

**ФІНАНСИ ТА СТАТИСТИКА**

УДК 330.322

Мошенський С.З., к.е.н., проф.

Житомирський державний технологічний університет

**СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТОК НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ В УКРАЇНІ ЯК ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ**

*Виствітлено стан інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів та шляхи її активізації. Визначено вплив цієї діяльності на інвестиційну безпеку країни.*

**Постановка проблеми.** Значення добре розвинутої пенсійної системи полягає не тільки у пенсійному забезпеченні, але й в акумуляції великого обсягу заощаджень для перетворення їх на інвестиції. У цьому сенсі недержавні пенсійні фонди (НПФ) важливий учасник інвестиційного процесу. У другій половині ХХ ст. на розвинених фінансових ринках НПФ активно розвивалися, що стало однією з причин досягнення нового рівня розвитку кредитної системи, оскільки приватні пенсійні фонди вкладають свої накопичені грошові резерви в цінні папери, здійснюючи в такий спосіб фінансування економіки.

Недержавні пенсійні фонди в Україні поки що не стали масовим явищем, а працездатне населення не виявляє активного інтересу до НПФ, що позбавляє економіку важливого джерела інвестиційних ресурсів. Тому актуальною залишається проблема перетворення НПФ на активних учасників фінансового ринку, якими вони є в економічно розвинених країнах.

Актуальність дослідження визначається тим, що в Україні за час становлення ринкової економіки стало очевидним, що традиційна система пенсійного забезпечення не відповідає новим реаліям ринкових відносин, стримує реформування системи оплати праці і легалізації доходів населення, розширенню джерельної бази інвестування.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Питання розвитку інституціональних інвесторів розглядали українські науковці Лютий І. О., Ватаманюк З. Г., Дорош О. Л., серед зарубіжних – Жуков Е. В., Гайдар Е., Noel M.,

Kantur Z., Prigozhina A., Acuna R., Iglesias A. Однак становленню та розвитку недержавних пенсійних фондів в Україні як інституційних інвесторів в контексті загальносвітових тенденцій приділено недостатньо уваги.

**Викладення основного матеріалу.** В Україні цілеспрямована інвестиційна політика недержавних пенсійних фондів перебуває у стадії становлення, що становить загрозу інвестиційній безпеці країни. Тому мета статті – аналіз інвестиційної діяльності НПФ в Україні та вироблення шляхів її активізації.

Очевидно, щоб стимулювати інвестиційний процес в Україні потрібно перейти до сучасних ринкових методів регулювання економічної діяльності, а це передбачає використання об'єктивних законів ринку, «які реалізуються через дію фінансового механізму, інституційним забезпеченням якого виступають кредитно-фінансові інститути (банки, страхові компанії, інвестиційні, пенсійні фонди та інші)» [23].

У структурі фінансового сектора України поки що відзначається абсолютне домінування банківської системи так само як у країнах Центральної та Східної Європи (наприклад, на банківську систему Польщі припадає 86 % фінансових активів, Чехії – 85 %, Словенії – 78 %) [18].

Тому реформування пенсійної системи і створення системи недержавних пенсійних фондів – одне з найважливіших завдань економічної політики. Недержавні пенсійні фонди можуть акумулювати великі інвестиційні ресурси, тому активізація діяльності недержавних пенсійних фондів не тільки виведе пенсійне забезпечення на новий

рівень, а й сприятиме подальшому розвитку інвестиційних процесів та підвищенню інвестиційної безпеки країни.

Модель пенсійного забезпечення через пенсійні фонди має американське походження – у Західній Європі пенсійним забезпеченням займаються переважно страхові компанії. Однак, хоча приватні пенсійні фонди виникли в країнах з англо-американської системою пенсійного забезпечення (Англія, США, Канада), наприкінці ХХ ст. вони поширилися в інших країнах, де переважає континентальна європейська система пенсійного забезпечення, зорієнтована на державний бюджет. Якщо порушити питання про доцільність використання тієї чи іншої моделі пенсійного забезпечення, то очевидно, що ця доцільність залежить від конкретних соціально-економічних умов у різних країнах.

За умов постіндустріальної економіки, орієнтованої на сферу послуг та інтелектуальні технології, середній вік населення зростає, і тому система розподілу пенсійного забезпечення має все більший вплив на довготермінові перспективи соціально-економічного розвитку. При цьому обсяг пенсійних зобов'язань в економічно розвинених країнах значно перевищує державний борг цих країн.

Загальною перспективою розвитку системи пенсійного заохочення стає усунення з системи пенсійного страхування елементів перерозподілу коштів. У такому разі права пенсіонерів будуть визначатися обсягом їх пенсійних внесків, які перетворюються з податків на довготермінові накопичення на старість. Створення добре розвинутого і контрольованого ринку пенсійних послуг, які надають недержавні пенсійні фонди, не тільки сприяє вирішенню соціальних проблем, а й має макроекономічне значення, оскільки особливості пенсійного забезпечення впливають на рівень заощаджень, а через це – і на весь інвестиційний процес. Однак, на думку Є. Гайдара, перехід до накопичувальної системи пенсійного забезпечення (переваги якої є очевидними) не вирішує проблеми

зниження обсягу заощаджень внаслідок загального старіння населення внаслідок підвищення рівня життя [19].

Демографічна ситуація в Україні визначається скороченням народжуваності у 1980-і – 1990-і роки і загальним збільшенням тривалості життя, внаслідок чого виник дисбаланс між кількістю осіб пенсійного віку і кількістю працездатних осіб. Відношення осіб пенсійного віку до осіб працездатного віку зросло в Україні з 38 % у 1990 р. до 41 % у 1997 р. (у США цей показник становить 30 %, країнах ОЕСР – 34 %, Росії – 32 %, Польщі – 28 %). Відповідно, відношення одержувачів пенсії до вкладників пенсійних внесків також зросло від 49 % у 1990 р. до 62 % у 1997 р. (у США цей показник – 32 %, країнах ОЕСР – 39 %, Росії – 46 %, Польщі – 49 %) [10].

Тенденція до реформування пенсійної системи загальносвітова, і вона особливо виявилась протягом 1990-х років. Загальна ознака усіх цих реформ – відмова від державної розподільчої системи і повна чи часткова її заміна на накопичувальні пенсійні системи. Для України та інших держав з транзитивною економікою цікавим є приклад країн Латинської Америки та країн Східної Європи [3], у більшості з яких повністю або частково відмовилися від державного пенсійного забезпечення, створивши обов'язкові накопичувальні системи з індивідуальними рахунками (за зразком поширеної у США пенсійної схеми “План 401(к)”). Після проведення за рекомендаціями Світового банку реформ недержавні пенсійні фонди у країнах Латинської Америки накопичили великі активи і стали активним учасником загальної реформи фінансового сектора, внаслідок чого зменшилося відношення державного боргу до ВВП [27].

Найпоширенішою у світі моделлю пенсійного забезпечення залишається дворівнева система, в якій використано солідарний рівень і добровільний. Однак загальною тенденцією стає запровадження загальнообов'язкових накопичувальних схем на пенсійних рахунках.

В Україні пенсійна реформа почалася після ухвалення законодавчої бази для реформування обов'язкової державної системи пенсійного забезпечення та впровадження II і III рівня пенсійного забезпечення. Положення Закону України "Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування" [1] (чинний з 1 січня 2004 р.) передбачають існування трьох рівнів пенсійного забезпечення: 1) солідарна система загальнообов'язкового пенсійного забезпечення; 2) накопичувальна система загальнообов'язкового страхування; 3) система недержавного пенсійного страхування (НПФ). Другий і третій рівень пенсійного забезпечення відносяться до накопичувального пенсійного забезпечення, яке додаткове до обов'язкового пенсійного забезпечення. Фізичні особи у цій системі можуть брати участь добровільно.

Подібна система поширена в постсоціалістичних країнах Східної Європи (зокрема, Угорщина і Польща запровадили таку систему до 2001 р., а Болгарія, Естонія, Косово, Латвія, Литва, Македонія, Румунія, Росія, Словаччина, Хорватія – після 2001 р.), а також в економічно розвинених країнах (Англія, Австралія, Данія, Нідерланди, Швеція). Національні відмінності у трирівневих пенсійних системах пов'язані переважно з методикою обчислення пенсії на I рівні та з видами пенсійних схем, передбачених на 3 рівні.

Таблиця 1. Склад НПФ різних типів (на 31.12.2007 р.) [21]

Тип НПФ	Учасники (фізичні особи)	Вкладники (фізичні і юридичні особи)
Відкриті НПФ	244182	40157
Професійні НПФ	21322	596
Корпоративні НПФ	13183	1562

Серед причин, які приваблюють учасників НПФ, основна – стабільний матеріальний стан у майбутньому (47,6 %), надійність збереження коштів (23,7 %), можливість самостійно сформувати майбутні виплати (15,8 %), індивідуальність накопичень (12,5 %), можливість накопичувати пенсію за рахунок роботодавця (12,5 %), доходи на внески (9,1 %), гнучкість схеми накопичень (8,5 %), податкові пільги (65 %), інші (1,8 %) [25].

В Україні у ст. 3. Закону України "Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування" зазначено: «Суб'єктами системи накопичувального пенсійного забезпечення є: особи, від імені та на користь яких здійснюється накопичення та інвестування коштів; підприємства, установи, організації та фізичні особи, що здійснюють перерахування внесків до системи накопичувального пенсійного забезпечення; накопичувальний фонд; недержавні пенсійні фонди; юридичні особи, які здійснюють адміністративне управління накопичувальним фондом і недержавними пенсійними фондами та управління їх пенсійними активами; зберігач; страхові організації. Інші суб'єкти системи накопичувального пенсійного забезпечення можуть бути визначені законами України» [1].

Станом на кінець 2007 р. (за даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг) до реєстру фінансових установ було внесено інформацію про 96 недержавних пенсійних фондів та 50 адміністраторів НПФ. Загальна сума активів НПФ на 31. 12. 2007 р. становила 281 млн. грн., і ця сума зросла на 105,1 % порівняно з 2006 р.

Дані щодо складу НПФ різних типів наведено у табл. 1.

Загальна кількість укладених пенсійних контрактів НПФ зросла з 30,6 тис. у 2005 р. до 41,5 тис. у 2006 р. і 55,9 тис. у 2007 р. При цьому кількість учасників НПФ зросла протягом 2007 р. на 44 % і становила 278,7 тис. осіб [21]. Оскільки загальна кількість зайнятого населення в Україні на початок 2008 р. становила 20715,2 тис. осіб, можна визнати, що хоча темпи зростання НПФ високі, відсоток учасників НПФ у відношенні

до працюючого населення України (20715200) надто малий – 1,35 %.

Загальна сума активів НПФ на 31.12.2007 р. становила 281 млн. грн.; сума інвестицій НПФ становила 271,317 млн. грн. (97 % активів), кошти на поточному рахунку становили 9,329 млн. грн. (3 % активів) [21].

На сучасному світовому фінансовому ринку пенсійні фонди посідають важливе місце серед інституційних інвесторів (близько 25 % інвестицій), а їх роль постійно зростає. Основою пасивних операцій пенсійних фондів залишаються ресурси, що надходять від підприємств, а також внески вкладників, що можуть становити 20–30 % усіх надходжень [20]. За даними 2004 р. сумарний обсяг активів НПФ досягнув 4,5 трлн. дол., збільшившись у 370 разів порівняно за 50 років.

Спосіб організації пенсійних фондів суттєво впливає на їх інвестиційну політику. Фонди з фіксованою пенсією (виплати регулює підприємство, ризики зменшені) в інвестуванні надають перевагу акціям. Якщо ж нефіксована пенсія залежить від виплат окремих працівників, ризик зростає, і перевага в

інвестуванні надається облігаціям, надійність яких вища. До того ж, прогнозованість часу пенсійних виплат дає можливість інвестувати кошти у довготермінові цінні папери. При цьому основна частина інвестицій припадає на корпоративні облігації, і сьогодні в країнах з розвиненими ринками цінних паперів пенсійні фонди – один з найбільших серед інституційних інвесторів власників корпоративних облігацій.

Структура інвестування НПФ в Україні показана на рис. 1.

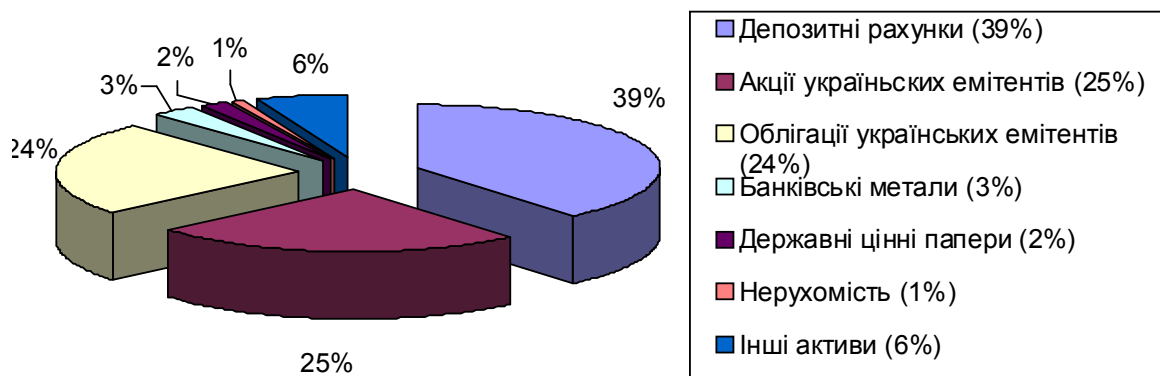


Рис. 1. Структура інвестування НПФ в Україні (на 31.12.2007 р.) [21]

У структурі активів недержавних пенсійних фондів найбільшою часткою виступають банківські депозити (39 %), інвестиції у корпоративні облігації резидентів України – 24 %, в облігації українських емітентів – 25 %, що свідчить про домінування банківського інвестування.

Величина суми накопичень фондів значною мірою залежить від прибутковості інвестицій та від економії на адміністративних витратах, оскільки

накопичення НПФ формуються з пенсійних внесків та інвестиційного доходу (певні суми при цьому витрачаються на сплату управлінському персоналу фондів).

Якщо звернутися до прикладу НПФ країн Латинської Америки, у цьому регіоні критики висловлюють занепокоєння про спроможність фондів забезпечити своїх учасників пристойними пенсіями, оскільки латиноамериканські НПФ недостатньо диверсифікують свої портфелі, інвестиційний

вибір учасників фондів обмежений, а їх учасники не мають можливості впливати на інвестиційний процес; при цьому адміністративні витрати у цих країнах не виправдано високі [27].

За даними на кінець 2007 р. витрати, відшкодовані за рахунок активів НПФ, становили 15128,6 тис. грн. (5,43 % від загальної вартості активів). Такі достатньо високі адміністративні витрати пояснюються загалом низьким рівнем накопичення активів НПФ.

Можна відзначити збільшення впливу нерезидентів на діяльність НПФ – за даними на 31. 12. 2006 р. частка нерезидентів становила 26,2 % від загального обсягу статутних капіталів (у 2006 р. – 19,5 %) <sup>1</sup> [21]. Однак у більшості випадків це реінвестування капіталів через зарубіжні офшорні компанії, які належать резидентам України.

Важливий чинник, що гальмує інвестиційну діяльність НПФ, – недостатня поінформованість потенційних учасників НПФ про можливі вигоди. За даними опитування, проведеного Агентством фінансових ініціатив, конкретну інформацію про переваги нової пенсійної системи мають тільки 20–25 % потенційних учасників НПФ, а більшість має надто загальні уявлення про пенсійну реформу. Очевидно, проблеми у розвитку системи НПФ пов'язані насамперед з нерозумінням більшістю роботодавців доцільності участі в пенсійних фондах. Причини, які стримують керівників брати участь у НПФ: недостатня інформація про НПФ (45 %), недостатня інформація про зміст пенсійної реформи (41 %), недовіра до НПФ (33 %), небажання змінювати соціальну політику підприємства (11 %), інше (4 %) [25]. Внаслідок цього до системи НПФ поки що практично не залучені малі і середні підприємства. Тому доцільно проводити широку роз'яснювальну роботу щодо переваг цієї системи і показувати позитивний досвід діяльності пенсійних фондів.

<sup>1</sup> З них Нідерланди – 49,9 млн. грн., Британські Віргінські острови – 17,8 млн. грн., Латвія – 7,6 млн. грн., Словенія – 6,5 млн. грн., Мальта – 3,6 млн. грн., Канада – 3,0 млн. грн.

Зростання значення НПФ в Україні крім об'єктивних чинників (таких, як відносно невисокий рівень заробітної плати населення) залежить також від особливостей ментальності їх потенційних учасників, які загалом з недовірою ставляться до пенсійних фондів. За даними опитування, проведеного Агентством фінансових ініціатив, стримують вкладників від участі у НПФ такі причини: недовіра до НПФ (30,0 %), відсутність коштів (24,3 %), відсутність інформації про НПФ (22,13 %), побоювання втратити кошти (22,13 %), невелика прибутковість (7,30 %), небажання роботодавця брати участь в програмах НПФ (3,35 %), інші (3,16 %) [25]. Підвищення довіри до цих фондів є ще однією важливою задачею.

Важливі також питання, пов'язані з організацією взаємодії пенсійних фондів з емітентами цінних паперів з метою запобігання ризикам дефолту, а також розроблення форм контролю за дотриманням інтересів вкладників пенсійного фонду, що може сприяти збільшенню участі вкладників у процесах корпоративного управління і зростанню кількості НПФ.

На думку Г. Хендрікса (старшого фахівця з пенсійних питань Проекту USAID “Розвиток ринків капіталу”), створення системи жорсткого контролю за дотриманням НПФ правил та методик оцінювання, що зможе підвищувати довіру до них населення, є однією з найважливіших задач [28].

Важливе значення також має гармонізація практики діяльності НПФ в Україні з рекомендаціями ОЕСР щодо управління пенсійними фондами [26] та з Директивою 2003/41/ЄС Європейського Парламенту та Європейської ради “Про діяльність і нагляд за установами професійного пенсійного забезпечення” [2] 3 червня 2003 р., якою регулюється діяльність пенсійних фондів у країнах ЄС.

Потрібно згадати також про досвід Польщі щодо інвестиційних декларацій НПФ (така декларація є складовою частиною статуту НПФ і містить в собі всі ті обмеження, які вимагає законодавство). Польське

законодавство не зобов'язує НПФ готувати інвестиційні декларації, але статут пенсійного фонду передбачає певні правила співвідношення між типами цінних паперів (зокрема, між акціями і облігаціями), так само як плани щодо інвестиційної політики НПФ. Крім того, НПФ щоквартально мають передавати до наглядового органу звіт про структуру активів і повідомляти про всі випадки порушення інвестиційних обмежень або недотримання інвестиційної політики [24].

Крім того як свідчить досвід інших країн, доцільною стає стандартизація інвестиційних декларацій залежно від часу сплати пенсійних зобов'язань. Система стандартизованих інвестиційних декларацій спрощує процес вибору інвестиційного портфеля.

У цьому сенсі для України цікавий досвід створення "Кодексу розкриття інформації пенсійними фондами", розробленого в березні 2005 р. Асоціацією інвестиційного менеджменту Великої Британії (кодекс визначає стандарти діяльності менеджерів пенсійних фондів) [22].

Досвід країн з розвиненими фінансовими ринками свідчить про те, що процеси розвитку ринку цінних паперів і системи інституційних інвесторів взаємопов'язані. Інституційні інвестори стають важливими конкурентами для банків, панівне положення яких зменшується.

Досить поширеною залишається думка, що відсутність добре розвинених фінансових ринків – важливий аргумент проти початку програм реформування пенсійної системи. Але такий погляд некоректний, оскільки між розвитком інституційних інвесторів і розвитком фінансових ринків існує динамічний взаємозв'язок.

Загалом можна назвати три основні передумови, наявність яких дозволяє реформувати пенсійну систему навіть у країнах з не дуже розвиненим фінансовим ринком. По-перше, це чіткі урядові зобов'язання реформувати пенсійну систему. По-друге – створення системи ефективних заходів, які гарантують збереження активів пенсійного фонду і унеможливають

використання цих активів не за призначенням. По-третє – вільна можливість проведення міжнародної експертизи [15]. Однак на практиці забезпечити ці умови не так просто і тільки деякі економічно розвинені країни змогли їх реалізувати. А у більшості країн ті чи інші елементи ефективної пенсійної системи відсутні або розвинені недостатньо.

Зокрема, досвід пенсійних реформ у країнах Центральної та Східної Європи та Латинської Америки з ринками, що формуються підтверджує, що, зокрема, пенсійні реформи сприяють інформаційній прозорості фінансового ринку, підвищенню його загальної інтегрованості, а також вдосконаленню корпоративного управління.

Характерним є приклад Чилі – у 1980-і роки в цій країні відбувалося стрімке зростання фінансового ринку та збільшення його ліквідності, що співпадало у часі з пенсійною реформою, внаслідок якої недержавні пенсійні фонди активно розпочали інвестиційну діяльність. Кількість компаній із зареєстрованими випусками облігацій зросла з семи у 1980 р. до 45 у 1997 р., а обсяг емісій зріс за цей період з 44 млн. дол. до 2790 млн. дол. Кількість компаній з акціями, зареєстрованими на фондовій біржі, зросла з 210 у 1982 р. до 330 у 1997 р. Обсяг інвестицій пенсійних фондів в акції зріс з 55 млн. дол. у 1984 р. до 11124 млн. у 1995 р. [3].

Оскільки це зростання співпадало у часі з пенсійною реформою, постало питання, яким саме був вплив пенсійної реформи на активізацію фінансового ринку. Емпіричне дослідження р. Холцмана показало явну кореляцію між інвестиційною активністю пенсійних фондів і зростанням показників індикаторів розвитку фінансового ринку Чилі [7]. Ф. Лефорт і Е. Уокер також вважають, що пенсійна реформа у Чилі спричинила зростання фінансового ринку, оскільки ця реформа сприяла створенню досконаліших правових рамок, підвищенню професіоналізму учасників ринку у прийнятті інвестиційних рішень, а також збільшенню інформаційної прозорості фінансового ринку та його ліквідності [8].

Однак А. Сінгх вважає, що швидкий розвиток фондових ринків країн Латинської Америки відбувався без впливу приватних пенсійних програм, і хоча у Чилі приватні пенсійні фонди справді до деякої міри сприяли розширенню фондового ринку, не це мало вирішальне значення у розвитку ринків капіталу [14].

Очевидно, можна вважати, що активізація діяльності інституційних інвесторів сприяє запровадженню фінансових інновацій, збільшенню інформаційної прозорості фінансових ринків і вдосконаленню корпоративного управління. А це впливає також на зниження вартості залученого капіталу і створенню нових фінансових інструментів.

Але розвиток системи інституційних інвесторів сам по собі ще не стає передумовою для розвитку ринку капіталів, для чого вирішальне значення мають інші чинники, які визначають, наскільки розвиток інституційних інвесторів впливатиме на розвиток фінансового ринку. Насамперед, це усунення перешкод (як політичних, так і структурних) для розвитку інституційних інвесторів, а також готовність фінансового ринку для розвитку системи інституційних інвесторів.

**Висновки та перспективи подальших досліджень.** Загалом, можна вважати, що причина недостатнього розвитку інвестиційної діяльності НПФ в Україні пояснюється не тільки недостатнім розвитком правових гарантій вкладників НПФ і ринку цінних паперів, а й загальною соціальною орієнтованістю економіки, внаслідок чого держава має тенденцію брати на себе функцію соціального забезпечення.

Загалом, можна дійти висновку, що активізація інвестиційної діяльності НПФ в Україні залежить від таких чинників:

- збільшення кількості недержавних пенсійних фондів внаслідок зростання доходів населення, що сприятиме накопиченню значних пенсійних активів з тривалим періодом інвестиційної діяльності;

- збільшення інвестиційних можливостей недержавних пенсійних фондів (вони

переважно використовують кошти, передані їм домогосподарствами) внаслідок загального зростання добробуту й доходів громадян;

- розширення прозорості діяльності пенсійних фондів, що сприятиме залученню більшої кількості приватних осіб до участі в недержавних пенсійних фондах (це може відбуватися за рахунок надання учасникам можливості вибору типу пенсійних рахунків, режиму їх ведення, суми відрахувань, а також можливості інвестувати кошти пенсійного рахунку і керувати інвестиційним процесом через належне розкриття інформації про діяльність НПФ);

- зростання диверсифікованості активів (інвестування капіталів в цінні папери міжнародних корпорацій);

- передоручення частини інвестиційних операцій фінансовим посередникам (інвестиційним фондам, страховим компаніям та іншим фінансовим інститутам);

- збільшення довіри до недержавних пенсійних фондів через поширення застрахованих схем інвестування, за якими збитки в разі їх виникнення покриватиме страхова компанія;

- запровадження нових технологій управління інвестиціями (наприклад, стратегії пасивного управління й вибору часу операцій на ринку).

Привабливість пенсійних фондів для вкладників пов'язана з суттєвими податковими перевагами (зокрема, юридичні особи, що виступають платниками податків, одержують значні знижки з податку після сплати внесків у пенсійні фонди). При цьому прибутки фондів і доходи з капіталу зазвичай не обкладаються податком.

Розширення можливостей особистої участі громадян у формуванні пенсійних накопичень та у виборі плану пенсійного забезпечення (що дало змогу не лише впливати на розміри майбутньої пенсії, але й обирати з великої кількості фінансових інститутів ті, яким можна доручати управління своїми пенсійними накопиченнями) за умов загального зростання добробуту й доходів сприяло зростанню значення пенсійних фондів на фінансовому ринку.

Очевидно, потрібна державна програма інформування населення щодо можливостей громадян використовувати свої пенсійні заощадження для інвестицій через інструменти фінансових ринків.

Реалізація перерахованих вище економічних заходів підвищила б привабливість українських НПФ для вкладників і дала б змогу акумулювати значні кошти (цьому сприятиме також прогнозована стабільність їх зобов'язань щодо виплат). Внаслідок цього недержавні пенсійні фонди в Україні могли б повністю реалізувати свій інвестиційний потенціал.

Як зауважує П. Орсеґ, недостатній розвиток системи недержавного пенсійного забезпечення становить загрозу для економічної стабільності, особливо у країнах з ринками, що формуються [11].

У сучасних умовах розвитку інвестиційних процесів низька інвестиційна активність пенсійних фондів на фінансовому ринку стає реальною загрозою інвестиційній безпеці країни.

Напрямок подальших досліджень автора є розробка індикаторів фінансової безпеки НПФ.

### Список використаної літератури:

#### Нормативні документи

1. Закон України “Про загальнообов’язкове державне пенсійне страхування” // Відомості Верховної Ради (ВВР), 2003, №№ 49-51, ст.376 (<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1058-15>).

2. Директива 2003/41/ЄС Європейського Парламенту та Європейської ради “Про діяльність і нагляд за установами професійного пенсійного забезпечення” від 3 червня 2003 р. ([http://www.pension.kiev.ua/pillar3/intpract/eu32003L0041\\_ua](http://www.pension.kiev.ua/pillar3/intpract/eu32003L0041_ua)).

#### Література:

3. Acuna R., Iglesias A. Chile's Pension Reform After 20 years // Pension Reform Primer series, Social Protection Discussion Paper № 0129, World Bank, Washington D.C. – 69 p. (<http://www.pension.kiev.ua/files/chile.pdf>).

4. Anusic Z., O'Keefe P. and Madzarevic-Sujster S. Pension reform in Croatia", Pension

Reform Primer series, Social Protection Discussion Paper no. 0304. – Washington: World Bank, 2003. – 112 p. (<http://www.pension.kiev.ua/files/multi0page.pdf>);

5. Chlon A., Gora M., Rutkowski M. Shaping pension reform in Poland: security through diversity, Pension Reform Primer series, Social Protection Discussion Paper no. 9923. – Washington: World Bank, 1999. – 74 p. (<http://www.pension.kiev.ua/files/poland.pdf>);

6. Devesa-Carpio J. E., Vidal-Melia C. The Reformed Pension Systems in Latin America, Pension Reform Primer Series, Social Protection Discussion Paper no. 0209. – Washington: World Bank, 2002. – 64 p. ([http://www.pension.kiev.ua/files/WB\\_0209.pdf](http://www.pension.kiev.ua/files/WB_0209.pdf));

7. Holzman R. Pension reform, financial market development and economic growth: Preliminary evidence from Chile. IMF Working Paper No. 96/94 ([papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=882990](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=882990)).

8. Lefort F., Walker E. The Structure of Real Interest Rates in Chile // Journal Economía Chilena (The Chilean Economy), Central Bank of Chile. – 2000. Vol. 3(2). P. 31-52 (<http://ideas.repec.org/a/chb/bcchec/v3y2000i2p31-52.html>);

9. Lindeman D., Rutkowski M., Sluchynskyy O. The evolution of pension systems in Eastern Europe and Central Asia: opportunities, constraints, dilemmas and emerging practices. – Washington: World Bank, 2000. – 58 p. (<http://www.pension.kiev.ua/files/Prague-pensions.pdf>);

10. Noel M., Kantur Z., Prigozhina A. etc. The development of non-bank financial institutions in Ukraine. Policy reform strategy and action plan. – Washington: World Bank working paper № 81, 2006 ([siteresources.worldbank.org/INTUKRAINE/147271-1089983407712/20992393/NonbankFinancialInstitutionsEng.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTUKRAINE/147271-1089983407712/20992393/NonbankFinancialInstitutionsEng.pdf)). – p. 27–28.

11. Orsag P. Rethinking Pension Reform: Ten Myths About Social Security Systems. – Washington: World Bank, 1999 ([www.worldbank.org/knowledge/chiefecon/conferen/papers/rethinking.pdf](http://www.worldbank.org/knowledge/chiefecon/conferen/papers/rethinking.pdf)). – P. 40.

12. Palacios R., Rocha R. The Hungarian pension system in transition. Pension Reform



Primer series. Social Protection Discussion Paper no. 9805, – Washington: World Bank, 1998. – 64 p. (<http://www.pension.kiev.ua/files/9805.pdf>).

13. *Rofman R.* Pension system in Argentina: six years after the reform. Pension Reform Primer series, Social Protection Discussion Paper no. 0015, – Washington: World Bank, 2000. – 42 p. (<http://www.pension.kiev.ua/files/0015.pdf>);

14. *Singh A.* Pension Reform, the Stock Market, Capital Formation and Economic Growth: A Critical Commentary on the World Bank's Proposals // Center for Economic Policy Analysis. Working Paper № 2. 1996. ([ideas.repec.org/p/epa/cera/wp/1996-03.html](http://ideas.repec.org/p/epa/cera/wp/1996-03.html)). – P. 7-8.

15. *Vittas D.* Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First? (1998) ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=597209](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=597209)). – P. 2.

16. *Walker E., Lefort F.* Pension Reform And Capital Markets: Are There Any (Hard) Links? ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=239531](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=239531)). – P. 18.

17. *Yermo J.* Pension funds in Latin America: recent trends and regulatory challenges", Book 2, Part 2, 2)a of the OECD Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies, Organisation for Economic Co-operation and Development. – Paris, 2000. – 20 p. (<http://www.pension.kiev.ua/files/1816223.doc>).

18. *Ватаманюк З.Г., Дорош О.Л.* Небанківські фінансові інститути у перехідних економічних системах // Фінанси України. – 2003. – № 8. – С. 77–87.

19. *Гайдар Е.* Долгое время. Россия в мире: очерки экономической истории. – М.: Дело, 2005. – С. 523–524.

20. *Жуков Е.В.* Инвестиционные институты. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998. – С. 104.

21. Звіт про роботу державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України за 2007 рік ([www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/zvit\\_dfp\\_2007.pdf](http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/zvit_dfp_2007.pdf)).

22. Кодекс розкриття інформації пенсійними фондами ([www.pension.kiev.ua/pillar3/intpract/pf\\_disclosure\\_code\\_ua.pdf](http://www.pension.kiev.ua/pillar3/intpract/pf_disclosure_code_ua.pdf)).

23. *Лютый І.О.* Страхові компанії у розбудові фінансового ринку України // Вісник Київськ. нац. ун-ту ім. Т. Шевченка. Економіка. – 2006. – №81–82. – С. 24.

24. *Мех Ц.* Загальні принципи регулювання і нагляду у сфері недержавного пенсійного забезпечення: досвід Польщі ([www.pension.kiev.ua/pensref/intpract/](http://www.pension.kiev.ua/pensref/intpract/))

25. Недержавні пенсійні фонди України та загальнообов'язкова накопичувальна пенсійна система. Аналітичний звіт за результатами дослідження. – К.: Агентство фінансових ініціатив; USAID, 2007. – ([http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/fia\\_report\\_feb2007.pdf](http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/fia_report_feb2007.pdf)).

26. Рекомендації ОЕСР щодо управління пенсійними фондами ([www.pension.kiev.ua/files/oecd\\_guid\\_pf\\_govern\\_ua.pdf](http://www.pension.kiev.ua/files/oecd_guid_pf_govern_ua.pdf)).

27. *Феранті Д., Лайтцигер Д., Шринивас П.* Майбутнє пенсійної реформи у країнах Латинської Америки ([www.pension.kiev.ua/pensref/intpract/LA\\_future.html](http://www.pension.kiev.ua/pensref/intpract/LA_future.html)).

28. *Хендрикс Г.* Надлежащее раскрытие информации о деятельности НПФ // Финансовые услуги. – 2007. – №6. – С. 11.

МОШЕНСЬКИЙ Сергій Захарович – кандидат економічних наук, професор кафедри фінансів Житомирського державного технологічного університету

Наукові інтереси:

- економічна безпека України;
- теорія і практика венчурного інвестування
- венчурні інвестиції як фактор підвищення економічної безпеки держави