

Guarantee Fund and the National Bank of Ukraine should be strengthened, in particular banking supervising. The attention concentrates on the key role of the government and the instruments of government regulation of the banking sector in the process of restoring public confidence in banks.

KEY WORDS: *trust, banking system, risks, deposit guarantee system, government regulation, restoring confidence in banks.*

УДК 336.767

Радзієвська Вікторія Миколаївна,

канд. екон. наук, доц., доцент кафедри фінансові ринки,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»
(03680, Україна, Київ, проспект Перемоги, 54/1)

E-mail: 5vita.ua@ukr.net

Селютіна Альвіна Сергіївна,

здобувач кафедри фінансові ринки,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»
(03680, Україна, Київ, проспект Перемоги, 54/1)

E-mail: selyutina.alvina@gmail.com

ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ В УКРАЇНІ ТА КРАЇНАХ ЦЕНТРАЛЬНОЇ ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ

АНОТАЦІЯ. У зв'язку з активізацією інтеграційних процесів України до Європейського союзу постало питання розбудови повноцінного ринкового середовища згідно зі стандартами ЄС. Для створення передумов довгострокового сталого розвитку фінансового сектора та для забезпечення фінансової стабільності передбачається реалізація ряду реформ, серед яких мають місце реформа ринку капіталу та пенсійна реформа, а саме запровадження накопичувального пенсійного забезпечення. Це виявляє нагальну потребу в комплексному аналізі сукупності процесів, що відбуваються у сфері інвестування пенсійних активів і дослідженні практики функціонування недержавних пенсійних фондів в умовах недостатньо розвинутого фінансового ринку.

Проаналізувавши напрями інвестиційної діяльності НПФ протягом 2006–2015 рр. в Україні, автори виявили відповідні тенденції обсягів інвестиційних ресурсів і напрямів інвестування. Консолідований інвестиційний портфель вітчизняних пенсійних фондів є недиверсифікованим (більше 50 % коштів сконцентровано у двох типах активів), що є результатом відсутності інвестиційних можливостей на внутрішньому ринку та економічної кризи.

Особливу увагу було приділено аналізу інвестиційної діяльності пенсійних фондів і її регулюванню у країнах Центральної і Східної Європи, оскільки ці країни, зі схожими висхідними макроекономічними і інституціональними умовами, пройшли шлях реформування пенсійної системи та інтеграції фінансового ринку до Європейського союзу. Виявлено, що зростання активів пенсійних фондів через запровадження накопичувальної системи, має позитивний вплив за ринкову капіталізацію. Посилити

ефект пенсійної реформи можна шляхом застосування кількісних обмежень щодо інвестування в іноземні активи та державні облигації, що стимулюватиме вкладання коштів у активи на локальному ринку.

Цінність отриманих результатів пов'язана із систематизацією і критичним оглядом досвіду реформування пенсійної системи країн Центральної і Східної Європи, з огляду на перспективи впровадження накопичувального пенсійного забезпечення в Україні. Потенційні ризики, що можуть виникнути у процесі реформування пенсійної системи України, потребують подальшого дослідження.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: *недержавні пенсійні фонди, пенсійна реформа, накопичувальне пенсійне забезпечення, євроінтеграція, інвестиції, активи, фондовий ринок.*

Постановка проблеми та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. У зв'язку з активізацією інтеграційних процесів України до Європейського союзу у 2015 році було схвалено Стратегію сталого розвитку «Україна–2020», яка, задля розбудови повноцінного ринкового конкурентоспроможного середовища згідно зі стандартами ЄС, передбачає реалізацію ряду реформ, серед яких мають місце реформа ринку капіталу та пенсійна реформа [1]. Тож, для створення передумов для довгострокового сталого розвитку фінансового сектору та для забезпечення фінансової стабільності вирішено запровадити накопичувальне пенсійне забезпечення (2-й рівень пенсійної системи). Це виявляє нагальну потребу в комплексному аналізі сукупності процесів, що відбуваються у сфері інвестування пенсійних активів і дослідженні практики функціонування недержавних пенсійних фондів (далі — НПФ) в умовах недостатньо розвинутого фінансового ринку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Аналізу інвестиційної діяльності НПФ присвячено багато праць вітчизняних науковців. І.З. Ковалів вважає, що пенсійні фонди повинні більшість активів вкладати в малоприбуткові, але надійні джерела, з метою диверсифікації. На думку автора, інвестування в іноземні цінні папери та страхування розміщених активів є найненадійнішими джерелами розміщення активів [2]. О.І. Білик має протилежну думку: вважає за необхідне на державному рівні визначити порядок придбання акцій іноземних емітентів і купівлі іноземної валюти пенсійними фондами, а також збільшення частки банківських металів. Для покращання діяльності пенсійних фондів необхідно запровадити II рівень пенсійної системи [3]. В.М. Беницька, досліджуючи світовий досвід реформування пенсійних систем, приходять до висновку, що НПФ посідають одне з головних місць у пенсійному

забезпеченні. Автор розглядає недержавне пенсійне забезпечення таких країн, як Росія, США, Швеція, Німеччина, які, на нашу думку, не є компаративними для України [4]. Н.В. Ткаченко та Н.А. Цікановська, застосовуючи функціонально-структурний підхід до теорії пенсійних фінансів, з'ясували, що НПФ використовують окремі функції фінансового посередництва краще, ніж комерційні банки, а це означає, що розвиток НПФ може сприяти поліпшенню ефективності розміщення коштів на фінансовому ринку і сприяти довгостроковому економічному зростанню [5].

Реформування пенсійної системи в багатьох країнах світу спонукало зарубіжних дослідників і науковців до вирішення питання ефекту цієї реформи на фондовий ринок. Нігерманн і Рочоль оцінили вплив реформування пенсійної системи на розвиток ринку капіталів у 87 країнах світу у період з 1976–2007 рр. Результати дослідження свідчать, що реформа пенсійної системи сприяє розвитку ринку акцій і корпоративних облігацій, особливо в країнах, що розвиваються [6].

Існує значна кількість інших емпіричних досліджень, які за-свідчують позитивний вплив зростання пенсійних активів на капіталізацію фондового ринку (табл. 1).

Таблиця 1

**ДОСЛІДЖЕННЯ ЕФЕКТУ ПЕНСІЙНОЇ РЕФОРМИ НА КАПІТАЛІЗАЦІЮ
ФОНДОВОГО РИНКУ У ПРАЦЯХ ЗАРУБІЖНИХ НАУКОВЦІВ [7–10]**

Автори	Рік	Досліджувані країни	Результати
Raddatz and Schmuckler	2008	Чилі	Впливу на фінансовий ринок не виявлено
Meng and Pfau	2010	32 розвинені країни і країни, що розвиваються	Позитивний вплив на глибину та ліквідність ринку цінних паперів
Hee-Sik Kim	2010	21 країна ОЕСР	Позитивний довгостроковий і мінливий короткостроковий вплив на капіталізацію ринку
Milos laura Raisa	2012	15 розвинених країн ЄС	Зростання активності пенсійних фондів, і як результат, зростання їх активів, має позитивну кореляцію з показниками капіталізації ринку

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується стаття. Вітчизняні дослідники приділяють значну увагу аналізу інвестиційної діяльності НПФ в Україні. На нашу думку, доцільно дослідити тенденції інвестування пенсійних активів у країнах Центральної та Східної Європи (далі — ЦСЄ), оскільки ці країни, зі схожими висхідними макроекономічними і інституціональними умовами, пройшли шлях реформування пенсійної системи та інтеграції фінансового ринку до Європейського союзу. За класифікацією ОЕСР до країн Центральної і Східної Європи відносяться: Албанія, Хорватія, Естонія, Латвія, Литва, Словаччина, Словенія, Болгарія, Польща, Угорщина, Румунія, Чехія (через відсутність більшості даних для Албанії, цю країну було виключено з дослідження) [11].

Реалізація пенсійної реформи посилює необхідність наукового вирішення питання взаємозв'язку розвитку фондового ринку і пенсійної реформи, яке сьогодні залишається поза увагою вітчизняних учених.

Формулювання мети і завдання дослідження. Метою статті є аналіз діяльності НПФ як інвестиційних інститутів в Україні, дослідження структури інвестиційних портфелів пенсійних фондів країн ЦСЄ, та особливостей їх регулювання та обґрунтування практичних рекомендацій щодо подальшого розвитку НПФ в Україні з огляду на зарубіжний досвід.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. Протягом усього періоду існування недержавного пенсійного забезпечення в Україні переважними напрямками інвестування НПФ були банківські депозити та корпоративні облігації (більше 50 % обсягу загальних активів) (рис. 1).

Депозити займали найбільшу частку в консолідованому інвестиційному портфелі НПФ — у середньому 38 % [12]. Починаючи з 2011 року темп приросту депозитів зростає, що, на нашу думку, пов'язано з підвищенням облікової ставки НБУ і процентних ставок на ринку депозитів, а також відсутністю інших активів з прийнятним співвідношенням дохідності та ризику. Частка корпоративних облігацій у середньому становила 26 % [12]. Відносно значне скорочення частки корпоративних облігацій відбулося у 2009 і 2010 роках, що пов'язано з фінансовою кризою і великою кількістю дефолтів у 2008 році. Акції вітчизняних емітентів у середньому становили 14 % і з 2011 року їх частка зменшувалась [12]. Це пояснюється високою волатильністю і низькою ліквідністю вітчизняного фондового ринку.

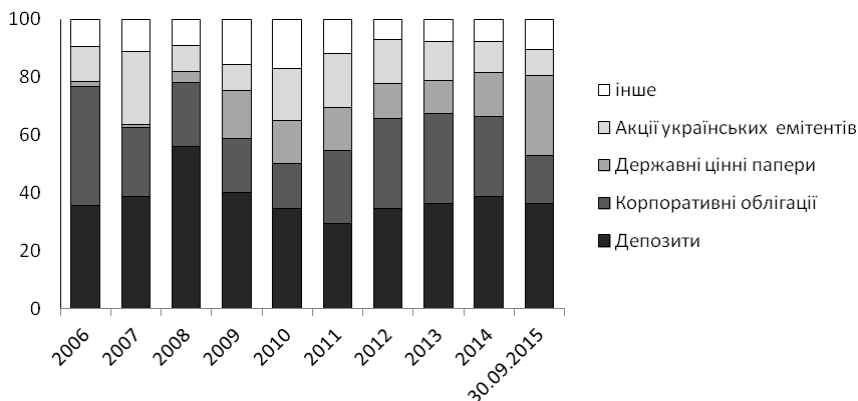


Рис. 1. Структура інвестиційних активів НПФ 2006–30.09.2015 рр., у % до вартості активів

Графік побудовано авторами за даними звітів Нацфінпослуг за 2006-2015 рр. [12]

У 2015 році відбулися помітні зміни у структурі активів НПФ: 1) помітне збільшення частки державних цінних паперів — з 15,3 % у 2014 р. до 27,7 % станом на 30.09.2015 р. (зазначимо, що це найбільший обсяг інвестицій у державні цінні папери за весь період існування недержавного пенсійного забезпечення); 2) скорочення частки акцій і облігацій вітчизняних емітентів до 9,2 % і 16,4 % відповідно [12]. На нашу думку, це пов'язано з невизначеністю на фондовому ринку, яка є наслідком заходів НКЦПФР щодо очищення ринку від «сумнівних» емітентів (тобто, емітентів з ознаками фіктивності). До того ж, у серпні 2015 року було змінено вимоги до емітентів першого лістингу, зокрема підвищено вимоги до власного капіталу до 1 млн грн. У зв'язку з цим, станом на січень 2016 року жоден емітент на вітчизняних біржах не задовольняє вимоги для першого лістингу [13].

Через відсутність надійних активів для інвестування та слабо розвинений ринок капіталів, підхід до алокації пенсійних активів в Україні кардинально відрізняється від підходів, що використовуються на більш розвинутих фінансових ринках (рис. 2). Частка жодного з основних класів активів у портфелях українських НПФ не потрапляє до відповідних міжквартильних діапазонів. Частка банківських депозитів у портфелях українських НПФ набагато вища в порівнянні з іншими країнами, оскільки даний інвестицій-

ний інструмент на українському фінансовому ринку має порівняно високу дохідність при відносно низькому ступені ризику у часи відносної політичної та економічної стабільності. Пенсійні фонди розвинутих країн ЄС у пошуках дохідностікладають значні кошти у акції та інші активи. Через низький рівень процентних ставок, характерним явищем для країн із розвиненим фінансовим ринком і великою за обсягом активів пенсійною системою стали інвестиції в альтернативні класи активів (кредити, землю та будівлі, взаємні фонди, хедж-фонди, структуровані продукти), що мають більшу дохідність, але й більший ризик [14].

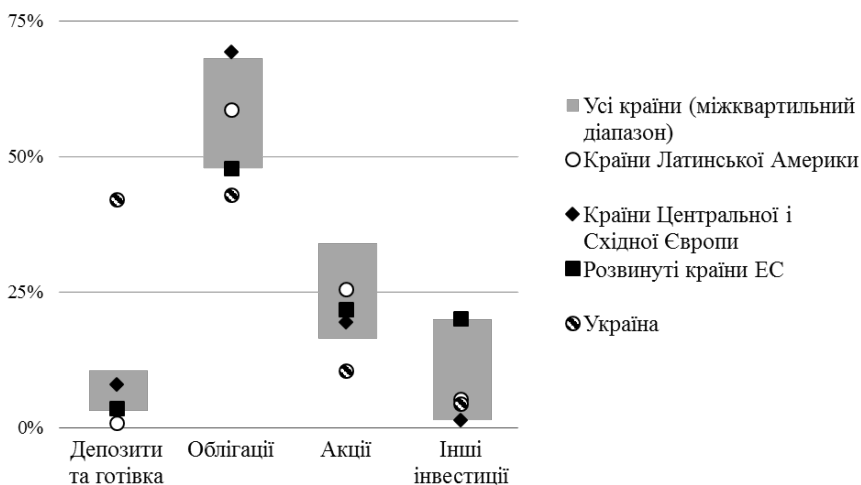


Рис . 2. Порівняння структури портфелів українських НПФ і НПФ країн світу

Графік побудовано авторами за даними звіту ОЕСР за 2014 рік [15]

Отже, розвиненіший фінансовий ринок дає можливість для диверсифікації портфелю пенсійних фондів та отримання вищого рівня дохідності для майбутніх пенсіонерів. Додатковим свідченням цього є порівняно нижчий рівень консервативності (питома вага вартості активів, розміщених у боргові цінні папери з фіксованим доходом і банківські депозити) у розвинених країнах ЄС (54,5 %) і Латинській Америці (63,1 %), ніж у країнах ЦСЄ (75,6 %). З поміж інших країн вирізняється Польща, де консервативні класи активів досягли лише 16,6 % [15] (рис. 3).

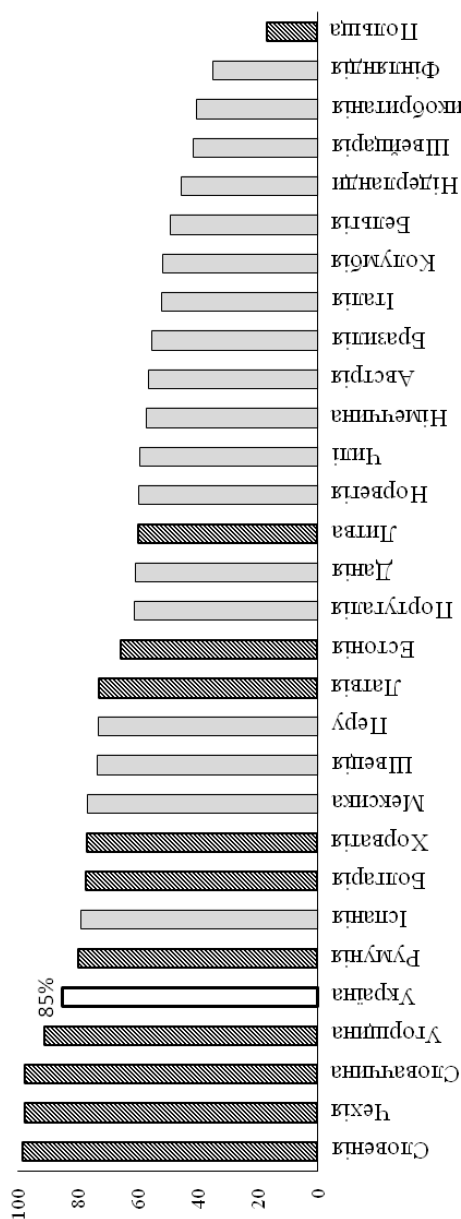


Рис. 3. Рівень консервативності портфелів пенсійних фондів різних країн світу у 2014 році

Графік побудовано авторами за даними звіту ОЄСР за 2014 рік [15]

Частка облігацій (державних, муніципальних і корпоративних) у портфелі пенсійних фондів ЦСЄ у середньому становить 63,6 %, а банківських депозитів — 12 % [16]. Таке явище має кілька причин: 1) недостатній розвиток фондового ринку деяких країн ЦСЄ і макроекономічна нестабільність; 2) на початку перехідного періоду більшість країн ЦСЄ фінансували бюджетний дефіцит шляхом продажу державних цінних паперів пенсійним фондам другого рівня; 3) пенсійні системи країн ЦСЄ відносно молоді та мають свої особливості залежно від рівня впровадження пенсійної реформи.

Cosmin Enachea та Laura Raisa Miloşb у своїй праці, присвяченій вивченню впливу пенсійної реформи на розвиток ринку капіталу країн ЦСЄ, наводяться нові емпіричні докази існування сильного позитивного ефекту впровадження другого рівня пенсійної системи на ринкову капіталізацію у короткостроковому періоді, та його послаблення у довгостроковому. Крім того, вони вважають, що цей ефект, ймовірно, буде значнішим у майбутньому у разі зростання нагромадження активів у приватних пенсійних фондів і зі зміною їх інвестиційних стратегій на більш ризик-орієнтовані, де пакети акцій мають значну частку [16].

НКЦПФР визначила низький рівень активів системи пенсійного забезпечення (0,2 % ВВП на кінець 2014 р.) однією з ознак системних проблем у фінансовому секторі України. По закінченню реформи обсяг активів другого рівня пенсійної системи має досягти 10 % ВВП [17]. Поява великих інституційних інвесторів в особі пенсійних фондів другого рівня, може надати необхідний стимул для розвитку українського ринку капіталу. Загалом, існує дві точки зору щодо інституційного зростання, яке може сприяти розвитку локальних фондових ринків. Перша пов'язана зі зростанням активів інституційних інвесторів і збільшенням попиту на локальні цінні папери. Це підтверджується досвідом багатьох розвинених країн. Друга пов'язана з якісними показниками і стосується впливу інституційних інвесторів на зниження інформаційної асиметрії в економіці, що є наслідком поліпшення корпоративного управління та підвищення прозорості ринку.

НКЦПФР і НКФП мають на меті створити спеціальні «довгі» фінансові інструменти (державні облігації з доходністю не нижче рівня інфляції) для інвестування активів накопичувальної пенсійної системи [17]. Однак, як свідчить досвід деяких країн ЦСЄ (Польща, Хорватія, Словаччина), домінування держаних цінних паперів у портфелях пенсійних фондів створює ризик політично-

го впливу та маніпулювання системою обов'язкового пенсійного забезпечення.

Як уже зазначалося, реформування пенсійної системи призвело до суттєвого зростання обсягу пенсійних активів у 2004–2014 рр. майже у всіх країнах ЦСЄ (рис. 4). Зменшення обсягу активів в Угорщині пов'язано з ліквідацією накопичувального рівня пенсійної системи у 2011 році, активи якого було націоналізовано і передано до солідарного рівня пенсійної системи. Для порівняння, обсяг активів у 2010 році становив 14,7 % ВВП, а на кінець 2011 — 3,8 %. У випадку Польщі, до зниження пенсійних активів призвело скасування у 2014 році обов'язкових внесків до накопичувальної системи (для нових учасників вони стали добровільними) [14].

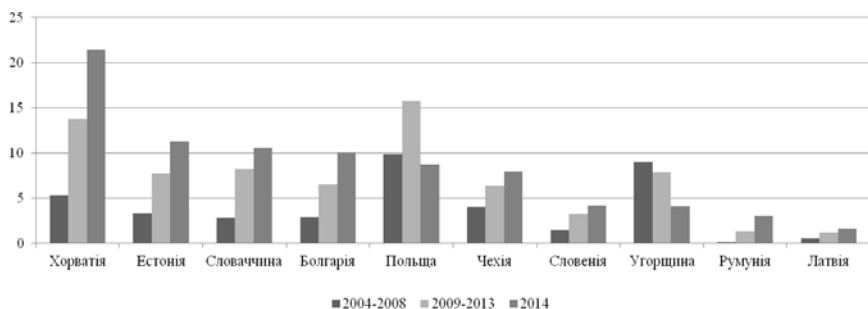


Рис. 4. Динаміка загального обсягу пенсійних активів у країнах ЦСЄ за 2004–2014 рр., у % ВВП

Графік побудовано авторами за даними звіту ОЕСР за 2014 рік [15]

Порівняння капіталізації фондових ринків країн ЦСЄ у 2014 році показує, що обсяг акумульованих пенсійних активів не завжди гарантує неодмінний розвиток фондового ринку (рис. 5). 41 % із досліджуваних країн мають обсяг пенсійних активів і капіталізацію ринку менші за середній показник у досліджуваному регіоні (III квадрант). Країни IV квадранта мають слабо розвинений фондовий ринок при відносно великому обсязі активів, більша частка яких інвестована закордон. У Болгарії іноземні інвестиції пенсійних фондів складають 54.6 %, у Словаччині — 67.0 %, в Естонії — 77.7 % [18]. У Хорватії, де пенсійна система складає 21,4 % ВВП, діють обмеження на іноземні інвестиції у

15 %, тому 86,9 % загальних коштів вкладено в активи на локальному ринку.

На нашу думку, регуляторна політика кількісних обмежень структури пенсійних активів є потужним інструментом заохочення пенсійних фондів до інвестування у цінні папери локальних ринків капіталу. Якщо інвестування у акції на обмежене чи заборонене, то зростання пенсійних активів не призведе до значного зростання капіталізації фондового ринку, особливо у випадку, якщо ці обмеження явно чи неявно зобов'язують пенсійні фонди інвестувати в державні облігації. Відсутність обмежень на іноземні інвестиції також може послабити ефект пенсійної реформи на розвиток локальних ринків цінних паперів.

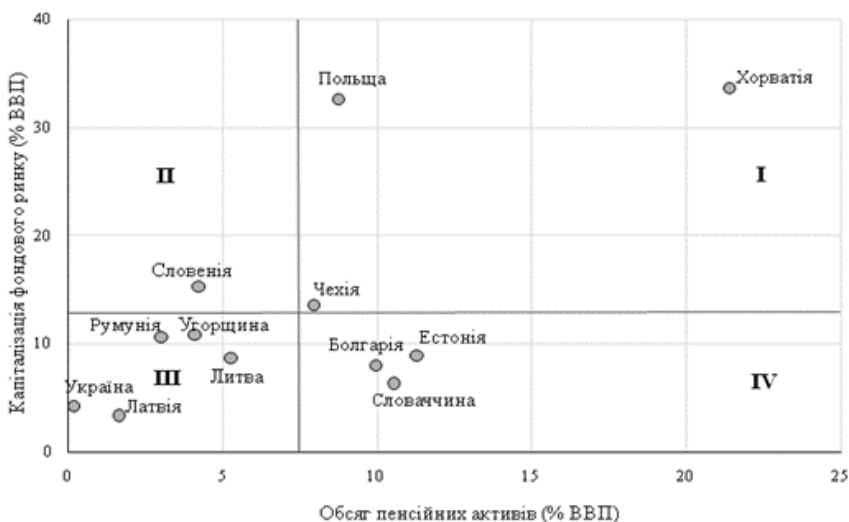


Рис. 5. Обсяг пенсійних активів порівняно до капіталізації локального фондового ринку в країнах ЦСЄ у 2014 році, у % ВВП

Графік побудовано авторами на основі [15, 19]

Більшість країн ЦСЄ не має кількісних обмежень на інвестування у державні цінні папери ні для 2-го, ні для 3-го рівня пенсійної системи (Чехія, Естонія, Болгарія, Литва, Угорщина, Словаччина). Разом з тим, для пенсійних фондів 2-го рівня діють жорсткі обмеження на інвестування в акції — від 0 % до 80 %

(наприклад, Болгарія — 20 %, Литва — 10 %, Словенія — 30 %) [18].

Стимулювання пенсійних фондів до інвестування у акції локального фондового ринку через регуляторні обмеження вважаємо за доцільне розглянути на прикладі Польщі. У 1999 році, з метою забезпечити внески громадян, пенсійні фонди другого рівня зобов'язали інвестувати не менше 60 % державні облігації. Фактично держава фінансувала дефіцит солідарної системи, через що у квітні 2011 року парламент ліквідував другий рівень пенсійної системи. Для уникнення подібної ситуації у майбутньому було запроваджено жорсткіші правила інвестування пенсійних активів. З лютого 2014 року пенсійні фонди другого рівня були зобов'язані вкладати щонайменше 75 % активів у акції, що котируються на Варшавській фондовій біржі. Ця частка зменшиться у 2017 році до 15 %. Інвестувати у державні цінні папери Польщі чи інших країн заборонено взагалі. Інвестиції в акції іноземних емітентів до 2015 року мали складати 10 % від загального обсягу активів. Потім частка зросла до 20 %, а у 2016 — 30 % [18]. Як наслідок, пенсійні фонди Польщі мали найбільші зміни частки інвестованих активів у облігації (-50,8 %) та акції (+48,5 %) за десять років серед країн ЦСЄ [14].

Висновки і перспективи подальших досліджень у даному напрямку. Протягом останнього десятиліття у країнах ЦСЄ у центрі уваги знаходяться питання щодо реформування пенсійної системи. Зростання активів пенсійних фондів через упровадження накопичувальної системи, має позитивний вплив за ринкову капіталізацію. Посилити ефект пенсійної реформи можна шляхом застосування кількісних обмежень щодо інвестування в іноземні активи та державні облігації, що стимулюватиме вкладання коштів у активи на локальному ринку.

Консолідований інвестиційний портфель вітчизняних пенсійних фондів недиверсифікований (більше 50 % коштів сконцентровано у двох типах активів), що є результатом відсутності інвестиційних можливостей на внутрішньому ринку та економічної кризи. Як свідчить досвід зарубіжних країн, упровадження другого рівня пенсійної системи може стати тригером для розвитку вітчизняних ринків капіталів, оскільки із появою великих інституційних інвесторів в особі пенсійних фондів другого рівня зросте попит на цінні папери, підвищиться прозорість ринку і рівень корпоративного управління, активізується конкуренція на ринку фінансових пос-

луг. Однак, накопичувальна система має потенційні ризики, такі як використання коштів для цілей фінансування дефіциту бюджету, зменшення вартості активів через економічну та фінансову нестабільність у країні. Тому передумовами для реформування пенсійної системи мають стати макроекономічна стабільність, зменшення дефіциту бюджету та рівня інфляції, реформування та стабілізація фінансового ринку, зниження рівня корупції.

Зарубіжний досвід реформування пенсійної системи та перспективи впровадження накопичувального рівня в Україні потребують критичного переосмислення та подальших досліджень.

Бібліографічний список

1. Указ Президента України «Про Стратегію сталого розвитку «Україна — 2020»» від 12.01.2015 № 5/2015 [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/5/2015>.

2. Ковалів І.З. Інвестування активів недержавних пенсійних фондів / Ковалів І.З. // Глобальні та національні проблеми економіки. — 2015. — №3. — С. 728–731.

3. Білик О.І. Діяльність недержавних пенсійних фондів України в умовах фінансової кризи [Електронний ресурс] / Білик О.І. — 2009. — Режим доступу до ресурсу: <http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/7750/1/16.pdf>.

4. Беницька В. Використання світового досвіду функціонування пенсійних систем в реформуванні пенсійного забезпечення України / В.М Беницька // Економіко-математичне моделювання соціально-економічних систем: Збірник наукових праць МННЦ ІТiС. — 2012. — №17. — С. 159–178.

5. Ткаченко Н.В. Роль недержавних пенсійних фондів у розвитку фінансового ринку України / Ткаченко Н.В., Цікановська Н.А. // Фінанси України. — 2010. — №12. — С. 69–79.

6. Niggemann T. Pension Funding and Capital Market Development [Електронний ресурс] / T. Niggemann, J. Rocholl. — 2010. — Режим доступу до ресурсу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1571126.

7. Raddatz C. Pension Funds and Capital Market Development. How Much Bang for the Buck? [Електронний ресурс] / C. Raddatz, S. Schmukler // The World Bank Policy Research Working Paper 4787. — 2008. — Режим доступу до ресурсу: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/6308/WPS4787.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.

8. Meng C. The Role of Pension Funds in Capital Market Development [Електронний ресурс] / C. Meng, W. Pfau // GRIPS Policy Research Center. — 2010. — Режим доступу до ресурсу: <http://www.grips.ac.jp/center/wp-content/uploads/10-17.pdf>.

9. Kim H. Spillover Effects of Pension Funds on Capital Markets -The Mechanism and Preconditions [Електронний ресурс] / Hee-Sik Kim. — 2010. — Режим доступу до ресурсу: http://growth-institutions.ec.unipi.it/pages/Pension_system/spillover.pdf.

10. Raisa M. Spillover Effects of Pension Funds on Capital Markets. The EU-15 Countries Case / Milos Laura Raisa. // Annals of the «Constantin Brâncuși» University of Târgu Jiu, Economy Series. — 2012. — №4. — Pp. 164–170.

11. OECD Glossary of Statistical Terms [Elektronnyy resurs] — Regum dostupu do resursu: <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=303>.

12. Офіційний сайт Нацфінпослуг [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: <http://nfp.gov.ua/>.

13. Рішення НКЦПФР Про затвердження Змін до Положення про функціонування фондових бірж від 06.08.2015 № 1217 [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1030-15/paran88#n88>.

14. Pension Markets in Focus [Електронний ресурс] // OECD. — 2015. — Режим доступу до ресурсу: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2015.pdf>.

15. OECD Statistics [Електронний ресурс] // OECD — Режим доступу до ресурсу: <http://stats.oecd.org/>.

16. Enache C. Pension reform and capital market development in Central and Eastern European countries / C. Enache, L. Miloş, M. Miloş. // Economic Research-Ekonomska Istraživanja. — 2015. — Volume 28. Issue 1 — Pp. 75–84.

17. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року [Електронний ресурс]. — 2015. — Режим доступу до ресурсу: http://reforms.in.ua/sites/default/files/upload/docs/kompleksna_programa_rozvytku_finansovogo_sektoru_do_2020_18062015_0.pdf.

18. Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds [Електронний ресурс] // OECD. — 2015. — Режим доступу до ресурсу: <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/annualsurveyofinvestmentregulationofpensionfunds.htm>.

19. Офіційний сайт Bloomberg [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: <http://www.bloomberg.com/markets/stocks/world-indexes/europe-africa-middle-east>

References

1. Ukaz Presudenta Ukrainu «Pro Strategiu stalogo rozvutry «Ukraine — 2020»» [Strategy for Sustainable Development “Ukraine — 2020»] vid 12.01.2015 № 5/2015 [Elektronnyy resurs] — Available at: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/5/2015>. [In Ukrainian]

2. Kovaliv E.Z. Investuvannya aktyviv nedergavnyh pensiy nuh fondiv [Investment activity of private pension funds] / Kovaliv E.Z. // Globalni ta nacionalni problem ekonomiku. — 2015. — №3. — S. 728–731. [In Ukrainian]
3. Biluk O.E. Diyalnist nedergavnyh pensiy nuh fondiv Ukrainu v umovah finansovoi kruzu [Activities of private pension funds in Ukraine during financial crisis] [Elektronnyy resurs] / Biluk O.E. — 2009. — Available at: <http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/7750/1/16.pdf>. [In Ukrainian]
4. Benucka V. Vukorustannya svitovogo dosvidu funkcionuvannya pensiy nuh system v reformuvanni pensiy nogo zabespechennya Ukrainu. [The use of international experience of pension systems in pension provision reforming in Ukraine] / V.M Benucka. // Ekonomico-matematichne modelyuvannya socialno-ekonomichnuh sistem Zbirnik naukovuh prac MNNC ITiC. — 2012. — №17. — S. 159–178. [In Ukrainian]
5. Tkachenko N.V. Rol' nedergavnyh pensiy nuh fondiv y rozvutku finansovogo runku Ukrainu [The role of private pension funds in the financial market of Ukraine] / Tkachenko N.V., Cikanovska N.A. // Finansu Ukrainu. — 2010. — №12. — S. 69–79. [In Ukrainian]
6. Niggemann T. Pension Funding and Capital Market Development [Elektronnyy resurs] / T. Niggemann, J. Rocholl. — 2010. — Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1571126. [In English]
7. Raddatz C. Pension Funds and Capital Market Development. How Much Bang for the Buck? [Elektronnyy resurs] / C. Raddatz, S. Schmukler // The World Bank Policy Research Working Paper 4787. — 2008. — Available at: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/6308/WPS4787.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. [In English]
8. Meng C. The Role of Pension Funds in Capital Market Development [Elektronnyy resurs] / C. Meng, W. Pfau // GRIPS Policy Research Center. — 2010. — Available at: <http://www.grips.ac.jp/r-center/wp-content/uploads/10-17.pdf>. [In English]
9. Kim H. Spillover Effects of Pension Funds on Capital Markets -The Mechanism and Preconditions [Elektronnyy resurs] / Hee-Sik Kim. — 2010. — Available at: http://growth-institutions.ec.unipi.it/pages/Pension_system/spillover.pdf. [In English]
10. Raisa M. Spillover Effects of Pension Funds on Capital Markets. The EU-15 Countries Case / Milos Laura Raisa. // Annals of the «Constantin Brâncuși» University of Târgu Jiu, Economy Series. — 2012. — №4. — C. 164–170. [In English]
11. OECD Glossary of Statistical Terms [Elektronnyy resurs] — Available at: <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=303>. [In English]
12. Oficiynyy sayt Nacfinposlug [Elektronnyy resurs] — Available at: <http://nfp.gov.ua/>. [In Ukrainian]
13. Rishennya NKCPFR Pro zatverdgennya Zmin do Pologennya pro funkcionuvannya fondovuh birg [Regulations on the functioning of stock ex-

changes] vid 06.08.2015 № 1217 [Elektronnyy resurs] — Available at: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1030-15/paran88#n88>. [In Ukrainian]

14. Pension Markets in Focus [Elektronnyy resurs] // OECD. — 2015. — Available at: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2015.pdf>. [In English]

15. OECD Statistics [Elektronnyy resurs] // OECD — Available at: <http://stats.oecd.org/>. [In English]

16. Enache C. Pension reform and capital market development in Central and Eastern European countries / C. Enache, L. Miloş, M. Miloş. // Economic Research-Ekonomska Istraživanja. — 2015. — Volume 28. Issue 1 — С. 75–84. [In English]

17. Kompleksna programa rozvutky finansovogo sektoru Ukrainu 2020 roku [A comprehensive program of financial sector development in Ukraine 2020] [Elektronnyy resurs]. — 2015. — Available at: http://reforms.in.ua/sites/default/files/upload/docs/kompleksna_programa_rozvytku_f finansovogo_sektoru_do_2020_18062015_0.pdf. [In Ukrainian]

18. Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds [Elektronnyy resurs] // OECD. — 2015. — Available at: <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/annualsurveyofinvestmentregulationofpensionfunds.htm>. [In English]

19. Oficiyny sayt Bloomberg [Elektronnyy resurs] — Available at: <http://www.bloomberg.com/markets/stocks/world-indexes/europe-africa-middle-east> [In English]

Стаття надійшла до редакції 29 січня 2016 р.

УДК 336.767

Радзиевская Виктория Николаевна,

канд. экон. наук, доц., доцент кафедры финансовые рынки,
ГВУЗ «КНЭУ имени Вадима Гетьмана»

(03680, Украина, Киев, проспект Победы, 54/1)

E-mail: 5vitaua@ukr.net

Селютин Альвина Сергеевна,

соискатель кафедры финансовые рынки,
ГВУЗ «КНЭУ имени Вадима Гетьмана»

(03680, Украина, Киев, проспект Победы, 54/1)

E-mail: selyutina.alvina@gmail.com

Инвестиционная деятельность пенсионных фондов в Украине и странах Центральной и Восточной Европы

АННОТАЦИЯ. В связи с активизацией интеграционных процессов Украины в Европейский Союз, возник вопрос развития полноценной рыночной среды в

соответствии со стандартами ЕС. Для создания предпосылок долгосрочного устойчивого развития финансового сектора и для обеспечения финансовой стабильности предполагается реализация ряда реформ, среди которых имеют место реформа рынка капитала и пенсионная реформа, а именно введение накопительного пенсионного обеспечения. Это выявляет насущную необходимость в комплексном анализе совокупности процессов, происходящих в сфере инвестирования пенсионных активов и исследовании практики функционирования негосударственных пенсионных фондов в условиях недостаточно развитого финансового рынка.

Проанализировав направления инвестиционной деятельности НПФ на протяжении 2006–2015 гг. в Украине, авторы обнаружили соответствующие тенденции объемов инвестиционных ресурсов и направлений инвестирования. Консолидированный инвестиционный портфель отечественных пенсионных фондов является недиверсифицированными (более 50 % средств сконцентрировано в двух типах активов), из-за отсутствия инвестиционных возможностей на внутреннем рынке и экономического кризиса.

Особое внимание было уделено анализу инвестиционной деятельности пенсионных фондов и ее регулированию в странах Центральной и Восточной Европы, поскольку эти страны, с похожими восходящими макроэкономическими и институциональными условиями, прошли путь реформирования пенсионной системы и интеграции финансового рынка в Европейский союз. Обнаружено, что рост активов пенсионных фондов после внедрения накопительной системы, оказывает положительное влияние на рыночную капитализацию. Усилить эффект пенсионной реформы можно путем применения количественных ограничений по инвестированию в иностранные активы и государственные облигации, что будет стимулировать вложение средств в активы на локальном рынке. Ценность полученных результатов связана с систематизацией и критическим обзором опыта реформирования пенсионной системы стран Центральной и Восточной Европы, учитывая перспективы внедрения накопительного пенсионного обеспечения в Украине. Потенциальные риски, которые могут возникнуть в процессе реформирования пенсионной системы Украины, требуют дальнейшего исследования.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: негосударственные пенсионные фонды, пенсионная реформа, накопительное пенсионное обеспечение, евроинтеграция, инвестиции, активы, фондовый рынок.

UDC 336.767

Radziievska Viktoriia,

Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor,
Associate Professor at the Department of Financial Markets,
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman
(54/1, Peremohy Ave., Kyiv, 03680, Ukraine)

E-mail: 5vitaua@ukr.net

Seliutina Alvina,

PhD student at the Department of Financial Markets,
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman
(54/1, Peremohy Ave., Kyiv, 03680, Ukraine)

E-mail: selyutina.alvina@gmail.com

The investment activities of pension funds in Ukraine and the countries of Central and Eastern Europe

ABSTRACT. *The intensification of the process of Ukraine integration into the European Union requires the development of market environment according to the EU standards. The necessary preconditions for the financial sector sustainable development and financial stability include reforms. Among them there are a capital market reform and a pension reform, including the introduction of a funded pension scheme. This requires a comprehensive analysis of pension assets investment and non-governmental pension funds activity in emerging financial market.*

Having analyzed the non-governmental pension funds activity during the 2006-2015 in Ukraine, the authors revealed the investment volume trends and the areas of investments. The consolidated investment portfolio of domestic pension funds is not diversified (more than 50 % of investments are allocated in the two types of assets). This is the consequence of the lack of investment opportunities in the domestic market and the economic crisis.

The study has paid special attention to the analysis of non-governmental pension funds investment activity and its regulation in the countries of Central and Eastern Europe. These countries had similar macroeconomic and institutional conditions, and have reformed their pension systems and have experienced the integration of financial markets into the European Union. The analysis proved that the increase in pension fund assets had a positive influence on market capitalization after the mandatory second pillar had been provided. Quantitative restrictions of investment in foreign assets and government bonds are able to strengthen the effect of the pension reform, since they are likely to encourage investment in assets in the local market.

The systematization and the critical review of pension systems reforms in the countries of Central and Eastern Europe are valuable for the perspectives of embedding the mandatory second pillar in Ukraine. Potential risks that may arise in the process of pension reform in Ukraine deserve further study.

KEY WORDS: *non-governmental pension funds, pension reform, mandatory second pillar, European integration, investment, assets, stock market.*