08\\_ua.pdf](http://pension.kiev.ua/files/fees_p2p3_26feb08_ua.pdf).

193. Хмыров В.В. Виды рисков в деятельности негосударственных пенсионных фондов [Электронный ресурс] / В.В. Хмыров // Социально–экономические науки. – 2012. – №2. – С.98 – 102.

194. Худолій О.В. Визначення ефективності діяльності недержавних пенсійних фондів [Електронний ресурс] // О.В. Худолій // Облік і фінанси АПК. – 2009. №3. – Режим доступу : <http://magazine.faaf.org.ua/content/view/769/35/>

195. Цікановська Н. А. Формування ринку недержавних пенсійних фондів в Україні / Н.А. Цікановська / Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2012. – №2. – С. 302 – 306.

196. Цікановська Н. А. Теоретико–методичні підходи до діагностики фінансової безпеки недержавних пенсійних фондів в Україні / Н. А. Цікановська // Фінанси України. – 2014. – № 8. – С. 85–96.

197. Цікановська Н. А. Особливості функціонування недержавних пенсійних фондів в Україні / Н. А.Цікановська // Збірник наукових праць «Фінансово–кредитна діяльність: проблеми теорії та практики». – 2014. – № 2. – С. 188–197

198. Цікановська Н. А. Формалізація механізму забезпечення фінансової безпеки недержавних пенсійних фондів [Електронний ресурс] / Н. А. Цікановська // Вісник Української академії банківської справи. – 2013. – № 2. – С. 26–31

199. Чемерис А. Методи оптимізації в економіці: навч. посіб. / А. Чемерис, Р. Кюринець, О. Мицишин. – К. : Центр навчальної літератури, 2006. – 152 с.

200. Черкасова С. В. Прогнозування інвестиційного потенціалу вітчизняних недержавних пенсійних фондів / С. В. Черкасова, М. В. Сороківська // Регіональна економіка. – 2013. – №43. – С.71 – 79.

201. Чеченов А. А. Об инвестиционной деятельности негосударственных пенсионных схем / А. А. Чеченов, З. А. Калов,

Ф. М. Куршаев, А. И. Атмурзаев // *Фундаментальные исследования*. – 2006. – № 11. – С. 31 – 35.

202. Чигасова Н. М. Поняття та система фінансового забезпечення фінансового менеджменту [Електронний ресурс] / Н. М. Чигасова. – Режим доступу : [http://www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2007-1/Chigasova\\_107.htm](http://www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2007-1/Chigasova_107.htm).

203. Чистякова Л. І. Організаційно–методичні засади діяльності та бухгалтерського обліку у недержавних пенсійних фондах / Л.І.Чистякова // *Зовнішня торгівля : економіка, фінанси, право*. – 2012. – №2. – С. 103 – 108.

204. Шаги к созданию финансового мегарегулятора в России [Электронный ресурс] // РЦБ. – 2006. – №15. – Режим доступа : <http://www.rcb.ru/rcb/2006-15/7818/>.

205. Шеремет О. О. Фінансовий аналіз: навч. посіб. / О. О. Шеремет. – К., 2005. – 196 с.

206. Школьник І. О. Фінансовий менеджмент : навчальний посібник / І. О. Школьник, І. М. Боярко, Б. І. Сюркало. – Суми : Університетська книга, 2009.

207. Шкроміда В. В. Облікові аспекти відображення фінансових потоків підприємства / В. В. Шкроміда // *Вісник Прикарпатського університету*. – 2008. – № 6.

208. Шмельова С. Що відбувається на ринку накопичувального страхування? [Електронний ресурс] / С. Шмельова. – Режим доступу : <http://insurance.uabs.edu.ua/uk/biblioteka/publikatsii/71-shcho-vidbuvaietsia-na-rynku-nakorychuvanno-strakhuvannia.html>.

209. Шоломицкий А. Г. Риски и эффективность пенсионных программ : модельный подход / А. Г. Шоломицкий. – М. : ГУ ВШЕ, 2006. – 64 с.

210. Ярошенко О. В. Дослідження методів управління активами вітчизняних недержавних пенсійних фондів в сучасних умовах / О. В. Ярошенко // *Економіка : проблеми теорії і практики : зб. наук. праць*. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2010. – Вип. 264 : в 9 т. – Т. VII. – С. 1802 – 1809.

211. Ярошенко О. В. Механізм залучення і використання фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Ярошенко Олена Василівна. – Суми, 2012. – 24 с.

212. 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.nauka.com.a/index.php?operation=1&iid=863>.

213. Яценко В. Будь-які гарантії мають свою ціну [Електронний документ] / В. Яценко. – Режим доступу : <http://pension.kiev.ua/pensref/publs/Other/garantii.html>.

214. Calhoun C. V. Plan Audit Issues [Electronic source] / Carol V. Calhoun // Pension & Benefits Week. – Access : <http://benefitsattorney.com/modules.php?name=Content&pa=showpage&pid=11>.

215. Evans J. R. Pension Fund Governance : A Global Perspective on Financial Regulation / Evans John R, Michael Orszag, John R. Piggott. – Cornwall : MPG Books Ltd., 2008. – 260 p.

216. Funke K. Operations of a Pension Fund after the Asian Crisis: The Thai Experience / Katja Funke, Georg Stadtmann // Asian Economic Journal. 2004. – №4. – P.439 – 470.

217. Handbook of international auditing, assurance, and ethics pronouncements [Electronic source]. – Access : [http://www.ifac.org/Members/Downloads/2008\\_IAASB\\_Handbook\\_Part\\_I-Compilation.pdf](http://www.ifac.org/Members/Downloads/2008_IAASB_Handbook_Part_I-Compilation.pdf).

218. Handbook of international auditing, assurance, and ethics pronouncements [Electronic source]. – Режим доступу : [http://www.ifac.org/Members/Downloads/2008\\_IAASB\\_Handbook\\_Part\\_IICompilation.pdf](http://www.ifac.org/Members/Downloads/2008_IAASB_Handbook_Part_IICompilation.pdf).

219. Hest, T. Optimal robust and consistent active implementation of a pension fund's benchmark investment strategy [Electronic source] / Tim van Hest, Anja De Waegenaere // Journal of Asset Management. – 2007. – Vol. 3, 8. – P. 176 – 187. – Access : <http://search.ebscohost.com/>

220. Pension indicators [Electronic source] / The Organisation for Economic Co-operation and Development. – Access : <http://www.oecd.org/>.

221. Pension markets in focus 2014 [Electronic source] / The Organisation for Economic Co-operation and Development. – Access : <http://www.oecd.org/pensions/PensionMarketsInFocus2014.pdf>

222. Stewart F. Pension Funds' Risk-Management Framework: Regulation and Supervisory Oversight [Electronic source] / Fiona Stewart // OESD Working Papers on Insurance and Private Pensions. – 2010. – № 40. – Access : [http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/finance-and-investment/pension-funds-risk-management-framework\\_5kmlcz7qq3zx-en#page1](http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/finance-and-investment/pension-funds-risk-management-framework_5kmlcz7qq3zx-en#page1)

# ДОДАТКИ

## Додаток А

Таблиця А.1– Тракткування авторами поняття «фінансовий потік» в рамках 3-х підходів

Підхід	Автор	Визначення
Фінансові потоки в логістичній системі	О.О. Новіков, С.А. Уваров	Направлений рух фінансових ресурсів, які циркулюють в логістичній системі, а також між логістичною системою та зовнішнім середовищем, які необхідні для забезпечення ефективного руху визначеного товарного потоку
	М.Ю. Ваховська	Спрямований рух фінансових ресурсів, пов'язаний з рухом матеріального, інформаційного та інших ресурсних потоків як в межах логістичної системи так і поза нею
	А.І. Мороз	Спрямований рух фінансових ресурсів, який обумовлений необхідністю забезпечити переміщення відповідного товарного потоку
	В.В. Концева, С.С. Костенко,	Рух фінансових коштів, циркулюючих в логістичній системі, а також між логістичною системою та зовнішнім середовищем, необхідних для забезпечення ефективного руху товарного потоку
Фінансові потоки ототожнюються з грошовими	А.А. Моткуєва	Сукупність всіх платежів певного виду, в тому числі платежів, обумовлених певним договором
	І.Бернар, Ж. К. Коллі	Вартість обмінюваних товарів і послуг, а також руху борових вимог, які є формою грошового обміну
	І.О. Школьник	Сукупність розподілених у часі надходжень та виплат грошових коштів, що формуються в процесі господарської діяльності.
	О. Горбунов	Потік витрат або доходів компанії на протязі деякого проміжку часу
Визначення фінансових потоків, як руху фінансових ресурсів	Г.М. Азаренкова	Цілеспрямований рух, зміна (обсягів, типів, форм та видів) фінансових ресурсів певного суб'єкта господарювання, який здійснюється спільно з відповідними його грошовими потоками (еквівалентні фінансові потоки) або ні (без еквівалентні фінансові потоки), але обов'язково з урахуванням чинника часу, який позначається на ліквідності зазначених фінансових ресурсів
	О.В. Майборода	Цілеспрямований рух фінансових ресурсів у процесі здійснення господарських операцій, внаслідок якого виникають економічні відносини
	Т.М. Ісакова	Впорядкований рух фінансових ресурсів підприємства
	О.В. Хавтур	Впорядкований рух фінансових ресурсів за певний період, який спрямований на досягнення ефективного господарювання
	С.І. Крилов	Грошові потоки та потоки інших активів організації у вартісному вираженні, потоки джерел коштів (пасивів) підприємства, а також фінансові результати діяльності підприємства та визначаючі їх фактори (доходи, видатки, податкові платежі)
	Т. Кузнецова	Направленість використання фінансових ресурсів

Джерело: узагальнено автором на основі [2, 19, 20,40, 47, 50, 71, , 78, 84, 98, 99, 114, 206]



## Додаток Б

Таблиця Б.1 – Динаміка кількості НПФ, адміністраторів та компаній, що здійснюють управління активами НПФ

Показник	Період							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Кількість НПФ	96	110	108	101	96	94	81	76
Кількість адміністраторів НПФ	40	50	44	36	33	37	28	24
Кількість КУА	41	55	55	45	42	47	47	43
НПФ в управлінні КУА	81	92	95	93	85	83	75	72

Джерело: узагальнено на основі [122, 58]

Таблиця В.1 – Аналіз динаміки кількості укладених контрактів, кількості вкладників та їх внесків в розрізі юридичних та фізичних осіб за 2005 – 2014 роки

Показник	Рік										Т пр 2014/2013	Т пр 2013/2012	Т пр 2014/2009	Т пр 2014/2005
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014				
Кількість контрактів, тис. шт., у т. ч.	30,60	41,53	55,94	62,26	62,48	69,74	75,05	61,41	61,40	55,10	-10%	0%	-11,81%	80,07%
–юридичні особи	9,33	13,01	14,66	14,86	14,00	15,18	15,14	13,53	13,00	7,80	-40%	-4%	-44,29%	-16,40%
–фізичні особи	21,27	28,52	41,28	47,40	48,48	54,56	59,91	47,88	48,40	47,30	-2%	1%	-2,43%	122,38%
Кількість вкладників, тис. осіб, у т.ч.	н/д	н/д	н/д	48,40	49,80	56,14	61,60	48,93	50,10	48,90	-2%	2%	-1,81%	н/д
–юридичні особи	н/д	н/д	н/д	2,31	2,31	2,39	2,44	2,40	2,40	2,30	-4%	0%	-0,43%	н/д
–фізичні особи, та фізичні особи–підприємці	н/д	н/д	н/д	46,09	47,49	53,75	59,16	46,53	47,70	46,60	-2%	3%	-1,87%	н/д
Пенсійні внески, млн.грн.	н/д	н/д	н/д	н/д	754,90	925,40	1102,00	1313,70	1587,20	1807,70	14%	21%	139,46%	н/д
–юридичні особи	н/д	н/д	н/д	н/д	722,70	884,60	1051,20	1254,90	1520,50	1736,10	14%	21%	140,22%	н/д
–фізичні особи	н/д	н/д	н/д	н/д	32,20	40,80	50,80	58,80	66,70	71,60	7%	13%	122,36%	н/д

Джерело: узагальнено на основі [122]

Таблиця Г.1 – Динаміка кількості та гендерної структури учасників системи недержавного пенсійного забезпечення у розрізі вікових груп, 2007 – 2011 рр.

Показник	2007	2008	2009		2010		2011		Тпр 2011/2009	Тпр 2011/2010
	тис. осіб	тис. осіб	тис. осіб	питома вага, %	тис. осіб	питома вага, %	тис. осіб	питома вага, %		
Кількість учасників, осіб	278,70	482,50	497,07	100,00	569,23	100,00	594,64	100,00	19,63	4,46
до 25 років	н/д	н/д	42,57	8,56	40,03	7,03	37,13	6,24	-12,78	-7,23
<i>жінки</i>	н/д	н/д	22,60	4,55	18,10	3,18	15,76	2,65	-30,28	-12,92
<i>чоловіки</i>	н/д	н/д	19,97	4,02	21,93	3,85	21,38	3,59	7,04	-2,54
25-50 років	н/д	н/д	178,17	35,85	223,32	39,23	241,81	40,67	35,72	8,28
<i>жінки</i>	н/д	н/д	86,21	17,34	103,86	18,25	110,49	18,58	28,16	6,39
<i>чоловіки</i>	н/д	н/д	91,96	18,50	119,46	20,99	131,32	22,08	42,80	9,93
50-60 років	н/д	н/д	205,77	41,40	229,11	40,25	231,53	38,94	12,52	1,06
<i>жінки</i>	н/д	н/д	103,02	20,73	108,29	19,02	108,85	18,30	5,65	0,51
<i>чоловіки</i>	н/д	н/д	102,74	20,67	120,81	21,22	122,69	20,63	19,41	1,55
старше 60 років	н/д	н/д	70,55	14,19	76,78	13,49	84,16	14,15	19,29	9,62
<i>жінки</i>	н/д	н/д	23,31	4,69	24,12	4,24	27,37	4,60	17,44	13,49
<i>чоловіки</i>	н/д	н/д	47,24	9,50	52,66	9,25	56,79	9,55	20,21	7,84

Джерело: узагальнено на основі [122]

Таблиця Г.2 – Динаміка кількості та гендерної структури учасників системи недержавного пенсійного забезпечення у розрізі вікових груп, 2012 –2014 рр.

Показник	2012		2013		2014		Т пр 2014/2012	Т пр 2014/2013
	тис. осіб	питома вага, %	тис. осіб	питома вага, %	тис. осіб	питома вага, %		
Кількість учасників, всього	584,79	100,00	840,60	100,00	833,80	100,00	42,58	-0,81
до 25 років	28,38	4,85	45,50	5,41	34,70	4,16	22,26	-23,74
<i>чоловіки</i>	16,31	2,79	29,00	3,45	22,30	2,67	36,75	-23,10
<i>жінки</i>	12,08	2,06	16,50	1,96	12,40	1,49	2,69	-24,85
25-50 років	379,02	64,81	542,50	64,54	532,50	63,86	40,49	-1,84
<i>чоловіки</i>	204,42	34,96	305,80	36,38	303,40	36,39	48,42	-0,78
<i>жінки</i>	174,60	29,86	236,70	28,16	229,10	27,48	31,21	-3,21
50-60 років	137,76	23,56	204,70	24,35	211,60	25,38	53,60	3,37
<i>чоловіки</i>	78,24	13,38	118,20	14,06	120,00	14,39	53,38	1,52
<i>жінки</i>	59,53	10,18	86,50	10,29	91,60	10,99	53,88	5,90
старше 60 років	39,62	6,78	47,90	5,70	55,00	6,60	38,81	14,82
<i>чоловіки</i>	28,97	4,95	34,90	4,15	40,70	4,88	40,50	16,62
<i>жінки</i>	10,66	1,82	13,00	1,55	14,30	1,72	34,21	10,00

Джерело: узагальнено на основі [122]

Таблиця Д.1 – Аналіз динаміки витрат на обслуговування у % до вартості активів недержавних пенсійних фондів

Показник	Рік						Т пр		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014/ 2013	2013/ 2012	2014/ 2009
Витрати, що відшкодовуються за рахунок пенсійних активів, млн. грн.	47,1	64,6	86,6	106,6	135,3	171	26,39%	26,92%	263,06%
Вартість активів НПФ, млн. грн.	858,00	1144,30	1386,90	1660,00	2089,80	2469,20	18,15%	25,89%	187,79%
Частка витрат на обслуговування у загальній вартості активів %	5,49%	5,65%	6,24%	6,42%	6,47%	6,93%	6,97%	0,82%	26,16%

Таблиця Д.2 – Аналіз структури витрат, що відшкодовуються за рахунок пенсійних активів у 2009 – 2014 рр.

Показник	Рік												Т пр		
	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2014/ 2013	2013/ 2012	2014/ 2009
	вартість, млн. грн	питома вага, %	вартість, млн. грн	питома вага, %	вартість, млн. грн	питома вага, %	вартість, млн. грн	питома вага, %	вартість, млн. грн	питома вага, %	вартість, млн. грн	питома вага, %			
Витрати, що відшкодовуються за рахунок пенсійних активів	47,1	100	64,6	100	86,6	100	106,6	100	135,3	100	171	100	26,39%	26,92%	263,06%
Винагорода за надання послуг з управління активами НПФ	26,7	56,69	41,2	63,78	56,8	65,59	74,9	70,26	94,5	69,84	116,3	68,01	23,07%	26,17%	335,58%
Витрати на оплату послуг з адміністрування НПФ	16,7	35,46	18,2	28,17	19,6	22,63	22,3	20,92	29,3	21,66	40,4	21,66	37,88%	31,39%	141,92%
Плата послуг зберігача	1,9	4,03	2,9	4,49	4,1	4,73	5,8	5,44	7,2	5,32	9	5,26	25,00%	24,14%	373,68%
Інші витрати	1,8	3,82	2,3	3,56	6,1	7,04	3,6	3,38	4,3	3,18	5,3	3,10	23,26%	19,44%	194,44%

Джерело: складено автором на основі [122, 123]

Таблиця Е.1 – Аналіз динаміки та структури активів НПФ, що інвестуються, 2009 – 2014 рр

Показник	Рік												Т пр 2014/ 2013	Т пр 2013/ 2012	Т пр 2014/ 2009
	2009		2010		2011		2012		2013		2014				
	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %			
Активи НПФ	<b>858,00</b>	<b>100%</b>	<b>1144,30</b>	<b>100%</b>	<b>1386,90</b>	<b>100%</b>	<b>1660,00</b>	<b>100%</b>	<b>2089,80</b>	<b>100%</b>	<b>2469,20</b>	<b>100%</b>	<b>18%</b>	<b>26%</b>	<b>188%</b>
Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України	162,4	<b>19%</b>	175,7	<b>15%</b>	346,5	<b>25%</b>	517,9	<b>31%</b>	648,3	<b>31%</b>	679,6	<b>28%</b>	<b>5%</b>	<b>25%</b>	<b>318%</b>
Акції українських емітентів	75,9	<b>9%</b>	206,9	<b>18%</b>	254,6	<b>18%</b>	256,9	<b>15%</b>	278,4	<b>13%</b>	262,5	<b>11%</b>	<b>-6%</b>	<b>8%</b>	<b>246%</b>
Об'єкти нерухомості	18,2	<b>2%</b>	64,6	<b>6%</b>	48,6	<b>4%</b>	49,6	<b>3%</b>	58	<b>3%</b>	69,9	<b>3%</b>	<b>21%</b>	<b>17%</b>	<b>284%</b>
Банківські метали	32,1	<b>4%</b>	31,7	<b>3%</b>	26,1	<b>2%</b>	18,6	<b>1%</b>	14,7	<b>1%</b>	14,5	<b>1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-21%</b>	<b>-55%</b>
Дебіторська заборгованість	0	<b>0%</b>	0	<b>0%</b>	0	<b>0%</b>	21,3	<b>1%</b>	32,5	<b>2%</b>	68,9	<b>3%</b>	<b>112%</b>	<b>53%</b>	<b>н/д</b>
Активи не заборонені законодавством України	54,1	<b>6%</b>	57,4	<b>5%</b>	47,7	<b>3%</b>	13,6	<b>1%</b>	26,6	<b>1%</b>	25,9	<b>1%</b>	<b>-3%</b>	<b>96%</b>	<b>-52%</b>
Кошти на поточному рахунку	23,9	<b>3%</b>	35,7	<b>3%</b>	37,2	<b>3%</b>	9,3	<b>1%</b>	19,3	<b>1%</b>	16,4	<b>1%</b>	<b>-15%</b>	<b>108%</b>	<b>-31%</b>
Грошові кошти, розміщені на вкладних (депозитних) банківських рахунках	343	<b>40%</b>	396,8	<b>35%</b>	409,8	<b>30%</b>	572,7	<b>35%</b>	760,2	<b>36%</b>	953,8	<b>39%</b>	<b>25%</b>	<b>33%</b>	<b>178%</b>

Продовження таблиці Е.1

Показник	Рік												Т пр 2014/ 2013	Т пр 2013/ 2012	Т пр 2014/ 2009
	2009		2010		2011		2012		2013		2014				
	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %			
Цінні папери, доїд за якими гарантовано Радою міністрів АР Крим, місцевими радами, відповідно до законодавства	7	1%	5,1	0%	7,4	1%	3,2	0%	10,7	1%	0	0%	н/д	234%	н/д
Цінні папери, дохід за якими гарантовано КМУ	141	16%	170,4	15%	209	15%	196,9	12%	241,1	12%	377,7	15%	57%	22%	168%
Іпотечні цінні папери	0,4	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0%	0%	0%
цінні папери іноземних емітентів	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0%	0%	0%

Джерело: узагальнено на основі [122]



Таблиця Ж.1 – Порівняльна характеристика доходності найбільших НПФ та структури інвестиційного портфелю на 31.12.2014 р.

Показник	КНПФ Національного банку України	НТ «НКПФ ВАТ «Укресімбанк»	ВНПФ «Емерит- Україна»	ППФ Незалежної галузевої професійної спілки енергетиків України	ВНПФ «Україна»	ВПФ «ПриватФонд»	НП «ВНПФ «Перший національний відкритий пенсійний фонд»	НПФ «Фармацевтичний»	НПФ «Всі»	ВПФ «ОТП Пенсія»	ВНПФ «Причетність»
Доходність, % річних	21,81	5,43	18,31	13,08	8,28	25,24	-14,02	13,1	29,52	29,03	33,59
Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України, %	37,1	9,95	9,66	32,16	38,84		39,7	6,95		4,34	
Акції українських емітентів,%	12,51	0,46	1,45	37,35	0,76	30,4	0,23	2,93	14,69	0,86	0,94
Об'єкти нерухомості, %	3,06			6,34		3,3	9,94	0,87			13,12
Банківські метали, %						5,88	2,59	3,6	1,95		8,67
Грошові кошти, розміщені на вкладних (деPOSITНИХ) банківських рахунках, %	39,95	41,51	40,25	17,62	32,55	45,27	42,56	46,75	38,74	49,27	45,5
Державні цінні папери, %	5,2	47,69	47,27	0,38	22,95	13,47		38,27	37,28	41,71	19,77
Іпотечні цінні папери, %											
Цінні папери іноземних емітентів, %											
Інші активи, %	2,18	0,39	1,37	6,15	4,9	1,68	4,98	0,63	7,34	3,82	12

Таблиця И.1 – Динаміка співвідношення та структури населення працездатного віку, зайнятого та пенсіонерів

Рік	Населення, тис. осіб	Працездатного віку		Зайняте населення			Пенсіонери		
		тис. осіб	у % від загальної кількості	тис. осіб	у % від загальної кількості	у % до працездатного	тис. осіб	у % від загальної кількості	у % від зайнятого
2000	48923,2	33446,3	68,36%	20 175,0	41,24%	60,32%	6992,2	14,29%	34,66
2001	48457,1	33312,4	68,75%	19 971,5	41,21%	59,95%	6974,5	14,39%	34,92
2002	48003,5	33060,2	68,87%	20 091,2	41,85%	60,77%	6847,4	14,26%	34,08
2003	47622,4	32826,5	68,93%	20 163,3	42,34%	61,42%	6775,4	14,23%	33,60
2004	47280,8	32603,5	68,96%	20 295,7	42,93%	62,25%	6688,8	14,15%	32,96
2005	46929,5	32417,4	69,08%	20 680,0	44,07%	63,79%	6468,0	13,78%	31,28
2006	46646,0	32256,2	69,15%	20 730,4	44,44%	64,27%	6595,0	14,14%	31,81
2007	46372,7	32184,5	69,40%	20 904,7	45,08%	64,95%	6576,1	14,18%	31,46
2008	46143,7	32169,8	69,72%	20 972,3	45,45%	65,19%	6433,7	13,94%	30,68
2009	45962,9	32130,2	69,90%	20 191,5	43,93%	62,84%	6308,9	13,73%	31,25
2010	45778,5	32137,0	70,20%	20 266,0	44,27%	63,06%	6136,8	13,41%	30,28
2011	45633,6	31993,3	70,11%	20 324,2	44,54%	63,53%	6046,9	13,25%	29,75
2012	45553,0	31846,8	69,91%	20 354,3	44,68%	63,91%	6063,8	13,31%	29,79
2013	45426,2	31606,4	69,58%	20 404,1	44,92%	64,56%	6049,5	13,32%	29,65

Джерело: узагальнено на основі [173]

## Додаток К

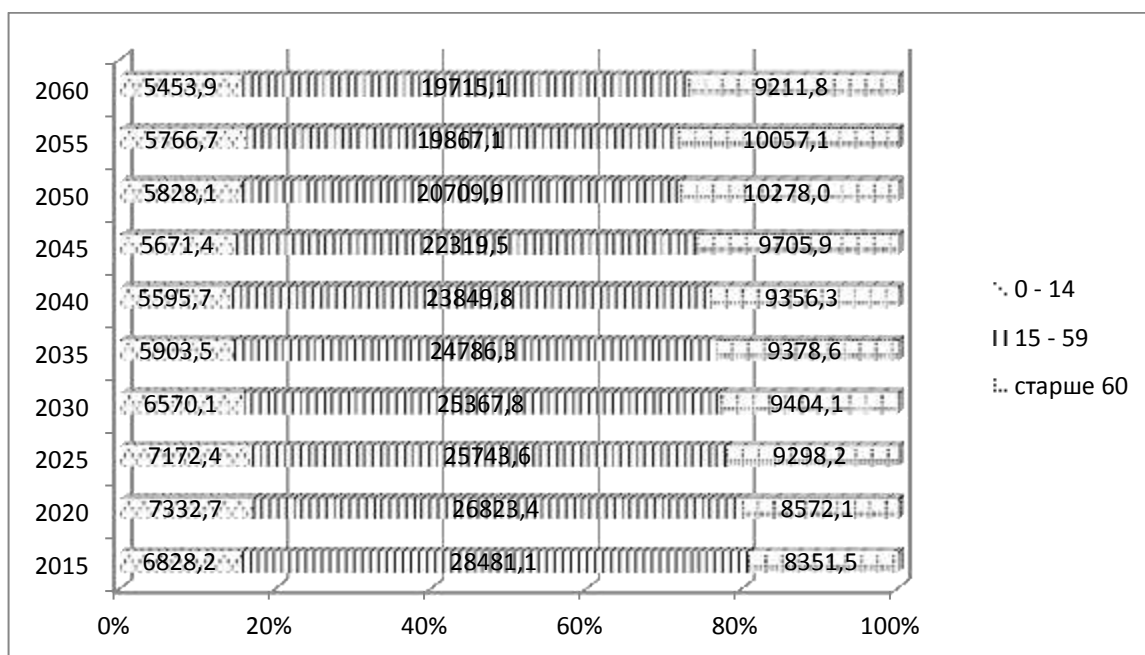


Рисунок К.1 – Прогноз вікової структури населення України з 2014 до 2060 років

Джерело: побудовано на основі [28]

Таблиця Л.1 – Дані для розрахунку середньозваженого показника номінальної дохідності найбільших НПФ, грн.

Показники станом на:	КНПФ НБУ		НТ «НКПФ ВАТ «Укресімбанк»		ВНПФ «Емерит-Україна»		ППФ Незалежної галузевої професійної спілки енергетиків України		ВНПФ «Україна»		ВПФ «ПриватФонд»		НПФ «Фармацевтичний»		НПФ «Всі»		ВПФ «ОТП Пенсія»		ВНПФ «Причетність»	
	ЧВА	Зв	ЧВА	Зв	ЧВА	Зв	ЧВА	Зв	ЧВА	Зв	ЧВА	Зв	ЧВА	Зв	ЧВА	Зв	ЧВА	Зв	ЧВА	Зв
09.2009	257206,7	1,46	36279,48	1,07	72906,4	1,22	68229,74	1,25	29672,06	1,03	106089,89	1,24	8739,17	1,19	19120,01	1,7	231,46	1,02	7350,87	0,94
12.2009	290428,21	1,53	39994,71	1,13	73447,8	1,33	65287,98	1,19	30959,24	1,06	115475,21	1,26	9317,47	1,28	20898,46	1,79	876,41	1,02	8263,13	0,98
03.2010	320145,98	1,59	46548,13	1,25	73023,71	1,42	68586,25	1,25	33688,22	1,14	123896,85	1,35	10685,52	1,46	23362,52	1,98	1570	1,05	9273,43	1
06.2010	362493,73	1,67	48438,97	1,27	75437,58	1,52	66171,6	1,2	34532,34	1,15	128353,81	1,39	9628,72	1,32	22843,44	1,97	2360,42	1,08	9774,42	1,01
09.2010	417035,79	1,75	51438,08	1,32	74926,42	1,6	65288,91	1,17	36272,26	1,19	131926,43	1,43	10799,23	1,36	23820,4	2,04	3370,15	1,11	10496,76	1,04
12.2010	490160,28	1,96	54746,08	1,36	72743,3	1,64	68169,94	1,23	37635,52	1,23	135426,59	1,47	12429,57	1,44	30102,99	2,18	4394,45	1,13	11007,66	1,08
.03.2011	544975,5	2,08	58261,63	1,42	71372,87	1,68	69563,77	1,27	38919,76	1,27	142460,33	1,54	12966,88	1,46	31255,16	2,25	5571,08	1,16	11827,66	1,12
06.2011	588427,18	2,14	60335,54	1,44	69152,95	1,69	68051,49	1,26	39026,11	1,28	147862,76	1,61	13212,02	1,41	32236,41	2,28	7377,06	1,16	12523,14	1,14
09.2011	646557,04	2,23	61052,36	1,43	66841,62	1,69	65922,74	1,22	39449,2	1,29	150054	1,64	12252,75	1,27	28704,38	2,01	8850,39	1,15	13280,54	1,18
12.2011	712078,49	2,33	64213,39	1,47	68111,92	1,75	66527,05	1,23	40181,78	1,31	150992,46	1,66	13195,49	1,27	29257,12	2,02	11049,39	1,25	14407,44	1,22
03.2012	763877,65	2,4	67273,54	1,52	68892,06	1,79	67022,36	1,24	41342,23	1,34	158221,58	1,74	14811,76	1,33	30388,05	2,05	12885,96	1,29	15277,2	1,25
06.2012	815792,25	2,47	70437,37	1,56	69923,7	1,84	68891,46	1,27	42059,54	1,37	161943,77	1,8	15536,97	1,3	28181,81	1,92	14365,01	1,32	15707,83	1,26
09.2012	874010,05	2,55	73928,06	1,59	72166,88	1,89	68881,38	1,27	40737,38	1,32	122417,94	1,76	17474,38	1,34	29557,41	2,01	15622,52	1,36	16441,52	1,28
12.2012	988654,83	2,74	78081,54	1,65	73821,83	1,95	67463,17	1,24	40730,05	1,35	111204,02	1,74	19209,05	1,35	29112,5	1,94	16286,13	1,42	16981,76	1,3
03.2013	1050347,76	2,8	82623,49	1,7	75397,65	2,01	65213,56	1,2	41881,61	1,39	110764,95	1,73	21095,36	1,38	26908,32	1,77	17134,24	1,47	17596,81	1,32
06.2013	1134178,24	2,88	87982,88	1,78	77016,33	2,07	68934,34	1,27	43177,58	1,42	109169,79	1,71	22872,73	1,41	25477,85	1,68	18016,7	1,51	17935,89	1,29
09.2013	1224082,45	2,98	92877,8	1,84	78492,47	2,13	70479,78	1,3	43986,27	1,45	103632,94	1,64	25150,4	1,45	25479,57	1,66	18992,33	1,55	18737,58	1,31
12.2013	1337185,06	3,15	96724,16	1,91	80975,76	2,18	72785,02	1,34	45706,65	1,49	96631,73	1,57	32203,09	1,51	25475,47	1,63	21122,44	1,68	20699,01	1,42
03.2014	1466297,73	3,35	102266,73	1,99	86660,66	2,34	74431,62	1,37	47050,82	1,53	91065,75	1,51	38710,52	1,57	31713,11	2	24336,56	1,91	24395,75	1,62
06.2014	1571529,72	3,48	103701,74	1,99	89704,49	2,43	77271,85	1,42	47905,88	1,56	86828,09	1,5	39906,09	1,59	32387,57	2,09	25333,36	1,96	25274,42	1,69
09.2014	1673308,05	3,63	103478	1,94	92245,7	2,52	79331,42	1,47	48106,35	1,57	75691,79	1,41	42090,16	1,64	32849,09	2,15	26732,24	2	25762,73	1,75
12.2014	1612229,42	3,55	112339,86	2,09	97970,71	2,67	80845,32	1,47	48729,33	1,59	77706,03	1,5	45211,76	1,71	36796,07	2,45	29762,92	2,17	28562,24	1,97

## Додаток М

Таблиця М.1 – Динаміка макроекономічних показників, які впливають на ефективність діяльності НПФ

Період	Темп приросту реального ВВП	Темп приросту офіційного курсу української гривні до долара США	Темп приросту облікової ставки НБУ	Темп приросту реальної заробітної плати	Динаміка розвитку фінансового ринку
4 квартал 2009	-6,7	4,8	-3,23	1,1	206,1
1 квартал 2010	4,5	-0,2	0	5,7	46,7
2 квартал 2010	5,4	-0,8	-1,85	2,9	58,3
3 квартал 2010	3,3	-0,2	-18,97	1,2	-2,3
4 квартал 2010	3,7	0,1	-4,93	0,4	9,1
1 квартал 2011	5,5	0,7	0	11,1	0,6
2 квартал 2011	4,4	0	0	-3	15,8
3 квартал 2011	6,7	0,1	0	-0,1	35,8
4 квартал 2011	5,1	0	0	0,7	-21
1 квартал 2012	2,5	0,2	-0,32	14,7	-3,1
2 квартал 2012	3,1	0	-2,92	0,9	35,3
3 квартал 2012	-1,3	0,1	0	-0,7	-10,8
4 квартал 2012	-2,3	0	0	-0,5	-50,3
1 квартал 2013	-1,2	0	0	9,9	29,9
2 квартал 2013	-1,3	0	-1,54	-0,3	26,5
3 квартал 2013	-1,2	0	-8,81	-0,5	138,2
4 квартал 2013	3,3	0	-3,47	-0,9	-52
1 квартал 2014	-1,2	0	0	3,5	-22
2 квартал 2014	-4,5	37,6	40,66	-3,9	14,5
3 квартал 2014	-5,4	7,2	31,01	-3,6	52
4 квартал 2014	-14,8	9,9	11,03	-2,5	-20,7

## Додаток Н

I етап	Ідентифікація та розрахунок основних показників ефективності діяльності НПФ
	<p>1. Розрахунок середньозваженої номінальної ставки доходності НПФ (квартальної):</p> $R = \frac{\sum Zv_i * ЧВА_i}{\sum ЧВА_i}, Zv_i = \frac{Вк_i - Вп_i}{Вп_i}$ <p>ЧВА<sub>i</sub> чиста вартість активів і –го НПФ на кінець звітного кварталу, тис. грн.  Zv<sub>i</sub> – зміна чистої вартості одиниці пенсійних активів і –го НПФ за звітний квартал, %;  . Вк<sub>i</sub> – чиста вартість одиниці пенсійних активів і –го НПФ на кінець звітного кварталу, грн.  Вп<sub>i</sub> – чиста вартість одиниці пенсійних активів і –го НПФ на кінець попереднього кварталу, грн.</p> <p>2. Розрахунок реальної ставки доходності:</p> $R' = \frac{R - I}{i + 1}$ <p>I - квартальний темп інфляції.</p>
II етап	Визначення загальної сукупності фінансово-економічних чинників, що здійснюють вплив на ефективність діяльності НПФ: темп приросту реального ВВП (Т <sub>прВВП</sub> ); темп приросту офіційного курсу української гривні до долара США (Т <sub>прВК</sub> ); динаміка розвитку фінансового ринку (темпер приросту обсягу торгів на ринку цінних паперів) (Розв.ФР); темп приросту облікової ставки НБУ (Т <sub>прОСНБУ</sub> ); темп приросту реальної заробітної плати (Т <sub>прЗП</sub> ).
III етап	<p>Ідентифікація найбільш суттєвих факторів, що чинять вплив на ефективність діяльності НПФ: стимуляторів та лєстимуляторів</p> <p>1. Розрахунок коефіцієнтів кореляції між реальною ставкою доходності з метою виявлення щільності на напрямку зв'язку</p> $r_{yx_i} = \frac{\sum yx_i - \frac{\sum y * \sum x_i}{n}}{\sqrt{\left(\sum y^2 - \frac{(\sum y)^2}{n}\right) \left(\sum x_i^2 - \frac{(\sum x_i)^2}{n}\right)}}$ <p>r<sub>yx<sub>i</sub></sub> – парні коефіцієнти кореляції між реальною ставкою доходності активів НПФ та і-ю факторною ознакою.</p> <p>2. Розрахунок коефіцієнтів кореляції між факторними ознаками</p> $r_{x_i x_k} = \frac{\sum x_i x_k - \frac{\sum x_i * \sum x_k}{n}}{\sqrt{\left(\sum x_i^2 - \frac{(\sum x_i)^2}{n}\right) \left(\sum x_k^2 - \frac{(\sum x_k)^2}{n}\right)}}$ <p>r<sub>x<sub>i</sub>x<sub>k</sub></sub> – парні коефіцієнти кореляції між факторними</p> <div style="float: right; margin-top: 20px;"> <math display="block">\begin{aligned} r_{R' T_{прВВП}} &amp;= 0,7 \\ r_{R' T_{прВК}} &amp;= 0,7 \\ r_{R' T_{прОСНБУ}} &amp;= 0,6 \\ r_{R' Розв.ФР} &amp;= 0,1 \\ r_{R' T_{прЗП}} &amp;= 0,2 \\ r_{T_{прВК} T_{прВВП}} &amp;= 0,4 \end{aligned}</math> </div>
IV етап	<p>Формалізація впливу зв'язку між істотними факторами реальної доходності активів НПФ на основі проведення регресійного аналізу</p> <p>Оцінка впливу кожного з показників на доходність активів НПФ визначається за допомогою побудови економетричної моделі множинної регресії.</p> $R' = a + b_1 * T_{прВВП} + b_2 * T_{прВК}$ <p>На основі проведених розрахунків b<sub>1</sub> = 0,38; b<sub>2</sub> = -0,17; a = 2,33 →</p> $R' = 2,33 + 0,35 * T_{прВВП} - 0,17 * T_{прВК}$ <p>Оцінка адекватності моделі: розрахунок показників детермінації; t-критерія Стьюдента; F-критерію Фішера, та порівняння їх з табличними значеннями.</p>

Рисунок Н.1 – Науково-методичний підхід до оцінки ефективності діяльності НПФ

## Додаток П

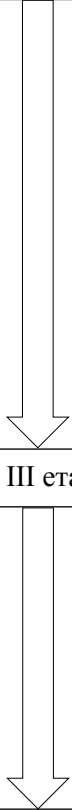
I етап	Визначення вхідних параметрів моделі	II етап	Визначення цільової функції
1.1	Визначення переліку інвестиційних інструментів, з врахуванням нормативних обмежень, інвестиційної політики фонду та з точки зору економічної доцільності зважаючи на тенденції розвитку вітчизняного фінансового		$f(x_1, x_2, x_3, x_4, x_5, x_6) = \bar{r}_1 x_1 + \bar{r}_2 x_2 + \bar{r}_3 x_3 + \bar{r}_4 x_4 + \bar{r}_5 x_5 + \bar{r}_6 x_6 \rightarrow \max,$ де $x_1$ – частка акцій в інвестиційному портфелі; $x_2$ – частка облігацій підприємств в інвестиційному портфелі; $x_3$ – частка депозитів в інвестиційному портфелі; $x_4$ – частка золота в інвестиційному портфелі; $x_5$ – частка нерухомості в інвестиційному портфелі; $x_6$ – частка облігацій внутрішньої державної позики в інвестиційному портфелі; $\bar{r}_1, \bar{r}_2, \bar{r}_3, \bar{r}_4, \bar{r}_5, \bar{r}_6$ – середня дохідність відповідного активу.
1.2	Розрахунок річної дохідності фінансових інструментів за останні n років		III етап Визначення обмежень функції (законодавчі, ризику та мінімального рівня дохідності) $\begin{cases} x_1 \leq 0,4 \\ x_2 \leq 0,4 \\ x_3 \leq 0,5 \\ x_4 \leq 0,1 \\ x_5 \leq 0,1 \\ x_6 \leq 0,5 \\ \sigma_1 x_1 + \sigma_2 x_2 + \sigma_3 x_3 + \sigma_4 x_4 + \sigma_5 x_5 + \sigma_6 x_6 \leq 10\% \\ x_1 + x_2 + x_3 + x_4 + x_5 + x_6 = 1 \\ r_1 x_1 + r_2 x_2 + r_3 x_3 + r_4 x_4 + r_5 x_5 + r_6 x_6 \geq K_{min} \\ x_1, x_2, x_3, x_4, x_5, x_6 \geq 0 \end{cases}$
1.3	Вирівнювання рядів даних шляхом розрахунку ковзної середньої: $r_{n_s} = \frac{r_n + r_{n-1} + r_{n-2}}{3},$ де $r_{n_s}$ – розрахована (згладжена) дохідність за $i$ -тим інвестиційним інструментом; $r_n, r_{n-1}, r_{n-2}$ – фактична дохідність за даним $i$ -тим інвестиційним інструментом в період $n, n-1, n-2$ .		
1.4	Прогнозування дохідності за кожним фінансовим інструментом $\bar{r}_i = \frac{1}{T} * \sum r_{it},$ де $\bar{r}_i$ – середня дохідність за $i$ -тим інвестиційним інструментом; $T$ – кількість періодів; $t = 1, 2, \dots, n$ .		
1.5	Розрахунок рівня ризику за кожним фінансовим інструментом $\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{\sum (r_i - \bar{r})^2}{T}},$ де $\bar{r}_i$ – середня дохідність за $i$ -тим інвестиційним інструментом; $T$ – кількість періодів; $t = 1, 2, \dots, n$ .		
		IV етап	Перевірка моделі

Рисунок П.1– Методичний підхід до оптимізації структури інвестиційного портфелю НПФ

## Додаток Р

Довідки про впровадження результатів дисертаційного дослідження



**КОРПОРАТИВНИЙ  
НЕДЕРЖАВНИЙ  
ПЕНСІЙНИЙ ФОНД  
НАЦІОНАЛЬНОГО  
БАНКУ УКРАЇНИ**

01601, м. Київ, вул. Інститутська, 9  
тел. 527 3785, 527 3783

**КНПФ**



**НБУ**

**CORPORATE  
NON-STATE PENSION  
FUND OF NATIONAL  
BANK OF UKRAINE**

9, Instytutska Str., Kyiv, 01601, Ukraine  
tel. 527 3785, 527 3783

*119-00010/11486  
29.05.2015*

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01  
Української академії банківської справи  
Національного банку України  
д.е.н., проф. Костюку О.М.

### **ДОВІДКА**

про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
Небаби Наталії Олександрівни  
«Управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів»,  
представленого на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук  
за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Ознайомлення з дисертаційною роботою Небаби Наталії Олександрівни «Управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів», яка подана в спеціалізовану вчену раду Д55.081.01 при ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, дозволило зробити висновки, що вона містить ряд науково обґрунтованих результатів, які мають практичну значимість з позиції впровадження в поточну діяльність Корпоративного недержавного пенсійного фонду Національного банку України.

Зокрема запропонований автором науково-методичний підхід до побудови механізму управління фінансовими потоками в системі недержавного пенсійного забезпечення дозволить підвищити ефективність взаємодії Корпоративного недержавного пенсійного фонду Національного банку України та інших суб'єктів системи недержавного пенсійного забезпечення. Крім того, впровадження в практичну діяльність рекомендацій щодо оптимізації структури інвестиційного портфелю Корпоративного недержавного пенсійного фонду Національного банку України дозволить покращити результати інвестиційної діяльності фонду.

0005169

Член Ради КНПФ НБУ



С.О. Козаченко



*№ 001568  
від 21.05.2015р.*

Голові спеціалізованої вченої ради Д 55.081.01  
Української академії банківської справи  
Національного банку України  
д.е.н., проф. Костюку О.М.

### ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи  
Небаби Наталії Олександрівни  
«Управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів»,  
представленою на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук  
за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Критичний огляд дисертаційної роботи Небаби Наталії Олександрівни «Управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів», яка подана в спеціалізовану вчену раду Д 55.081.01 при ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, дозволив зробити висновки, що вона містить науково обгрунтовані результати, які можуть бути використані у практичній діяльності недержавних пенсійних фондів.

Зокрема, результати та висновки дисертаційної роботи щодо оптимізації структури інвестиційного портфелю можуть бути використані в практичній діяльності Відкритого недержавного пенсійного фонду «ОТП Пенсія» та дозволять покращити результати інвестиційної діяльності фонду. Крім того, запропонований здобувачем показник мінімальної доходності може бути використаний при оцінці результатів поточної діяльності Відкритого недержавного пенсійного фонду «ОТП Пенсія», що дозволить визначати ефективність інвестиційної діяльності фонду з метою своєчасного прийняття відповідних управлінських рішень.

Голова Ради Фонду «ОТП Пенсія»



Слейко Тарас Ярославович



Товариство з обмеженою відповідальністю «Брокер Сервіс Груп»,  
м. Київ, вул. Дегтярівська, 29-а, 04119, тел.: (044)221-8-771

№ 235 від «27» травня 2015 року

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01  
Української академії банківської справи  
Національного банку України  
д.е.н., проф. Костюку О.М.

### ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
Небаби Наталії Олександрівни**  
на тему: «Управління фінансовими потоками недержавних пенсійних  
фондів»,

представленого на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук  
за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Ознайомлення з дисертаційною роботою Небаби Наталії Олександрівни на тему «Управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів», яка подана в спеціалізовану вчену раду Д55.081.01 при ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, дозволило зробити висновки, що вона містить ряд науково обґрунтованих результатів, які мають практичну значимість з точки зору впровадження в практичну діяльність фінансово-консультаційної компанії ТОВ «Брокер Сервіс Груп».

Так, зокрема, в поточній діяльності компанії ТОВ «Брокер Сервіс Груп» враховуються пропозиції дисертанта щодо поточного управління інвестиційною діяльністю компанії. Використання науково обґрунтованих підходів щодо визначення структури інвестиційного портфелю та оцінки інвестиційної діяльності компаній-партнерів дозволить мінімізувати наслідки негативного впливу економічної діяльності на рівень прибутковості інвестицій, що є особливо актуальним в сучасних умовах.

Регіональний директор  
компанії BROKER SERVICE GROUP



А.Д. Кульченко

40000, м. Суми,  
вул. Козацький вал, 26, оф. 320  
тел. (0542) 612-228

## Продовження додатку Р

Проректор з навчальної роботи  
Державного вищого навчального закладу  
«Українська академія банківської справи  
Національного банку України», д.е.н., проф.



І.О. Школьник

## АКТ

про впровадження результатів дисертаційної роботи  
Небаби Наталії Олександрівни  
на тему «Управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів»  
у навчальний процес обліково-фінансового факультету  
ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України»  
від 15.05.2015 р., м. Суми

**Акт складено комісією у складі:**

Голова – декан обліково-фінансового факультету, д.е.н., доц. Савченко Т.Г.

Члени комісії:

- зав. кафедри фінансів, д.е.н., проф. Фролов С.М.;
- к.е.н., доцент Кремень В.М.

Комісія провела роботу з визначення фактичного впровадження результатів дисертаційної роботи Небаби Наталії Олександрівни на тему: «Управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів» у навчальний процес обліково-фінансового факультету ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ».

**Комісія розглянула такі матеріали:**

1. Дисертаційну роботу Небаби Наталії Олександрівни «Управління фінансовими потоками недержавних пенсійних фондів».

2. Робочі програми навчальних дисциплін:

- «Соціальне страхування» (викладається для студентів денної та заочної форми навчання за програмою підготовки бакалаврів за напрямом підготовки 6.030508 - «Фінанси і кредит» ).

- «Ринок фінансових послуг» (викладається для студентів денної форми навчання за програмою підготовки магістрів за спеціальністю 8.03050801 «Фінанси і кредит»).

## Продовження додатку Р

- «Фінансове інвестування» (викладається для студентів денної форми навчання за програмою підготовки магістрів за спеціальністю 8.03050801 «Фінанси і кредит»).

- «Фінансовий менеджмент» (викладається для студентів денної форми навчання за програмою підготовки магістрів за спеціальністю 8.03050801 «Фінанси і кредит»).

3. Навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених дисциплін.

За результатами проведеної роботи комісією встановлено:

1. Розроблені в дисертаційній роботі Небаби Н.О. науково-теоретичні положення та практичні рекомендації впроваджені як розділи таких дисциплін:

- «Соціальне страхування». Темі: «Становлення і розвиток соціального страхування», «Державне регулювання соціального страхування», «Державне пенсійне страхування», «Недержавне пенсійне страхування», «Зарубіжний досвід соціального страхування».

- «Ринок фінансових послуг». Тема: «Державне регулювання та саморегулювання ринку фінансових послуг».

- «Фінансове інвестування». Темі: «Основи портфельного інвестування, як інструменту формування інвестиційної стратегії підприємства», «Основи формування оптимальної структури портфелю».

- «Фінансовий менеджмент». Темі: «Управління грошовими потоками підприємства», «Управління інвестиціями», «Управління фінансовими ризиками».

2. Застосування в навчальному процесі обліково-фінансового факультету ДВНЗ «УАБС НБУ» матеріалів дисертаційного дослідження Небаби Н.О. дало змогу адаптувати перелічені дисципліни до сучасних тенденцій розвитку економіки, поглибити їх теоретико-методичні основи та в кінцевому підсумку – підвищити якість підготовки фахівців.

Голова комісії



Т. Г. Савченко

Члени комісії



С. М. Фролов

В.М. Кремень