

УДК 330.322.3:331.25(477)

Володимир ПАВЛІВ

АНАЛІЗ НАПРЯМКІВ ІНВЕСТУВАННЯ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ

Резюме. Розглянуто та проаналізовано основні напрямки інвестування недержавних пенсійних фондів в Україні, структуру інвестиційних портфелів, а також проведено порівняння із напрямками інвестування зарубіжних недержавних пенсійних фондів, визначаються причини тих чи інших напрямків інвестування та ризики у діяльності недержавних пенсійних фондів. Досліджено інвестиційні стратегії недержавних пенсійних фондів та їхню ефективність на ринку капіталу України. Крім цього, у статті окреслено основні проблеми у ході формування інвестиційних портфелів недержавних пенсійних фондів в Україні. Практична значущість теми вимагає дослідження, оскільки є малодослідженою та необхідною в період інтеграції фінансового простору України у світове економічне господарство.

Ключові слова: недержавний пенсійний фонд, інвестиційний портфель, інвестиційна стратегія, проблеми ліквідності, ключові ризики.

Volodymyr PAVLIV

ANALYSIS OF NON-GOVERNMENTAL PENSION FUNDS INVESTMENT DIRECTIONS

Summary. Ukrainian pension system nowadays is based on three pillars method and is only at the starting period. The third pillar non-governmental pension funds are not such effective as could be. Many problems are surrounded with their functionality, especially weak economic situation, undeveloped fund market and awareness of such funds which has been left in social mind from communism time. One of the most influential factors in overcoming this is the total growth of nation's welfare but it will not happen in the short run as it could take a lot of time to strengthen the economic situation in Ukraine. Main investment strategies directions of non-governmental pension funds in Ukraine and structure of investment portfolios are considered and analyzed in the article. The parallel comparison analysis with foreign non-governmental pension funds is made. On the other hand the conditions of choosing each specific portfolio investment strategy in non-liquid capital market are also identified. The key functional risks in operation of Ukrainian non-governmental pension funds arise from this side. The major risk is closely connected with low strategy variability due to insufficient fund market in Ukraine. The other risks have operational and social nature. The problems of choosing investment strategy are not widely analyzed by domestic scientists and will be quite interesting to look over in developing markets like Ukraine. Strategies used by Ukrainian non-governmental pension funds are less risky than foreign ones. Ukrainian funds invests mainly in less risky deposit instruments while foreign ones are more relaxed with investment instruments and invest mainly in shares and bonds. This eventually demonstrates the level of the fund market development in a country, its liquidity and profitability, risk factors. The practical importance of this study requires a research as it is not researched enough and is necessary during the period of Ukrainian financial market integration into the world economic sector.

Key words: non-governmental pension fund, investment portfolio, investment strategy, liquidity problems, key risks.

Постановка проблеми. Рівень розвитку та діяльності третього рівня пенсійного забезпечення є далеким від того, який притаманний розвиненим європейським країнам. В Україні третій рівень пенсійного забезпечення представлений недержавними пенсійними фондами, діяльність, а навіть прибутковість яких є доволі низькою. У цьому контексті нагальним є дослідження однієї з основних складових прибуткової діяльності НПФ. Мається на увазі аналіз та дослідження структури активів недержавних пенсійних фондів, а саме інвестиційного портфелю у розрізі видів інвестиційних активів. Оскільки група активів інвестиційного портфелю формує та забезпечує відповідний фінансовий результат НПФ та є доволі чутливою до кон'юнктури на ринку капіталу, саме тому виникає необхідність у огляді та аналізі даної складової балансу НПФ. Також слід розглянути складові інвестиційних портфелів у НПФ розвинених країн, при цьому роблячи поправку на доволі нерозвинений ринок цінних паперів та й економічний стан країни загалом у посткризовий період.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У світлі розвитку НПФ на вітчизняному фінансовому ринку значну увагу аналізу активів пенсійних фондів приділяли М.М. Бабідар, О.В. Савченко, Д.А. Леонов, Т.В. Майорова та інші. Зважаючи на розвиток пенсійної системи України, також написано багато аналітичних статей та звітів, оскільки тема дослідження є однією із найважливіших у процесі діяльності НПФ.

Метою статті є дослідження структури активів інвестиційного портфелю НПФ та порівняння з інвестиційними портфелями зарубіжних НПФ. Крім цього, важливим є аналіз структури інвестиційних активів НПФ на вітчизняному фінансовому ринку.

Виклад основного матеріалу. Після прийняття Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» у 2003 році на вітчизняному фінансовому ринку було чітко визначено межі діяльності такого учасника, як недержавний пенсійний фонд. Даний факт зосередив увагу багатьох економістів та науковців, оскільки фондовий ринок, як такий, у тодішніх реаліях був і залишається далеким від того, на якому б існувала така ж динаміка, як світових торгових площадках. Основне питання виникало насамперед, звідки буде отримувати прибуток НПФ та чи не зведеться основна діяльність у інвестиціях активів цих фондів до простого розміщення на депозитах у банках та фінансування облігацій Уряду України? Приблизно так і сталося, але про це згодом.

В ідеалі недержавні пенсійні фонди (НПФ), що виступають у ролі інституційних інвесторів, оскільки акумулюють грошові кошти юридичних і фізичних осіб у вигляді пенсійних внесків і зобов'язуються їх збільшити шляхом інвестування в різноманітні фінансові інструменти, які функціонують на ринку і потребують детального вивчення. Такі зобов'язання перед учасниками НПФ виконуватимуться за умови забезпечення майбутніх надходжень і приросту пенсійних активів. Відповідно до цього керуючий активами має прогнозувати фінансові потоки таким чином, аби позбавити учасників фонду проблем з отриманням пенсійної виплати.

На практиці інституціональні інвестори, в даному випадку недержавні пенсійні фонди, не можуть вкладати інвестиційні кошти в якийсь один актив, дотримуючись принципів гарантування інвестиційних вкладів з підвищеною доходністю.

В ідеалі інвестиційний портфель недержавного пенсійного фонду включає десятки або навіть сотні різних фінансових інструментів, а структура портфеля глобальних пенсійних фондів типу багатопрофільних корпорацій або холдингових груп реального сектора – безліч окремих підприємств і напрямків бізнесу. Крім цього, існують твердження окремих вітчизняних науковців, а саме, за твердженням І.П. Мойсеєнка інвестиційний портфель – цілеспрямовано сформована сукупність об'єктів реального, інтелектуального та фінансового інвестування, призначена для реалізації інвестиційної політики підприємства в майбутньому періоді (у більш вузькому, але найчастіше вживаному значенні – сукупність фондових інструментів, сформованих інвестором) [3, с. 304]. Натомість, за визначенням Г.Г. Кірейцева, інвестиційний портфель – це набір фінансових активів, якими володіє інвестор. До нього можуть входити як інструменти одного виду, наприклад, акції або облігації, так і різні інструменти: цінні папери, фінансові інструменти, нерухомість. Головна мета формування портфеля інвестицій полягає в отриманні необхідного рівня очікуваної доходності при більш низькому рівні очікуваного ризику [2, с. 180].

На етапі формування та здійснення діяльності НПФ встановлюються певні етапи управління активами, насамперед, це: встановлення інвестиційних цілей – відповідний набір комплексних заходів для збільшення активів НПФ та виконання його зобов'язань, визначення політики інвестування – досягнення певного рівня прибутковості НПФ, вибір портфельної стратегії – визначення моделі управління портфелем інвестиційних активів НПФ. У подальшому необхідно детальніше розглянути дані стратегії, оскільки вони визначають об'єкти інвестування та як результат діяльності портфельних стратегій – резюмується ефективність інвестицій.

За твердженням Я.А. Мудрої-Рудик, портфельні стратегії, що застосовуються при інвестуванні у фінансові активи, можна розділити на активні, пасивні та змішані. При цьому активні операції включають цінні папери зі заниженою вартістю і високими ризиками. Але у даному випадку в момент управління такою стратегією важливим є прогнозування факторів, що впливають на характеристики цінних паперів, включених до портфеля [4, с. 283].

На противагу активним операціям, пасивні не потребують значного моніторингу ринку і в основному складають строкові цінні папери із терміном погашення. Даній стратегії притаманна

низька прибутковість і низький рівень ризику. Якщо брати до уваги довготерміновий період, то кумулятивна прибутковість та ефективність пасивних стратегій є зазвичай вищою, аніж у активних стратегій.

Змішані стратегії поєднують у собі два попередні види стратегій, а саме, основою є пасивна стратегія, яка несе у собі постійну прибутковість портфеля й доповнюється активною стратегією, яка, в свою чергу, абсорбує в своє управління високоризикові інвестиційні активи, але з високою прибутковістю [4, с. 284].

В загальному тип і структура портфеля залежать від поставлених цілей. Відповідно до них виділяють:

- портфелі зростання, що формуються з активів, які забезпечують високий рівень зростання капіталу і характеризуються значним ризиком;
- портфелі доходу, що формуються з активів, які забезпечують високу доходність на вкладений капітал;
- збалансовані портфелі, щоб забезпечити досягнення заданого рівня доходу за прийняттого рівня ризику;
- портфелі ліквідності, що забезпечують у разі необхідності швидке отримання вкладених коштів;
- консервативні портфелі, сформовані з мінімально ризикових і надійних активів [7, с. 17].

У даній ситуації менеджмент НПФ повинен окрім вибраної стратегії інвестування аналізувати ряд інших факторів, які можуть впливати на три основні чинники вибору стратегії, а саме, ліквідність, доходність та ризик. Умовно дані фактори можна розділити на кількісні та якісні, відповідно кількісні фактори, це, насамперед, коефіцієнтарна складова аналізу вибраної стратегії інвестування та огляд ринку загалом. До якісних характеристик управляючі НПФ повинні включати інформацію та чинники, які можуть вплинути на діяльність опосередковано, тобто настрої на фінансовому ринку, аналітика можливих змін у законодавстві, вихід на ринок та ліквідація певних НПФ та ін. Чітка стратегія діяльності повинна відчувати зміни на ринку всебічно, беручи до уваги вагомість настроїв населення стосовно діяльності НПФ, рівень обізнаності осіб не тільки молодого, але й передпенсійного віку про недержавне пенсійне забезпечення, фактор мотивації до заощаджень.

Якісні фактори впливу на діяльність НПФ є одними із визначальних, але все ж торкнемося інструментарію отримання прибутку, а саме, інвестиційного портфеля. Для чіткого уявлення про можливу структуру інвестиційного портфеля, згідно з Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення» вона чітко регламентується, а саме:

1. Банківські депозити та ощадні сертифікати банків – 40% від усього портфеля (не більше 10% розміщення в одному банку).
2. Цінні папери, доходи за якими гарантовано КМУ – 50%.
3. Цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою Міністрів АРК та облігації місцевих позик – 20% (але не більше, ніж 5% у цінні папери одного емітента).
4. Облігації, емітентами яких є резиденти України – 40% (але не більше, ніж 5% у цінні папери одного емітента).
5. Акції, емітентами яких є резиденти України – 40% (але не більше, ніж 5% у цінні папери одного емітента).
6. Цінні папери іноземних емітентів – 20% (але не більше, ніж 5% у цінні папери одного емітента).
7. Іпотечні цінні папери – 40% (але не більше, ніж 5% у цінні папери одного емітента).
8. Об'єкти нерухомості – 10%.
9. Банківські метали – 10%.
10. Інші активи, не заборонені чинним законодавством України – 5% [1, с. 4].

Загалом інструментів для всебічно можливих варіацій формування інвестиційних портфелів НПФ є предостатньо, але який насправді стан справ у системі пенсійних фондів та їх

інвестиційних портфелях. Як вже було сказано, фінансовий ринок України є доволі нерозвиненим, скоріш за все саме через ринок капіталу. В Україні доволі мала частка крупних компаній, акції яких вільно б котирувались. По-перше, левові частки акцій крупних компаній зосереджені у кількох десятків людей, які для залучення капіталу користуються власними додатковими ресурсами чи банківськими кредитами і лише в небагатьох випадках на ринку символічно котируються від 5 до 15% акції, по-друге, система захисту мажоритарних акціонерів так як і акціонерів загалом взагалі відсутня, тому небажання акціонерів продавати та емітувати акції на ринок є зрозумілим, а саме, через рейдерство. Про фінансовий ринок і його проблеми можна ще багато говорити, але саме ці проблеми і визначають структуру портфелів НПФ.

Отже, вагому частку в інвестиційних портфелях станом на 3 квартал 2012 року, як і очікувалося складають депозити, а саме 32,9%, у грошовому вираженні – 510 млн. грн. Зумовлено це відносно високим рівнем доходності по банківських депозитах на рівні 16 – 21% річних по гривневих депозитах та 6 – 9% – по депозитах у валюті. Протягом року зміна відбулася в бік збільшення на 1,3%, що свідчить про ймовірну граничну частку депозитів у інвестиційних портфелях НПФ. Іншими словами, збільшення частки інвестиційного інструменту є незначним, отож є привід вважати, що далі існуючі НПФ не будуть значним чином збільшувати портфелі депозитами.

Таблиця 1

Загальні показники напрямків інвестування НПФ в Україні [5, с. 1–9]

Table 1

General non-governmental pension funds indicators of directions for investment in Ukraine [5, p. 1–9]

Інвестиційний інструмент	Сукупна величина інвестиційних активів станом на 3 квартал 2011 року, млн.грн	Частка активів у загальній сумі, %	Сукупна величина інвестиційних активів станом на 3 квартал 2012 року, млн.грн	Частка активів у загальній сумі, %	Відносний приріст за рік, %	Відносна зміна за рік у загальній частці активів, %
Грошові кошти, розміщені на вкладних (депозитних) рахунках	413,2	31,60%	510	32,90%	23,40%	1,30%
Кошти на поточному рахунку	32,3	2,50%	19,2	1,20%	-40,60%	-1,20%
Цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою Міністрів АРК та облігації місцевих позик	6,9	0,50%	5,3	0,30%	-23,20%	-0,20%
Цінні папери, доходи за якими гарантовано КМУ	177,9	13,60%	189,3	12,20%	6,40%	-1,40%

Закінчення таблиці 1

Облігації, емітентами яких є резиденти України	282,6	21,60%	457	29,50%	61,70%	7,90%
Акції, емітентами яких є резиденти України	242,2	18,50%	256,3	16,50%	5,80%	-2,00%
Об'єкти нерухомості	53,9	4,10%	49,3	3,20%	-8,50%	-0,90%
Банківські метали	28,5	2,20%	24,6	1,60%	-13,70%	-0,60%
Інші активи, не заборонені чинним законодавством України	68,9	5,30%	38,4	2,50%	-44,30%	-2,80%
Загальна сума	1 306,40	100,00%	1 549,40	100,00%		

Другим і відповідно третім вагомими інвестиційними інструментами НПФ є акції та облігації емітентів України, а, отже, 16,5 і 29,5% у загальній структурі. Ринок облігацій у післякризовий період дещо зріс, оскільки банківське кредитування і на сьогодні є доволі дорогим і процес отримання, узгодження є часомістким. Тому пошук фондів на ринку капіталу зосередився на випуску облігацій та акцій. В основному торгівля ними на первинному та вторинному ринках іде через компанії з управління активами і вони формують пули з пакетами цінних паперів, які в подальшому інвестують НПФ.

Важливим інструментом інвестування у портфелі є також цінні папери, доходи за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України. Зазвичай характер наповнення даним інструментом має відносно недобровільний характер, але з позитивного боку варто зазначити, що даний інструмент несе у собі досить малу частку ризику, оскільки гарантом виконання зобов'язань виступає держава. Їхня частка протягом року залишається на стабільному рівні 12 – 13%, на кінець 3 кварталу 2012 склала 189,3 млн. грн.

Інші інструменти, частка яких є меншою 10% у загальному портфелі НПФ, носять у собі високий ступінь ризику, окрім хіба що банківських металів, частка яких складає 1,6%, які по своїй природі є доволі ліквідні та цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою Міністрів АРК. Об'єкти нерухомості та інші активи у посткризовий період все ще несуть у собі високий ступінь ризику і містяться у портфелі задля його диверсифікації та відносно високої доходності по цих інструментах.

Аналізуючи два обрані періоди, слід зазначити, що у структурі портфелів значних змін не відбулося, спостерігався лише приріст об'ємів інструментів. Для прикладу, найбільший приріст мали облігації, емітентами яких є резиденти України, із 282,6 млн. грн. у 3 кварталі 2011 року, до 457 млн. грн. у 3 кварталі 2012 року, а саме відносний приріст у 61,7%. Однією з причин даного факту є здорожчання банківських кредитів і пошук нових джерел фінансування для бізнесу в Україні. Також відносно значний приріст показав такий інструмент, як депозити, а саме 23,4%. Зумовлено це приростом відсоткових ставок по депозитах та браком коштів у банківській системі загалом. Усі інші інструменти значних приростів не показали або їхні прирости не є вагомими для інвестиційного портфеля НПФ [5, с. 1 – 9].



Рисунок 1. Структура інвестиційних портфелів вітчизняних НПФ станом на 3 квартал 2012 року

Figure 1. Current investment portfolio structure of domestic non-governmental pension funds as of third quarter of 2012

Слід додати, що станом на 30.09.12 в Державному реєстрі фінансових установ міститься інформація про 96 недержавних пенсійних фондів (далі – НПФ) та 38 адміністраторів НПФ. Загальний обсяг активів, сформованих пенсійними фондами, станом на 30.09.12 становив 1 549,2 млн. грн. Усього за дев'ять місяців 2012 року активи недержавних пенсійних фондів зросли на 14,2% (або на 162,1 млн. грн.) у порівнянні з кінцем 2011 року [5, с. 1 – 3].

Для вагомшого розуміння структури інвестиційного портфеля загалом слід розглянути частки тих чи інших інвестиційних інструментів у портфелях іноземних НПФ. І як вже було сказано раніше, структура портфелів дещо відрізняється від тієї, що є на даний момент у вітчизняних НПФ.

Таблиця 2

Структура інвестиційних портфелів НПФ в іноземних країнах [9]

Table 2

Investment portfolios structure of non-governmental pension funds in foreign countries [9]

Країна	Акції	Облігації	Інші активи	Готівка
Нідерланди	28%	48%	23%	1%
Швейцарія	27%	36%	29%	8%
США	61%	19%	20%	-
Австралія	57%	13%	22%	8%
Канада	49%	26%	22%	3%
Великобританія	60%	31%	6%	3%
ПАР	62%	21%	7%	50%
Японія	36%	55%	7%	2%
Ірландія	59%	24%	7%	10%
Гонконг	62%	23%	-	15%
Бразилія	72%	21%	7%	-
Німеччина	32%	62%	4%	2%
Франція	33%	46%	12%	9%

На відміну від українських НПФ, іноземні НПФ свої стратегії інвестування зосереджують, насамперед, у вкладанні коштів у цінні папери. Це пояснює розвинений фінансовий ринок та відносно середній рівень ризик на ньому, доходність, яка зазвичай є вищою, аніж доходність, отримана від розміщення коштів на депозитні рахунки. Доходність по депозитах на іноземних фінансових ринках є на рівні 1,5 – 3,5%, у порівнянні із 15 – 17% в національній валюті на українському фінансовому ринку. Даний факт підтверджується і відносними частками інвестування. Для прикладу, 33% вітчизняні НПФ розміщують на депозитних рахунках, а іноземні НПФ таких країн, як США, Австралія, Ірландія – понад 50% інвестують у акції.

Отже, слід виокремити основні різнобічності та особливості у процесах формування інвестиційних портфелів вітчизняних НПФ, а саме:

- вузьке коло інвестиційних стратегій у зв'язку з нестабільним фінансовим ринком;
- низька доходність на ринку цінних паперів і невелика кількість ліквідних цінних паперів у обороті;
- високий ризик інвестування у цінні папери та облігації, окрім державних цінних паперів;
- недиверсифікованість інвестиційних портфелів НПФ. Тут має місце післякризовий характер діяльності, знову ж таки мінімізація ризиків і використання пасивних стратегій інвестування.

В аналітичному звіті, який підготували спеціалісти Світового банку, також відображені ризики у диверсифікації інвестиційних портфелів. Перелік ризиків має такий:

1. Ризики, пов'язані з непрозорою конкуренцією (схеми, засновані сектором державного управління, квазіпенсійні продукти страхових компаній і пенсійні рахунки банків можуть зменшити прозорість ринку та перешкодити клієнтам робити вільний та обґрунтований вибір, який дасть їм змогу максимізувати свою пенсію в довготерміновій перспективі).
2. Ризики, пов'язані зі структурою управління фондами й прозорістю (систему необхідно вдосконалити, щоб забезпечити спрямованість її роботи виключно на благо учасників пенсійної схеми – у цьому зв'язку може бути корисним підвищення рівня стандартів щодо поширення інформації та прозорості).
3. Ризики, пов'язані з оцінюванням вартості активів (з практиками бухгалтерського обліку та аудиту, розкриттям/прозорістю цін цінних паперів, що використовуються для оцінювання вартості активів, і роллю зберігачів у процесі оцінювання, – все це необхідно негайно вдосконалити).
4. Проблеми з розрахунками вартості одиниці пенсійних внесків (оскільки учасники і потенційні учасники пенсійних програм не мають можливості постійно відстежувати вартість одиниці своїх пенсійних внесків, вони не поінформовані належним чином про якість управління активами і не мають належної основи, необхідної для того, щоб зробити вільний і обґрунтований вибір пенсійної схеми, яка відповідатиме їхнім особистим потребам).
5. Ризики, породжені обмеженим набором можливостей для досягнення оптимальної диверсифікації портфеля (неадекватна пропозиція ліквідних цінних паперів, випущених урядом і/або прозорими корпоративними емітентами).
6. Ризик перехресного продажу та маркетингу (ризик, пов'язаний з тим, що брак інформації, неправильна інформація та небажані стимули звужують можливості здійснення вільного та обґрунтованого вибору пенсійної системи) [6, с. 9].

У даному випадку редактори огляду, зазначаючи ризики диверсифікації, мають на увазі нерозвинений фінансовий ринок та ненадійність акцій вітчизняних підприємств. Стосовно облігацій спеціалісти визначають характер інвестицій, перш за все пов'язаний із проблемами і

труднощами на ринках позикового капіталу. Всі інші вищеперераховані ризики мають суто юридичний або соціальний характер. Під юридичним характером варто розуміти недосконалість існуючого законодавства та правових норм у регулюванні діяльності НПФ, а соціальний характер виражається у неготовності громадян інвестувати у систему добровільного пенсійного забезпечення.

Висновки. Зазначити, що діяльність та функціонування НПФ, а також специфіка їх роботи у подальші роки буде визначатися станом вітчизняного фінансового середовища. Інвестиційні стратегії НПФ сьогодення максимально мінімізують ризики та інвестують у непопулярні активи. Даний факт можна зрозуміти також з боку побудови репутації НПФ у вітчизняному фінансовому секторі. По-перше, українські НПФ не можуть значним чином диверсифікувати портфелі через неповноцінно функціонуючий рівень, по-друге, довіра населення до НПФ є доволі малою. Тому задля побудови якісної репутації вітчизняні НПФ мають відображати мінімальну ризиковість та стабільність для привернення більшої частини населення до себе.

Вирішення даної проблеми, а саме, нерозвиненістю фондового ринку та його ризиковістю, буде зменшуватись зі ступенем поглиблення України у світовий фінансовий сектор та ефективною соціально-економічною політикою держави і підняття добробуту населення. Оскільки останній фактор і визначатиме рівень та можливість наших співвітчизників до «інвестицій у майбутнє» для забезпечення гідної старості.

Conclusions. It should be noted that activities and functioning of non-governmental pension funds in Ukraine will be determined by the state of the domestic financial market in the coming years. Current investment strategies of non-governmental pension funds minimize their risks and invest in unpopular assets. This fact can be understood also from the side of establishing non-governmental pension funds reputation in the domestic financial sector. First of all, Ukrainian non-governmental pension funds are not able to diversify their investment portfolios because of the incomplete functioning level. On the other hand, the public confidence in the non-governmental pension funds is rather low. Therefore, in order to establish a quality reputation domestic non-governmental pension funds should reflect minimal riskiness and stability to attract majority of the population.

The solution of this problem (underdevelopment of stock market and its riskiness) is strongly connected with the level of Ukrainian economy integration into global financial sector, effective socio-economic policy of the country and increase of population welfare since the latter factor will determine the level and ability of our compatriots to “investment in the future” for ensuring proper old age.

Використана література

1. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 9 липня 2003 р. / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – К.: Парлам. вид-во, 2003. – 4 с. – (Бібліотека офіційних видань).
2. Кірейцев, Г.Г. Фінансовий менеджмент [Текст] / Г.Г. Кірейцев. – Житомир: ЖІТІ, 2001. – 440 с.
3. Мойсенко, І.П. Інвестування: підруч. для студ. вищ. навч. закл. [Текст] / І.П. Мойсенко. – К.: Знання, 2006. – 490 с.
4. Мудра-Рудик, Я.А. Стратегії формування інвестиційного портфеля недержавних пенсійних фондів [Текст] / Я.А. Мудра-Рудик. – Х.: ХНУ, 2010. – С. 282 – 285.
5. Підсумки розвитку ринків небанківських фінансових послуг України [Текст] / ДКРРФПУ. – К., 2012. – 9 с.
6. Функціонування добровільних приватних пенсійних систем в Україні: огляд і рекомендації [Текст]; за ред. спеціалістів світового банку. – К.: Світовий банк, 2008. – 40 с.
7. Chinn M.D, Ito.H. Capital accounts liberalization, Institutions and Financial development, Gross Country Evidence, Journal of Development Economics 81, May 2002. – P. 17.
8. Недержавні пенсійні фонди на неефективному фондовому ринку: приклад України [Електронний ресурс] / С. Брагін, О. Макаренко. – Електрон. дан. (1 файл). – 2011. – Режим доступу: <http://www.fundmarket.ua/>. – Назва з домашньої сторінки Інтернету.