

ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

РУДАК СЕРГІЙ МИХАЙЛОВИЧ

УДК [368.914+336.7](043.3)

**ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ
НЕДЕРЖАВНОГО ПЕНСІЙНОГО ФОНДУ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

А В Т О Р Е Ф Е Р А Т

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

Харків – 2011

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Харківському національному економічному університеті Міністерства освіти і науки, молоді та спорту України.

Науковий керівник: доктор економічних наук, професор,
заслужений економіст України
Внукова Наталія Миколаївна,
Харківський національний економічний університет,
завідувач кафедри управління фінансовими послугами.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
Онишко Світлана Василівна,
Національний університет
державної податкової служби України,
професор кафедри фінансових ринків та фінансових послуг;

кандидат економічних наук, доцент
Долінський Леонід Борисович,
ДВНЗ „Київський національний економічний
університет ім. В. Гетьмана”,
докторант кафедри економіко-математичного моделювання.

Захист відбудеться 25 жовтня 2011 року об 11⁰⁰ годині на засіданні спеціалізованої вченої ради, шифр К 64.055.02, в Харківському національному економічному університеті за адресою: 61001, м. Харків, пров. Інженерний, 1а, ауд. 606.

З дисертацією можна ознайомитися в бібліотеці Харківського національного економічного університету за адресою: 61001, м. Харків, пров. Інженерний, 1а.

Автореферат розісланий «24» вересня 2011 року.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради

С. Ю. Гончарова

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми дослідження. Розвиток недержавного пенсійного забезпечення (далі НПЗ) є пріоритетним напрямом соціально-економічної реформи пенсійної системи, що запроваджується в Україні, яка дозволить підвищити рівень пенсійних виплат, диверсифікувати ризики пенсійної системи, розвинути сектор інституційних інвесторів з довгостроковими стратегіями, відсутність яких спричиняє негативний вплив на стан фондового ринку України та економіки в цілому.

Метою пенсійної реформи в Україні є часткове перенесення навантаження пенсійного забезпечення з розподільчої солідарної системи на накопичувальну, ключову роль у формуванні якої відіграє становлення системи добровільного пенсійного забезпечення через недержавні пенсійні фонди, страхування життя, банківські пенсійні вклади. Успішне впровадження пенсійної реформи в цілому та її важливої складової – накопичувальної системи пенсійного забезпечення – вирішальною мірою залежить від ефективності управління пенсійними активами. Статтею 4 Закону України „Про недержавне пенсійне забезпечення” передбачено застосування принципу цільового та ефективного використання пенсійних коштів.

Вагомий внесок у розвиток методологічних засад, методичного підґрунтя та дослідження інструментів управління недержавними пенсійними фондами здійснено такими вітчизняними та зарубіжними вченими як Ю. Брігхем, Д. Віттас, Л. Б. Долінський, А. Б. Камінський, Г. Кларк, Н. В. Ковальова, А. Я. Кузнєцова, Д. А. Леонов, Е. Лібанова, А. В. Матвійчук, Г. В. Назарова, С. В. Науменкова, С. В. Онишко, Р. Роша, Н. В. Ткаченко, Г. Третьякова, А. Федоренко, Р. Хінц, Р. Хольцман та іншими.

Разом з тим узагальнення напрацювань з обраної проблематики дозволяє зробити висновок про наявність розбіжностей у підходах та інструментах управління активами недержавних пенсійних фондів (надалі НПФ, пенсійні фонди), а також в оцінюванні ефективності управління їх діяльністю, що зумовлює вирішення таких нагальних завдань як: обґрунтування рекомендацій щодо підвищення ефективності роботи НПФ, адміністраторів пенсійних фондів та компаній з управління активами; надання пропозицій з публічної оцінки фінансового стану НПФ; розроблення методичного інструментарію для впровадження системи державного пруденційного нагляду в цій сфері; удосконалення оцінювання рівня диверсифікації активів НПФ. Актуальність наведених завдань підтверджується основними напрями розвитку НПЗ, що визначені Концепцією подальшого проведення пенсійної реформи, Концепцією запровадження пруденційного нагляду, Стратегією розвитку фінансового ринку України до 2015 року. Визначені завдання можуть бути розв’язані на основі розвитку теоретичного та методичного забезпечення оцінювання ефективності управління активами НПФ. Зокрема, у спільній роботі спеціалістів Світового банку та Організації економічної кооперації та розвитку відзначається необхідність розробки спеціалізованої системи оцінки діяльності пенсійних

фондів для підвищення рівня державного нагляду. З огляду на складність та багатовекторність діяльності фінансових установ, виникає необхідність у розробленні методичних підходів, що підтримують процес прийняття рішень учасниками пенсійного забезпечення та надають їм об'єктивну інформацію про діяльність НПФ, що сприятиме прискоренню впровадження пенсійної реформи.

Актуальність розв'язання вказаних проблем та недостатній рівень їх теоретико-методичного обґрунтування обумовили вибір теми, мети та завдань дисертаційної роботи.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.

Дисертаційна робота виконана відповідно до планів наукових досліджень Харківського національного економічного університету, а її основні результати знайшли відображення в науково-дослідницьких роботах: „Фінансові послуги у становленні кластерних ініціатив транскордонного співробітництва” (номер державної реєстрації 0109U001221) [до звіту включено пропозиції щодо організації фінансового забезпечення діяльності кластера, а також участі недержавних пенсійних фондів у діяльності фінансового мегакластера]; „Сучасні проблеми та перспективи розвитку ринку фінансових послуг” (номер державної реєстрації 0109U007023) [до звіту включено пропозиції щодо оцінки ефективності функціонування НПФ, оцінки його ліквідності та платоспроможності].

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є розроблення теоретичних положень, методичних підходів та практичних рекомендацій з оцінки ефективності управління активами недержавного пенсійного фонду.

Для досягнення мети поставлено такі завдання:

визначити особливості теоретичного підґрунтя ефективної діяльності пенсійних фондів та обґрунтовано доцільність використання інтегрального показника для оцінки ефективності управління їх активами за цільовим підходом;

узагальнити методичні підходи до оцінки чистої вартості активів НПФ;

обґрунтувати і розробити методичний підхід до оцінки ліквідності НПФ, зокрема доведено доцільність використання показників ліквідних позицій;

удосконалити методичні рекомендації з оцінки платоспроможності НПФ;

визначити ефективність інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів в Україні;

обґрунтувати теоретичні положення управління активами НПФ стосовно їх диверсифікації;

систематизувати фактори та визначено їх вагомість для розрахунку інтегрального показника оцінки ефективності управління активами НПФ;

побудувати шкали та визначено критерії оцінки фінансових показників діяльності НПФ;

розробити методичний підхід до оцінки ефективності управління активами недержавного пенсійного фонду.

Предмет і об'єкт дослідження. Об'єктом дослідження є ефективність управління активами недержавного пенсійного фонду. Предметом – теоретичні положення і методичне забезпечення, методи та інструменти оцінювання ефективності управління активами недержавного пенсійного фонду.

Методи дослідження. Теоретичною і методологічною основою дисертаційної роботи є фундаментальні положення загальної економічної теорії, системного аналізу, менеджменту, теорії фінансів; вітчизняні й зарубіжні дослідження вчених-економістів з питань фінансового менеджменту, фінансового аналізу, інвестиційного менеджменту.

Методологічні й теоретичні дослідження категоріального підґрунтя управління активами, підходів, методів і механізмів оцінки його ефективності ґрунтуються на принципах діалектики як загального способу пізнання.

Для вирішення поставлених завдань використано: метод семантичного аналізу та логічного узагальнення (для визначення цілей функціонування НПФ як економічної системи, обґрунтування концептуального підходу до оцінки ефективності та ліквідності); аналізу і синтезу, системний і комплексний підходи, метод порівняльного співставлення, метод графів (для побудови ієрархії цілей НПФ), метод кластерного аналізу (для обґрунтування доцільності застосування показника рівня диверсифікації для оцінки ефективності управління активами НПФ), таксономічний показник рівня розвитку (для розрахунку загального індикатора рівня ефективності управління активами), метод аналізу ієрархій (для визначення вагових коефіцієнтів інтегрального показника ефективності управління), метод нечіткої логіки (для побудови шкал вимірювання показників та критеріїв оцінки), метод рангової кореляції (для доведення значимості рангової оцінки ефективності інвестиційної діяльності та ефективності управління активами НПФ).

Інформаційною базою дослідження становили публічна фінансова та статистична звітність недержавних пенсійних фондів, статистичні дані Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України, Української асоціації інвестиційного бізнесу, Української асоціації адміністраторів пенсійних фондів та Національної асоціації недержавних пенсійних фондів України та адміністраторів НПФ.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в розробленні й обґрунтуванні нових теоретичних підходів та науково-методичного інструментарію оцінки ефективності управління активами недержавного пенсійного фонду. Наукову новизну одержаних результатів відображено в таких положеннях:

уперше

розроблено методичний підхід до оцінки ефективності управління активами недержавного пенсійного фонду на основі формалізації ієрархії цілей його діяльності, показників оцінки рівня їх досягнення та значимості для покращення пруденційного державного нагляду за суб'єктами ринку недержавного пенсійного забезпечення та спрощення процесу прийняття рішення щодо вибору фінансової установи клієнтом;

удосконалено

методичний підхід до оцінки ліквідності НПФ як складової ефективності управління активами, відмінністю якого є врахування динаміки фінансових потоків пенсійного фонду, що зумовлюється віковим складом учасників та структурою активів інвестиційного портфеля;

методичні рекомендації до оцінки платоспроможності НПФ, які, на відміну

від існуючих, не враховують кошти на строкових депозитних рахунках як джерело забезпечення зобов'язань із розрахунків з вкладниками та іншими контрагентами, що обумовлюється низькою ліквідністю цього фінансового інструменту;

шкали та критерії оцінки показників фінансової діяльності НПФ на основі теорії нечіткої логіки для підвищення обґрунтованості фінансового аналізу діяльності пенсійних фондів, які, на відміну від існуючих, враховують зміни зовнішнього середовища та дають змогу оцінити відносну ефективність управління активами НПФ;

набули подальшого розвитку

процедура визначення інтегрального показника ефективності управління активами НПФ, особливістю якого є визначення цілей діяльності пенсійного фонду, їх значущості та взаємозв'язку з використанням положень системного і цільового підходів та методів системного аналізу, фінансового менеджменту і менеджменту організацій;

теоретичні положення управління активами НПФ, відмінність яких полягає в доведенні можливості оцінки ризику діяльності пенсійного фонду за допомогою показника рівня диверсифікації його активів.

Практичне значення одержаних результатів. Результати дослідження впроваджені в діяльність професійних учасників ринку недержавного пенсійного забезпечення, органів державного регулювання та громадських організацій.

Зокрема методичні рекомендації до оцінки платоспроможності НПФ впроваджені в роботу Територіального управління в Харківській, Сумській та Полтавській областях Державної комісії з регулювання ринку фінансових послуг України (Акт впровадження результатів науково-дослідницької роботи на тему: „Сучасні проблеми та перспективи розвитку ринку фінансових послуг” від 08.12.2009 року).

Методика оцінки ефективності управління активами НПФ впроваджена в діяльність ТОВ „Адміністратор пенсійного фонду „Центр персоніфікованого обліку” (Акт впровадження від 19.10.2010 року згідно з Угодою про співробітництво № 7/75 від 01.03.2010) та використана для проведення внутрішнього аудиту діяльності та оцінки положення компанії на ринку. Методичні рекомендації щодо базової оцінки інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів впроваджені в діяльність Державної комісії з регулювання ринку фінансових послуг України (Акт впровадження від 15.03.2011 року згідно з Угодою про співробітництво №12 від 13.04.2010) для експрес оцінки проблемних фінансових установ в процесі здійснення пруденційного нагляду.

Результати дослідження використані під час викладання навчальної дисципліни „Управління активами” на кафедрі управління фінансовими послугами Харківського національного економічного університету (довідка про впровадження № 11/81-04К-58/1 від 14.03.2011 року).

Особистий внесок здобувача. Дисертація є самостійною науковою роботою, в якій усі положення і пропозиції, винесені на захист, одержані особисто. Внесок автора в роботах, виконаних у співавторстві, наведено у списку опублікованих праць.

Апробація результатів дослідження. Основні положення і висновки, що викладені в дисертації, доповідалися на семи науково-практичних конференціях: Всеукраїнській науково-практичній конференції студентів і молодих учених „Сучасний стан і проблеми інвестиційного розвитку” (Дні теорії та практики інвестування) (Донецьк, березень 2008); Всеукраїнській науково-практичній конференції „Управління фінансами в умовах вступу до СОТ” (Харків, жовтень 2009); Всеукраїнській науково-практичній конференції „Перспективи соціальних та пенсійних реформ в Україні” (Харків, квітень 2010) (довідка №51 від 02.04.2010); Всеукраїнській науково-практичній конференції „Розвиток системи довіри та захисту прав споживачів фінансових послуг” (Харків, вересень 2010); XIII Всеукраїнській науково-практичній конференції „Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (Суми, жовтень 2010); Міжнародній науково-практичній конференції „Антикризові аспекти регулювання економіки” (Харків, грудень 2010 року); VI Міжнародній науково-практичній конференції „Міжнародні фінансові та страхові ринки в нових економічних умовах” (Грудневі читання) (Київ, грудень 2010).

Публікації. Результати дисертаційного дослідження знайшли відображення в 14 наукових публікаціях загальним обсягом 5,55 ум.-друк. арк., з них підрозділи в 3 колективних монографіях, 4 статті у фахових виданнях, 6 матеріалів конференцій та 1 публікація в інших виданнях; особисто автору належить – 4,71 ум.-друк. арк.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, додатків і списку використаних джерел. Загальний обсяг дисертації – 204 сторінки, з яких: 26 таблиць, одна з яких займає 1 повну сторінку, 33 рисунки, 12 додатків на 33 сторінках, список використаних джерел – 204 найменування на 19 сторінках. Обсяг основного тексту дисертації становить 151 сторінку.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У вступі обґрунтовано актуальність теми дисертаційної роботи, сформульовано мету, завдання, об'єкт і предмет дослідження, визначено наукову новизну отриманих результатів, їх теоретичне значення та практичну цінність.

У першому розділі „**Науково-теоретичні засади оцінки ефективності управління активами недержавного пенсійного фонду**” визначено особливості теоретичного підґрунтя ефективної діяльності НПФ та обґрунтовано доцільність використання інтегрального показника для оцінки ефективності управління його активами за цільовим підходом, узагальнено методичні підходи до оцінки чистої вартості активів НПФ, обґрунтовано і розроблено методичний підхід до оцінки ліквідності НПФ, зокрема доведено доцільність використання динамічних ліквідних позицій.

Недержавний пенсійний фонд є неприбутковою організацією, фінансовою установою, яка акумулює кошти вкладників (фізичних та юридичних осіб) на користь учасників (фізичних осіб) та інвестує сформовані пенсійні активи з метою отримання доходу. Виключним способом здійснення управління активами НПФ є

формування портфеля фінансових інвестицій. У результаті дослідження нормативно-правової бази діяльності НПФ та узагальнення теоретичних підходів до управління активами встановлено брак єдиного підходу до оцінки ефективності управління активами НПФ. Економічна криза 2008 року суттєво змінила підходи до управління пенсійними активами в країнах із розвинутою накопичувальною пенсійною системою. Якщо до кризи основна увага при оцінюванні ефективності приділялася співвідношенню доходності та інвестиційного ризику портфеля НПФ порівняно з бенчмарками (ринковим портфелем, інфляцією, безризиковою ставкою), то останні розробки – присвячені оцінюванню показників, що характеризують заміщення активного доходу пенсійними виплатами, оскільки саме цей показник може характеризувати рівень підвищення чи зниження якості життя при виході на пенсію. Зважаючи на нетривалий період функціонування НПФ в Україні та, як результат, недостатність інформації про фактичні коефіцієнти заміщення в накопичувальному пенсійному забезпеченні, визначено фактори, що впливають на їх рівень. На основі системного аналізу доведено доцільність застосування цільового підходу до оцінки ефективності управління активами, що дає змогу врахувати різновекторність цілей НПФ. Відповідно до обраного підходу в результаті дослідження діяльності компаній з управління активами, нормативних актів у сфері пенсійного забезпечення, рекомендацій асоціацій та міжнародних організацій, а також аналітичної та наукової літератури, визначено цілі діяльності НПФ та з використанням теорії графів побудовано їх ієрархію (рис. 1), що дозволило визначити базові протиріччя, які виникають у процесі діяльності недержавного пенсійного фонду.

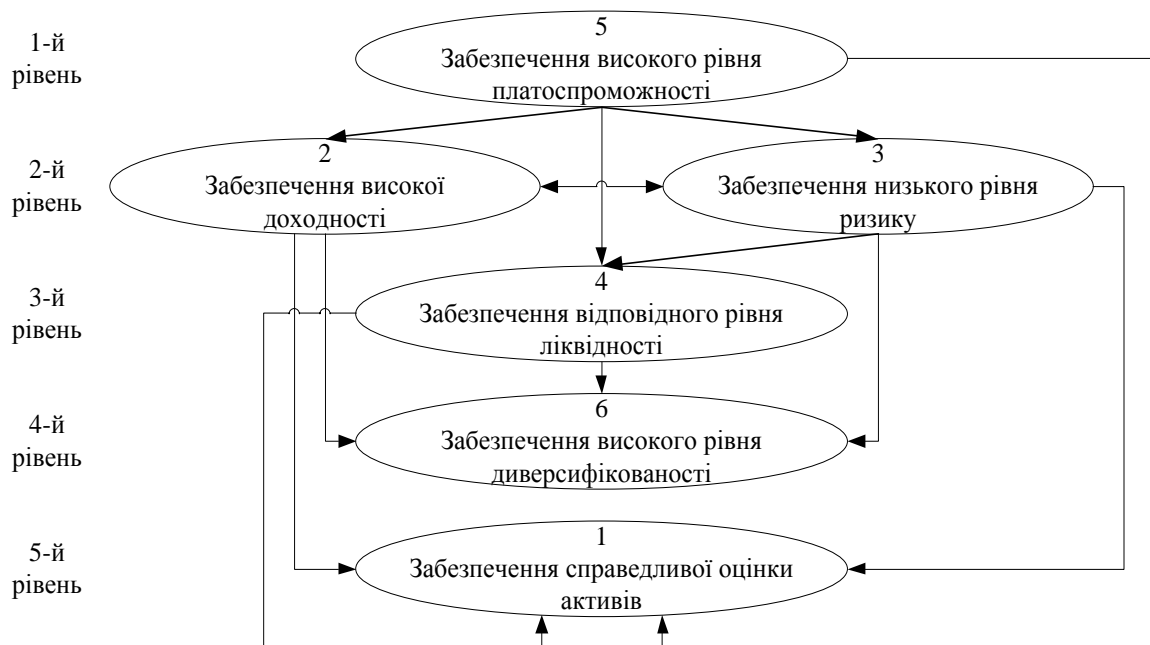


Рис. 1. Ієрархія цілей НПФ

Зважаючи на багатовимірність простору цілей НПФ, проаналізовано методики оцінки складних систем та визначено за доцільне використовувати інтегральний показник рівня розвитку для оцінки ефективності управління активами пенсійного фонду.

Базовим рівнем у ієрархії цілей НПФ визначено необхідність забезпечення достовірної оцінки чистої вартості активів пенсійного фонду. У зв'язку з цим проаналізовано наявні підходи до оцінки активів фонду, зокрема фінансових інвестицій.

Встановлено невідповідність методичного забезпечення оцінки фінансових інвестицій, визначеної стандартами бухгалтерського обліку, економічному змісту діяльності пенсійного фонду, оскільки фінансові інвестиції становлять не менше 85% активів цієї фінансової установи. У результаті запропоновано при оцінці високоліквідних активів НПФ не враховувати строкові депозити фонду та поточні фінансові інвестиції, оскільки термін їх обігу може значно перевищувати термін розрахунків за зобов'язаннями. Наявність кредиторської заборгованості перед учасниками фонду є неприйнятною огляду на соціальну значимість пенсійних виплат.

Запропоновано способи усунення протиріччя при визначенні ринкової ціни активів, зокрема шляхом узагальнення методичних підходів до встановлення ринкової ціни активів, що знаходяться в лістингу фондових бірж та дозволені для інвестування активів недержавного пенсійного фонду.

У результаті узагальнення теоретичних підходів до управління активами та зобов'язаннями фінансових установ, управляючим компаніям при виборі інструментів інвестування для забезпечення ліквідності пенсійного фонду рекомендовано формувати структуру активів відповідно до віку та соціального статусу учасників. З урахуванням такого підходу державним органам регулювання рекомендовано зняти обмеження на формування активного та пасивного інвестиційного портфеля для одного недержавного пенсійного фонду.

Зважаючи на особливості фінансової діяльності НПФ, зокрема на часткову визначеність терміну погашення та вартості активів інвестиційного портфеля, терміну та обсягу виплат за зобов'язаннями, удосконалено методичний підхід до оцінки ліквідності пенсійного фонду на основі забезпечення ліквідних позицій (позитивного балансу вхідних та вихідних грошових потоків), які запропоновано розраховувати за формулою (1) для різних часових періодів, що дає змогу контролювати здатність пенсійного фонду виконувати зобов'язання в майбутньому та дозволить підвищити якість оцінки завдяки врахуванню достатності вхідних грошових потоків для покриття ймовірних зобов'язань фонду.

$$\left\{ \begin{array}{l} \Delta L_1 = GK - \left(\sum_{i=1}^n PB_{1i} + \sum_{s=1}^n CA_{1j} + 3_1 \right) - A_1 \geq 0 \\ \Delta L_2 = \Delta L_1 + (D_1 + \epsilon D_1) + (O_1 + \kappa O_1)(1 - \omega) - \left(\sum_{i=1}^n PB_{2i} + \sum_{j=1}^n CA_{2j} \right) - A_2 \geq -K_c \cdot \sum_{k=1}^n B_{1k} \\ \Delta L_3 = \Delta L_2 + (D_2 + \epsilon D_2) + (O_2 + \kappa O_2)(1 - \omega) - \left(\sum_{i=1}^n PB_{3i} + \sum_{j=1}^n CA_{3j} \right) - A_3 \geq -K_c \cdot \left(\sum_{k=1}^n B_{1k} + \sum_{k=1}^n B_{2k} \right) \\ \Delta L_p = \Delta L_3 + \sum_{l=3}^{11} (D_l + \epsilon D_l) + \sum_{l=3}^{11} (O_l + \kappa O_l)(1 - \omega) + Div - 9 \cdot \sum_{i=1}^n PB_{3i} - A \geq 0 \end{array} \right. , \quad (1)$$

де ΔL_1 – ліквідна позиція в наступному місяці після звітного, грн.; GK – грошові кошти на поточному рахунку НПФ на дату розрахунку, грн.; n – кількість

пенсійних контрактів у фондів; $PВ_{ji}$ – прогнозне значення пенсійних виплат на строк у j -му місяці за i -им пенсійним контрактом, грн.; $СА_{ji}$ – прогнозна величина коштів, що будуть перераховані на користь страхової компанії в оплату ануїтету за j наступних місяців за i -им пенсійним контрактом, грн.; Z_1 – заборгованість фонду перед учасниками на дату складання звітності, грн.; A_i – адміністративні витрати фонду у i -му місяці (виплати за рахунок активів, що передбачені законодавством), грн.; ΔL_2 – ліквідна позиція на період двох місяців після звітного, грн.; D_i – сума коштів на депозитних рахунках банків, що підлягають поверненню у i -му місяці, грн.; vD_i – сума відсотків за депозитами, що підлягають виплаті у i -му місяці, грн.; O_i – вартість облігацій, що підлягають оплаті (в т.ч. за офертою) у i -му місяці, грн.; $кO_i$ – купони за облігаціями, що підлягають виплаті у i -му місяці, грн.; ω – ймовірність дефолту облігації; K_c – середньорічний коефіцієнт сплати внесків (за останні 12 місяців); V_{jk} – сума внесків до пенсійного фонду у j -му місяці за k -им контрактом, грн.; ΔL_3 – ліквідна позиція на період наступного кварталу, грн.; ΔL_p – річна ліквідна позиція, грн.; Див – сума нарахованих на користь НПФ дивідендів, що підлягають виплаті в означений період, грн.

Застосування розробленого методичного підходу до контролю за діяльністю НПФ сприятиме формуванню довгострокових ліквідних позицій за рахунок інвестиційного доходу та повернених інвестицій, а не за рахунок майбутніх внесків, що запобігатиме пірамідизації пенсійних фондів.

У другому розділі „Аналіз ефективності управління активами пенсійного фонду” вдосконалено методичні рекомендації до оцінки платоспроможності НПФ, визначено ефективність інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів в Україні, обґрунтовано теоретичні положення управління активами НПФ щодо їх диверсифікації.

У роботі проаналізовано стан ринку недержавного пенсійного забезпечення в Україні та встановлено основні тенденції його розвитку. Незважаючи на значні темпи зростання кількості учасників НПФ, їх питома вага є незначною і становить менше 3% економічно активного населення України. Зростання обсягів активів пенсійних фондів не сприяє розвитку фондового ринку, оскільки через наявні обмеження щодо структури портфеля НПФ та фінансову кризу 2008 року більшість активів цих фондів розміщені на депозитних рахунках банків. Зростання частки депозитів свідчить про відсутність на фондовому ринку якісних активів та про орієнтацію управляючих компаній на короткострокову дохідність. Брак пропозиції нових фінансових інструментів – публічна оферта акцій, приватизація та емісія корпоративних облігацій – при подальшому зростанні активів НПФ та проведенні пенсійної реформи може спричинити формування надлишкового попиту на українському фондовому ринку, що призведе до значного перевищення ринковою вартістю активів над їх справедливою вартістю. Негативними тенденціями є зростання частки державних цінних паперів у портфелях НПФ до 15%, що за змістом відповідає фінансуванню дефіциту державного бюджету, зростання частки дебіторської заборгованості за

розрахунками (несплата пенсійних внесків, неповернення депозитних вкладів та непогашення облігацій) до 18% та зменшення частки акцій до 15% (рис. 2).

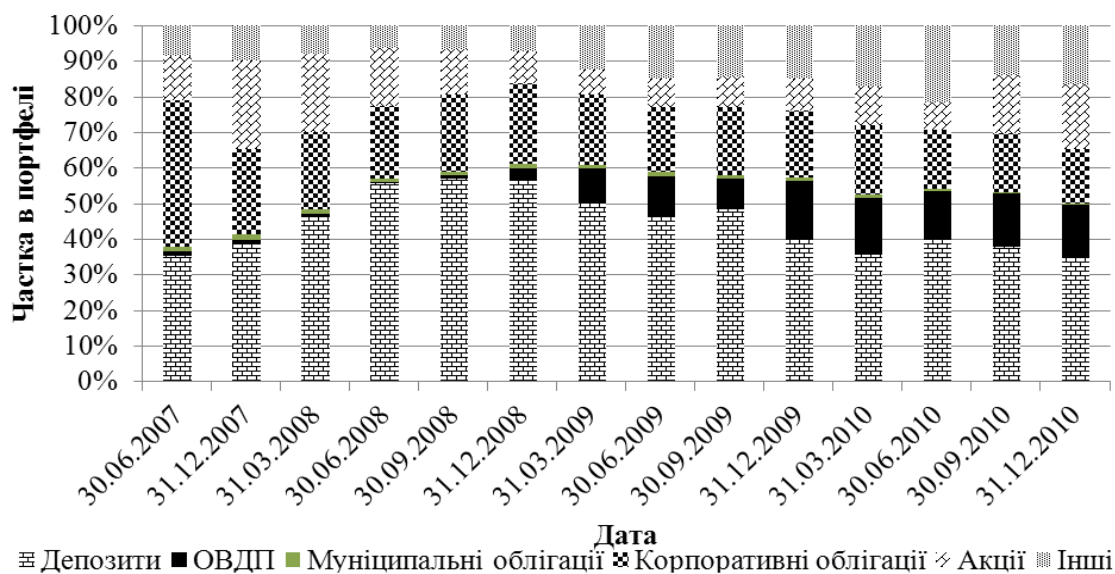


Рис. 2. Динаміка структури активів НПФ в Україні

Відповідно до визначеної в першому розділі ієрархії цілей НПФ проведено поелементний аналіз складових загальної ефективності управління активами. За результатами оцінки рівня платоспроможності 40 пенсійних фондів за існуючим методичним забезпеченням встановлено, що всі об'єкти дослідження є платоспроможними (середній рівень платоспроможності у 2007–2009 роках становив 168,07). Під час аналізу виявлено суперечність, оскільки, враховуючи нормативні обмеження щодо структури активів НПФ, за якими не менше 85% повинні складати фінансові інвестиції та заборонаю на залучення кредитних ресурсів, пенсійний фонд не може бути визнаний неплатоспроможним за діючим методичним забезпеченням. Проаналізувавши методичні рекомендації щодо оцінки платоспроможності, встановлено невідповідність активів, які визначені як джерело покриття, зобов'язанням фонду за термінами погашення. У результаті детального аналізу структури зобов'язань пенсійних фондів визначено за доцільне враховувати лише грошові кошти на поточних рахунках як джерело покриття поточних зобов'язань, що відображено в удосконалених методичних рекомендаціях до оцінки платоспроможності НПФ, які апробовані на даних звітності за 2007–2009 роки 40 недержавних пенсійних фондів в Україні. За результатами застосування методичних рекомендацій встановлено, що реальний рівень платоспроможності в середньому становив 0,7, тобто більшість пенсійних фондів були неплатоспроможними. Отримані результати доводять значимість та результативність застосування розроблених методичних рекомендацій.

Важливим напрямом діяльності НПФ є інвестиційна діяльність. У роботі проаналізовано фінансовий стан недержавних пенсійних фондів та запропоновано розраховувати витратомісткість їх інвестиційної діяльності як складову загального показника ефективності управління активами (2).

$$ROAC = \begin{cases} CC/PP, & \text{при } CC < PP \\ 1, & \text{при } CC > PP \end{cases}, \quad (2)$$

де ROAC – коефіцієнт витратомісткості інвестиційної діяльності; PP – інвестиційний дохід, отриманий НПФ за звітний період, грн.; CC – загальна сума витрат фонду на ведення діяльності за звітний період (оплата послуг обслуговуючих компаній та інші витрати, незаборонені законодавством), грн.

Із використанням запропонованого показника визначено структуру розподілу інвестиційного доходу між учасниками та обслуговуючою підсистемою фонду. Так, за результатами аналізу встановлено, що лише 10% фондів витрачають на управління активами менше 25% інвестиційного доходу, що доводить низьку ефективність інвестиційної діяльності НПФ.

Діяльність компаній з управління активами недержавних пенсійних фондів проаналізовано на основі побудови рейтингів інститутів спільного інвестування (ICI) за результатами розрахунку коефіцієнта У. Шарпа, середнє значення якого є близьким до 0. Це свідчить про те, більшість інституційних інвесторів не отримують додаткового доходу при збільшенні інвестиційного ризику (в тлумаченні класичної портфельної теорії). Зважаючи на значно вищий рівень ефективності інвестиційної діяльності в недиверсифікованих закритих ІСІ, встановлено неефективність застосування активної спекулятивної стратегії управління активами на вітчизняному фондовому ринку. Тому за результатами дослідження зроблено висновок про доцільність використання НПФ довгострокової консервативної стратегії росту при управлінні пенсійними активами.

У дисертації побудовано рейтинги ІСІ за показником коефіцієнта Шарпа та встановлено узгодженість їх рейтингових позицій у довгостроковому періоді, що підтверджується розрахунком коефіцієнту рангової кореляції. Для періоду кварталу він становив 0,968, а для періоду п'яти кварталів – 0,737, що надає можливість прогнозування результатів інвестиційної діяльності НПФ на річний термін та доводить доцільність застосування цього показника для оцінки ефективності інвестиційної діяльності пенсійних фондів.

У дисертації проаналізовано зарубіжний досвід ефективної діяльності пенсійних фондів та регулювання системи пенсійного забезпечення. Проведено аналіз впливу нормативних обмежень портфеля фонду на його дохідність. У результаті встановлено, що ефективність інвестиційної діяльності пенсійних фондів у країнах із нормативними обмеженнями стосовно структури активів у довгостроковому періоді є значно нижчою ($K_{\text{Sharpe}}=0,31$), ніж пенсійних фондів, що регулюються за принципом «розумної людини» (“prudent person”) ($K_{\text{Sharpe}}=0,55$). Встановлено негативний вплив діючої регулятивної політики на результативність пенсійних фондів, що свідчить на користь необхідності запровадження системи пруденційного нагляду за діяльністю недержавних пенсійних фондів, яка б враховувала індивідуальні особливості об'єктів нагляду та зміну зовнішніх факторів.

Проаналізовано посткризові тенденції у сфері управління активами недержавних пенсійних фондів у зарубіжних країнах. Встановлено притаманні їм тенденції: збільшення частки інвестицій в акції росту (Туреччина, Румунія,

Норвегія), що відповідає консервативній довгостроковій інвестиційній стратегії; пом'якшення нормативних обмежень щодо інвестицій в акції та інші високодохідні активи (Росія, Бразилія); відхід від спекулятивних ринків та інвестиції в державні цінні папери (П. Корея, Казахстан); відхід від спекулятивних фінансових ринків та перерозподіл капіталу в реальний сектор економіки (Швеція, США, Нідерланди, Великобританія). Такі дії зарубіжних регуляторів та управляючих компаній спрямовані на зменшення залежності результатів інвестиційної діяльності від кон'юнктури фінансових ринків. З аналогічною метою НПФ Польщі активно інвестують пенсійні активи на первинному ринку акцій та беруть участь у приватизації державних компаній.

За результатами дослідження встановлено залежність коливань дохідності 30 пенсійних фондів в Україні за 2007–2010 роки від рівня диверсифікації їх портфелів шляхом оцінки коефіцієнта варіації для різних груп фондів, виділених на основі кластерного аналізу. Доведено, що при збільшенні рівня диверсифікації портфеля активів НПФ варіація дохідності фонду знижується, а середня дохідність пенсійних фондів з високим рівнем диверсифікації перевищує середню дохідність низькодиверсифікованих НПФ (рис. 3).

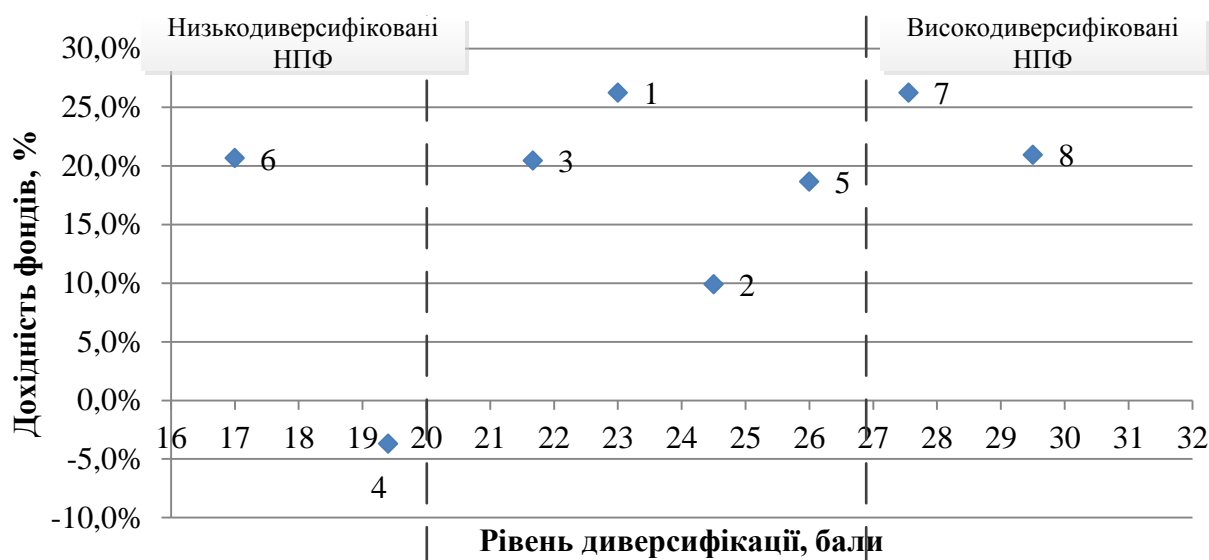


Рис. 3. Характеристики кластерів пенсійних фондів

Водночас кожному рівню диверсифікації відповідають кластери фондів з високими (кластери №1, 6, 7) та низькими (кластери №2, 4, 8) середніми показниками дохідності. Тобто покращення рівня диверсифікації активів знижує лише рівень варіації дохідності при зміні ринкової ситуації, що відповідає теоретичній сутності процесу диверсифікації активів та доводить значущість показника рівня диверсифікації для оцінювання ризику інвестування пенсійних активів як складової загальної ефективності управління активами, що є основою обґрунтування теоретичних положень управління активами НПФ стосовно їх диверсифікації. За результатами дослідження рекомендовано знизити кількість нормативних обмежень та посилити рівень пруденційного нагляду за учасниками ринку недержавного пенсійного забезпечення.

У третьому розділі „Розробка методичного забезпечення оцінки ефективності управління активами НПФ” систематизовано фактори та визначено їх вагомість для розрахунку інтегрального показника оцінки ефективності управління активами НПФ, побудовано шкали та визначено критерії оцінки фінансових показників діяльності НПФ, розроблено методичний підхід до оцінки ефективності управління активами недержавного пенсійного фонду.

У дисертації проведено опитування експертів ринку пенсійного забезпечення – професійних учасників та кваліфікованих споживачів у кількості 50 осіб – для визначення пріоритетних підходів та цілей управління активами НПФ. За результатами опитування, з використанням методу Т. Сааті, визначено 12 ключових показників оцінки ефективності управління активами НПФ, які згруповані в 3 класи основних цілей, що дало змогу визначити склад та пріоритетність систематизованих факторів інтегрального показника ефективності управління (табл. 1).

Таблиця 1

Пріоритетні цілі управління активами НПФ

| Цілі | | | | | |
|---|------------------------|---------------------------------|------------------------|---|------------------------|
| Дохідність та розвиток (24,6%) | | Диверсифікація та ризик (28,3%) | | Ліквідність та платоспроможність (47,1%) | |
| Показник | Внутрішньокласова вага | Показник | Внутрішньокласова вага | Показник | Внутрішньокласова вага |
| Коефіцієнт реального доходу | 0,39 | Рівень диверсифікації | 0,26 | Коефіцієнт миттєвої платоспроможності | 0,24 |
| Витратомісткість інвестиційної діяльності | 0,21 | Коефіцієнт У. Шарпа | 0,36 | Коефіцієнт квартальної ліквідності | 0,26 |
| Відношення пенсійних внесків до виплат | 0,21 | Коефіцієнт варіації | 0,17 | Коефіцієнт річної ліквідності | 0,27 |
| Відношення пенсійних внесків до чистої вартості активів | 0,19 | Коефіцієнт насиченості | 0,22 | Відношення дюрації активів та зобов'язань | 0,23 |

Встановлено нерівнозначність основних цілей діяльності пенсійних фондів, що відображають узагальнені фінансові потреби споживачів цього виду послуг. Найвагомішою метою діяльності з точки зору консенсусної позиції учасників ринку є необхідність забезпечення ліквідності та платоспроможності фондів (47,1% за табл. 1), що відповідає результатам дослідження іноземних учених. Так, у період фінансової кризи основним індикатором успішності пенсійних фондів стали не показники дохідності активів за попередній термін, а їх здатність конвертувати активи у грошові кошти для здійснення пенсійних виплат.

За результатами аналізу наукових праць з теорії шкалювання та нечіткої логіки, з огляду на рекомендації державних органів у сфері регулювання ринків фінансових послуг, зокрема щодо формування пруденційного нагляду, побудовано шкали та критерії оцінки показників основних цілей управління

активами НПФ за табл. 1. Відповідно до пріоритетних цілей управління активами НПФ, інформативним показником їх ефективності є витратомісткість, що визначається за формулою (2). На рис.4 відображено шкалу віднесення об'єкта дослідження до певного класу на прикладі показника витратомісткості.

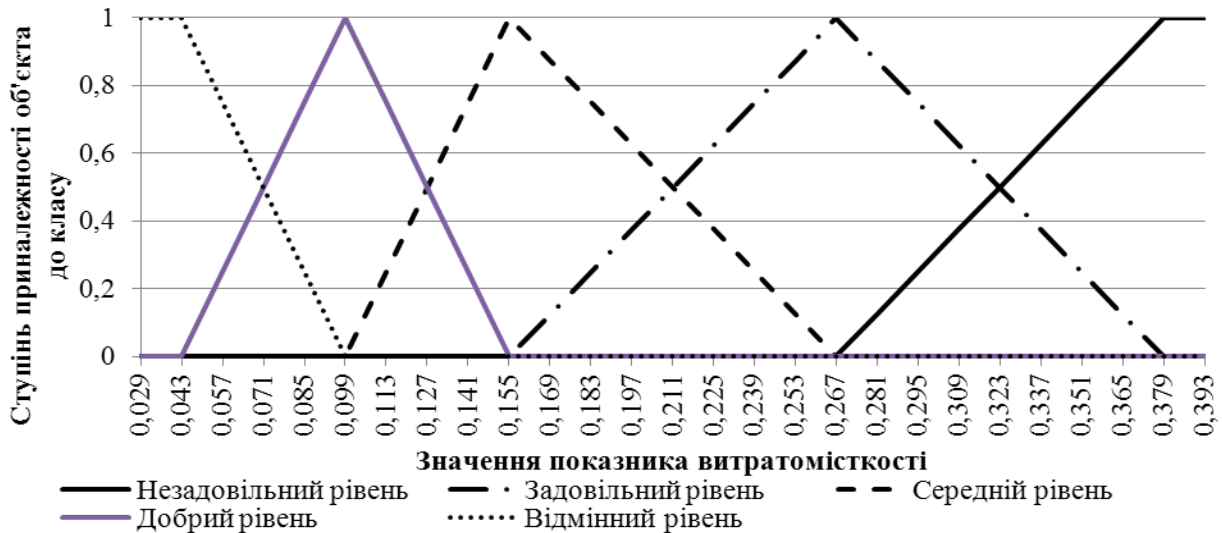


Рис. 4. Шкала критеріїв оцінки показника витратомісткості

З урахуванням внутрішніх особливостей діяльності НПФ належать до певного класу не однозначно, а з певним ступенем приналежності ($p=[0;1]$). Крім того, критерії оцінки можуть змінюватися залежно від факторів зовнішнього середовища, що впливають на середньоринкові показники діяльності пенсійних фондів. Так, критерій достатності інвестиційного доходу змінюється залежно від рівня інфляції в країні та середньоринкової дохідності всіх фондів, що здебільшого залежить від рівня відсоткових ставок та динаміки індексу фондового ринку. Це дало змогу проаналізувати основне джерело формування дохідності: сприятливу ринкову кон'юнктуру чи професійні навички керуючого портфелем; а також оцінити реальний економічний приріст вартості пенсійних заощаджень. Таким чином, з використанням розроблених шкал (за теорією нечітких множин) пенсійні фонди можуть бути оцінені стосовно узагальнених ринкових показників, що зменшить можливості маніпулювання фінансовими показниками з боку недобросовісних НПФ. Водночас використання відносних показників дозволить коректно відображати результати діяльності пенсійних фондів у період криз і спадів на фінансовому ринку.

У дисертації проведено аналіз ефективності управління активами пенсійних фондів за розробленим методичним підходом, що базується на розрахунку інтегрального показника за обґрунтованими факторами, оціненими за допомогою розроблених шкал та критеріїв. Визначено загальний рейтинг пенсійних фондів за показниками фінансової та статистичної звітності на основі інтегрального показника оцінки рівня ефективності управління активами.

Станом на 31.12.2010 року 40 пенсійних фондів, що становлять базу дослідження, управляли 98,01% активів системи недержавного пенсійного забезпечення. Ринок пенсійного забезпечення є досить концентрованим. Зокрема, перших п'ять фондів управляють 2/3 активів системи.

Рейтингуванням встановлено, що загальний результат діяльності всіх пенсійних фондів у 2009–2010 роках є не досить високим. Так середній бал учасників рейтингу за вказаний період залишався майже незмінним на рівні 3,2 бала з 5, що відповідає «середньому рівню» із зрушенням у напрямку «доброго рівня». З іншого боку, це свідчить про відсутність серед досліджуваних фондів як яскраво виражених лідерів, так і аутсайдерів.

Практичним результатом застосування розробленого методичного підходу є виявлення групи лідерів на ринку недержавного пенсійного забезпечення – пенсійних фондів, які постійно є лідерами, що дозволяє потенційним учасникам НПФ використовувати підхід до вибору кращої фінансової установи. Так, максимальна оцінка за результатами 4 кв. 2009 року у відкритого НПФ «Соціальний стандарт» – 4,2 бала, який також є одним із найбільших відкритих пенсійних фондів за розміром активів в Україні та контролює близько 2,25% ринку за вартістю активів. За результатами 4 кв. 2010 року найвищий результат продемонстрували відкриті НПФ «Хрещатик» (4,1 бала) та «Універсальний» (4,0 бала), які перебувають під управлінням однієї компанії з управління активами. Високі рейтингові оцінки цих фондів підтверджуються також тим, що їх управляюча компанія стала одним із лідерів за приростом активів НПФ в управлінні за результатами 4 кв. 2010 року.

Негативними сигналами управління активами НПФ є збільшення кількості фондів з переважанням виплат з фондів над розмірами періодичних пенсійних внесків, що свідчить про ймовірність закриття фондів в майбутньому у зв'язку з виконанням всіх зобов'язань.

Актуальною залишається проблема диверсифікації активів пенсійних фондів, оскільки на ринку практично не застосовуються інструменти для інвестування, які б задовольняли всі нормативні обмеження, встановлені для активів НПФ, зокрема, вимоги до наявності рейтингу емісії цінних паперів.

Проте визначальним фактором, що вплинув на оцінку всіх фондів, є дохідність, яка була оцінена показниками реальної дохідності (порівняно з інфляцією) та коефіцієнтом У. Шарпа (порівняно з безризиковою дохідністю та власним ризиком). Так за результатами 2010 року лише 29 із 40 пенсійних фондів продемонстрували дохідність, вищу за рівень інфляції (реальна дохідність > 0), при тому, що дохідність індексу Української біржі склала 59,5%, а дохідність довгострокових депозитів залишалася вищою за рівень інфляції, тобто більше 16%.

За результатами рейтингування встановлено відсутність значних коливань у рейтингових оцінках НПФ. За п'яять періодів не було переходів пенсійних фондів між несуміжними класами ефективності управління активами.

Визначено коефіцієнт конкордації рангів НПФ у рейтингах у динаміці, який склав 0,72, що свідчить про узгодженість рейтингів, а, відповідно, і про можливість здійснення прогнозування майбутньої позиції пенсійного фонду на ринку пенсійного забезпечення. Узгодженість результатів (рейтингів), отриманих із застосуванням методичного підходу до оцінки ефективності управління активами НПФ у динаміці свідчить про доцільність його подальшого практичного застосування. У дисертації

проаналізовано розподіл пенсійних фондів за рейтингом (табл. 2) та встановлено відповідність розподілу нормальному закону, що свідчить про стабільність ринку недержавного пенсійного забезпечення, а отже, про можливість прогнозування стану ринку.

Таблиця 2

Результати оцінки ефективності управління активами НПФ

| Рівень ефективності управління активами НПФ (ступінь приналежності до класу, $st_i = \alpha > 0,5$) | Рівень ефективності управління активами НПФ (ступінь приналежності до класу, $st_j = 1 - \alpha$) | Кількість НПФ за період | | | | |
|--|--|-------------------------|------------|------------|------------|------------|
| | | 4 кв. 2009 | 1 кв. 2010 | 2 кв. 2010 | 3 кв. 2010 | 4 кв. 2010 |
| Незадовільний рівень | Задовільний рівень | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Задовільний рівень | Незадовільний рівень | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| | Середній рівень | 3 | 6 | 2 | 3 | 1 |
| Середній рівень | Задовільний рівень | 10 | 12 | 12 | 9 | 10 |
| | Добрий рівень | 9 | 7 | 11 | 13 | 12 |
| Добрий рівень | Середній рівень | 12 | 9 | 12 | 12 | 10 |
| | Відмінний рівень | 4 | 4 | 2 | 1 | 4 |
| Відмінний рівень | Добрий рівень | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Некласифіковані НПФ ¹ | | 2 | 1 | 1 | 2 | 2 |

Дослідження довели, що ситуація на ринку пенсійного забезпечення у 2010 році стабілізувалася порівняно із значним падінням у післякризовому 2009 році. Це було пов'язано із зниженням довіри населення до фінансових установ та падінням фондового ринку в Україні, що підтверджено розрахунком коефіцієнту асиметрії розподілу пенсійних фондів за класами. Результати розрахунків (табл. 2) підтверджують відсутність на ринку недержавного пенсійного забезпечення як лідерів, так і аутсайдерів. Це, з одного боку, свідчить про рівномірний розвиток ринку, що є позитивним, проте, з іншого боку, – про відсутність лідера, що негативно впливає на темпи зростання ринку.

Таким чином, запропоновані теоретичні положення і методичні підходи до оцінки ефективності управління активами НПФ можуть бути використані для здійснення державного пруденційного нагляду та підтримки ухвалення рішень з вибору учасником пенсійного фонду.

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі вирішено важливе науково-практичне завдання з подальшого розвитку теоретичних положень, методичних підходів та практичних рекомендацій до оцінки ефективності управління активами недержавного пенсійного фонду. Основні висновки і результати, одержані в процесі дослідження, полягають у такому.

1. У результаті узагальнення теоретичних підходів встановлено, що ефективність управління активами недержавного пенсійного фонду не може розглядатися виключно в межах оцінювання його доходності, а повинна

¹Фонди не класифіковані з причини не розпочатої діяльності або ліквідації в означеному періоді

визначатися за комплексним багатовекторним показником, що враховує рівень досягнення цілей діяльності НПФ. Визначено основні цілі діяльності недержавного пенсійного фонду та, на основі побудованої ієрархії, встановлено їх різновекторність. Це дало змогу обґрунтувати доцільність використання цільового підходу до оцінки ефективності управління активами НПФ. Отриманий перелік цілей та їх ієрархія доповнили процедуру визначення інтегрального показника як інструмента оцінки ефективності управління активами за цільовим підходом.

2. На основі узагальнення методичних підходів до оцінки чистої вартості активів НПФ обґрунтовано рекомендації до визначення справедливої вартості активів пенсійних фондів. Рекомендовано враховувати їх строкові депозити у банках не як грошові кошти, а як короткострокові фінансові інвестиції, що дозволяє коректно визначати можливість погашення поточних зобов'язань за пенсійними виплатами.

3. Ключовим фактором ефективності управління активами НПФ визначено необхідність забезпечення відповідного рівня ліквідності фонду для здійснення своєчасних виплат. З цією метою обґрунтовано і розроблено методичний підхід до оцінки ліквідності НПФ, основою якого є розрахунок показників ліквідних позицій, що враховують динаміку майбутніх грошових потоків, віковий склад учасників та структуру активів фонду. Практичне застосування розробленого методичного підходу дозволить наглядним радам пенсійних фондів контролювати діяльність управляючих компаній.

4. Встановлено недостатній рівень ліквідності строкових депозитів, що не дозволяє розглядати їх як основне джерело погашення зобов'язань за пенсійними виплатами. На основі цього вдосконалено методичні рекомендації до оцінки рівня платоспроможності НПФ, що враховують виключно грошові кошти на поточному рахунку як джерело покриття поточних зобов'язань. У результаті аналізу платоспроможності 40 недержавних пенсійних фондів в Україні за розробленими методичними рекомендаціями визначено низький рівень забезпечення їх поточних зобов'язань активами відповідного рівня ліквідності.

5. Проаналізовано інвестиційну діяльність недержавних пенсійних фондів в Україні та встановлено низький рівень її ефективності. Проте доведено стійке позиціонування НПФ у рейтингах ефективності їх інвестиційної діяльності на основі оцінки рівня кореляції рангів у рейтингах цих фінансових установ.

6. Доведено необхідність врахування диверсифікації активів для забезпечення ефективної діяльності НПФ, що доповнює теоретичні положення з управління їх активами. Використання уточнених теоретичних пропозицій у процесі аналізу взаємозв'язку доходності та рівня диверсифікації активів НПФ дозволило виявити зниження коливання доходності у високодиверсифікованих пенсійних фондах, що відповідає теоретичній сутності диверсифікації.

7. На основі обґрунтування цілей управління активами НПФ визначено та систематизовано фактори ліквідності, доходності та ризику, що використані для кількісної оцінки ефективності управління активами. Побудовано ієрархію факторів та визначено їх значимість на основі методу аналізу ієрархій для розрахунку інтегральної оцінки ефективності управління активами НПФ.

8. Доведено недоцільність та низьку інформативність оцінки фінансових показників НПФ за існуючими статичними нормативами, що дозволило вдосконалити критерії аналізу фінансових показників діяльності НПФ з використанням елементів нечіткої логіки, а саме розробити нечітку шкалу розподілу НПФ за класами якості для кожного фінансового показника. Це дозволить розрахувати відносну ефективність управління активами фінансової установи, що враховує фактори зовнішнього середовища: макроекономічну ситуацію, рівень довіри населення, стан фондового ринку, результати діяльності конкурентів, особливості функціонування певного фонду.

9. Відповідно до світових тенденцій з метою підвищення рівня інформаційної забезпеченості процесу ухвалення рішень дійсними та потенційними учасниками пенсійного фонду та з метою покращення пруденційного державного нагляду у сфері НПЗ уперше розроблено методичний підхід до оцінки ефективності управління активами НПФ шляхом рейтингування пенсійних фондів за інтегральним показником ефективності, який враховує рівень досягнення цілей управління активами НПФ за факторами ліквідності, доходності та ризику.

Використання розроблених у дисертаційній роботі теоретичних положень та практичних рекомендацій дає можливість Державній комісії з регулювання ринків фінансових послуг здійснювати пруденційний нагляд за діяльністю НПФ. Потенційні учасники можуть використовувати отримані результати для обґрунтованого ухвалення рішень з вибору пенсійного фонду. Наглядові ради НПФ та саморегульвні організації зможуть застосовувати розроблені рекомендації для оцінки ефективності діяльності фінансових установ, що здійснюють управління фондом. У цілому використання розробленого теоретичного та методичного забезпечення дозволить підвищити ефективність системи недержавного пенсійного забезпечення та довіру населення до цих фінансових установ, що є запорукою підтримки економічного зростання в Україні.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

У монографіях:

1. Рудак С. М. Оцінка ефективності діяльності компаній з управління активами / С. М. Рудак // Управління розвитком ринків фінансових послуг: [монографія] / [за ред. Внукової Н.М.]. – Харків : АдВА, 2009. – С. 89–95.

2. Рудак С. М. Напрями підвищення довіри населення до діяльності недержавних пенсійних фондів / С. М. Рудак // Формування системи довіри та захисту прав споживачів фінансових послуг: [монографія] / [Внукова Н. М., Медведєва І. Б., Андрійченко Ж. О. та ін.]. – Х.: АдВА, 2010. – С. 122–138.

3. Рудак С. М. Фінансове забезпечення реалізації кластерних ініціатив транскордонного співробітництва / О. В. Слуцька, С. М. Рудак // Організація забезпечення створення фінансових кластерів транскордонного співробітництва: [монографія] / [за заг. ред. Внукової Н.М.]. – Львів : ІРД, 2011. – С. 64–81. – Особистий внесок здобувача полягає у побудові організаційного та фінансового механізму взаємодії недержавного пенсійного фонду у процесі

формування фінансового мегакластера та розроблена методика відбору фінансових установ для реалізації кластерної ініціативи.

У наукових фахових виданнях:

4. Рудак С. М. Визначення вартості цінних паперів портфеля НПФ / С. М. Рудак // *Управління розвитком*. – 2008. – № 11. – С. 40–43.

5. Рудак С. М. Оцінка платоспроможності НПФ / С. М. Рудак // *Культура народів Причорномор'я*. – 2010. – №186. – С.146–149.

6. Рудак С. М. Теоретичні підходи до оцінки ліквідності НПФ / С. М. Рудак // *Регіональна економіка*. – 2010. – №2. – С.79–85.

7. Рудак С. М. Влияние нормативов структуры портфеля на систему негосударственного пенсионного обеспечения / Н. Н. Внукова, С. М. Рудак // *Бизнес–Информ*. – 2011. – №2(1). – С.150–153. – Особистий внесок здобувача полягає в обґрунтуванні показника рівня диверсифікації активів НПФ.

Матеріали конференцій:

8. Внукова Н. М. Формування ефективного портфелю недержавного пенсійного фонду / Н.М.Внукова, С. М. Рудак [Електронний ресурс] // *Збірник тез доповідей Всеукраїнської науково-практичної конференції [„Дні теорії та практики інвестування”]*, (м. Донецьк, 27-28 березня 2008 року). – Донецьк : [б/в]. – Режим доступу: <http://masters.donntu.edu.ua/2008/fem/aiko/library/6.pdf>. – Особистий внесок здобувача полягає в обґрунтуванні підходу до вибору оптимального ефективного композиту цінних паперів.

9. Рудак С. М. Оцінка платоспроможності НПФ / С. М. Рудак // *Збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції [«Управління фінансами в умовах вступу до СОТ»]*, (м. Харків, 15 жовтня 2009 року). – Харків : ХНЕУ, 2009. – С. 134–137.

10. Рудак С. М. Оцінка ліквідності та платоспроможності НПФ / С. М. Рудак // *Матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції «Перспективи соціальних та пенсійних реформ в Україні»* (м. Харків, 2 квітня 2010 року) // *Управління розвитком : зб. наук. статей*. – Харків : ХНЕУ, 2010. – № 3(79). – С.109–110.

11. Рудак С. М. Довіра до системи недержавного пенсійного забезпечення / С. М. Рудак // *Збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції [„Розвиток системи довіри та захисту прав споживачів фінансових послуг”]*, (м. Харків, 30 вересня 2010 р.). – Харків : ХНЕУ, 2010. – С. 66–68.

12. Рудак С. М. Побудова критеріїв оцінки фінансових показників/ С. М. Рудак // *Збірник тез доповідей VIII Всеукраїнської науково-практичної конференції [„Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України”]*, (м. Суми, 28-29 жовтня 2010 р.). –[у 2-х т.]. – Суми : ДВНЗ „УАБС НБУ”, 2010. – Т. 1. – С. 157–159.

13. Рудак С. М. Стратегія управління пенсійними активами / С. М. Рудак, С. О. Коніщев // *Збірник тез доповідей VI Міжнародної науково-практичної конференції [„Міжнародні фінансові та страхові ринки в нових економічних умовах”]* / [за заг. ред. проф. В. Д. Базилевича]. –[у 2-х т.]. – К. : [б/в], 2010. – Вип. VI. – Том 2. – С. 155–158. – Особистий внесок здобувача полягає у обґрунтуванні доцільності та можливості застосування показника

дюрації Маколея для оцінки довгострокової ліквідності НПФ та надано рекомендації щодо прийняття відповідних управлінських рішень.

В інших виданнях:

14. Рудак С. М. Активи недержавних пенсійних фондів: оцінка ефективності управління / С.М.Рудак // Україна Бізнес Ревю. – 2010. – №40–41. – С.5.

АНОТАЦІЯ

Рудак С. М. Оцінка ефективності управління активами недержавного пенсійного фонду. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Харківський національний економічний університет. – Харків, 2011.

У дисертаційній роботі викладено основні результати дослідження теоретичних та практичних аспектів оцінки ефективності управління активами недержавного пенсійного фонду (НПФ). У результаті аналізу теоретичного підґрунтя процесу управління активами та визначення пріоритетних цілей діяльності пенсійного фонду доведено доцільність застосування цільового підходу до оцінки ефективності. Удосконалено методичний підхід до оцінки ліквідності пенсійного фонду. Проаналізовано фінансові показники розвитку ринку недержавного пенсійного забезпечення в цілому та окремих НПФ. Розроблено динамічні шкали та критерії, що дозволяють враховувати зміни зовнішнього середовища при оцінюванні фінансових показників діяльності НПФ. Розроблено методичний підхід до оцінки ефективності управління активами пенсійних фондів, за результатами застосування якого побудовано рейтинги недержавних пенсійних фондів, які запропоновано для використання учасниками та вкладниками при виборі пенсійного фонду та Держфінпослуг України як інструмент здійснення пруденційного нагляду.

Ключові слова: недержавний пенсійний фонд, ефективність управління, активи пенсійного фонду, ліквідність пенсійного фонду, динамічні шкали.

АНОТАЦІЯ

Рудак С. М. Оценка эффективности управления активами негосударственного пенсионного фонда. – Рукопись.

Диссертация на соискание научной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – деньги, финансы и кредит. – Харьковский национальный экономический университет. – Харьков, 2011.

В диссертационной работе изложены основные результаты исследования теоретических и практических аспектов оценки эффективности управления активами негосударственного пенсионного фонда (НПФ). В результате анализа теоретических основ процесса управления активами и определения приоритетных целей деятельности пенсионного фонда доказана целесообразность применения целевого подход к оценке эффективности. Усовершенствован методический подход к оценке ликвидности пенсионного фонда. Проанализированы финансовые показатели развития рынка

негосударственного пенсионного обеспечения в целом и отдельных НПФ в частности. Разработаны динамические шкалы и критерии, позволяющие учитывать изменения внешней среды при оценке финансовых показателей деятельности НПФ. Разработан методический подход к оценке эффективности управления активами пенсионных фондов, по результатам применения которого построен рейтинг НПФ, который может быть использован участниками и вкладчиками при выборе пенсионного фонда, а также Госфинуслуг Украины как инструмент осуществления пруденциального надзора.

Ключевые слова: негосударственный пенсионный фонд, эффективность управления, активы пенсионного фонда, ликвидность пенсионного фонда, динамические шкалы.

ABSTRACT

Rudak S. M. The valuation of private pension fund asset management efficiency. – Manuscript.

Thesis for Candidate of Science Degree (Philosophy Doctor (Ph. D.) in specialization 08.00.08 – money, finance and credit. – The Kharkov national university of economics. – Kharkov, 2011.

The thesis is dedicated to solving the problem of efficiency estimation of private pension funds activity (PF). While researching the theory and methodical approaches to asset management, author came to conclusion of necessity of targeted approach in management efficiency estimation. Hence key goals of PF were defined and their hierarchy was built. As the objectives were tend to be multidirectional the taxonomical index was proved to be most appropriate for quantity estimation of PF asset management complex efficiency.

Theoretical approaches to solvency estimation of PF were analyzed and methodical approach to asset-liability management was improved. Dynamic liquidity positions were proved to be useful in estimation of the possibility of PF to fulfill its cash outflows – pension payments, reward payments for asset management company (AMC) etc.

The efficiency of investment management was estimated using the Sharpe ratio and investment return to reward ratio. AMC have shown quite low investment efficiency during 2007–2010 years. Reward payments were much higher than 30% of investment yield; return on investment in general terms was lower than inflation rate and average Sharpe ratio was near 0.

Using these financial indices AMC ratings were built. The ranking positions were found to be correlated which proved the possibility of prediction of AMC rank for a year period.

The theory of asset management was improved by adding and proving the adequacy of diversification level index, which was proved to be useful in portfolio risk estimation.

The hierarchy analysis method was used to define the priority of financial factors which influence on efficiency of pension fund asset management. Taking into account differences between scales of estimation of financial indices and

considerable influence of external factors on the PF results, dynamic scale and criteria were developed in order to insure correct estimation of relative efficiency of PF asset management, which consider macroeconomic factors, market condition, level of market competition and individual circumstances of fund.

Methodical approach to estimation of complex efficiency of PF asset management was developed basing on selected financial factors, which were estimated using the dynamic scales and their priority. The rating of the PF was built basing on the taxonomical index of complex efficiency and the market development level was analyzed. Using this approach, the most efficient PF were determined, which can be used by participant in decision making process. Developed methodical approach was proved to be useful for State Commission of Regulation of Financial Market Service as the instrument of prudential supervision.

Key words: private (nongovernment) pension fund, efficiency, asset management, liquidity, solvency, fuzzy logic.

Підписано до друку 22.09.11. Формат 60/90/16

Папір офсетний. Друк цифровий

Наклад 120

Віддруковано з готового оригіналу макету

м. Харків пр. Леніна, 12, ЦОП «Точка»,

ФОП Шаблінська М. М. Св. В02 № 238292

www.copyto4ka.pp.ua

e-mail:copycentr@ukr.net

тел. (057) 705-07-65, факс (057) 714-65-95