



BUSINESS PERSPECTIVES



Publisher

LLC "CPC "Business Perspectives"  
Hryhorii Skovoroda lane, 10,  
Sumy, 40022, Ukraine  
[www.businessperspectives.org](http://www.businessperspectives.org)



S. KUZNETS KHNUe



Founder

Simon Kuznets Kharkiv National  
University of Economics, Nauka  
avenue, 9-A, Kharkiv, 61166,  
Ukraine  
<http://www.hneu.edu.ua/>

**Received on:** 22nd of  
January, 2019

**Accepted on:** 15th of  
February, 2019

© Svitlana Achkasova,  
Anastasiia Urum, 2018

Svitlana Achkasova, Ph.D.  
Assistant Professor of the  
Department of Financial Services  
Management, Simon Kuznets  
Kharkiv National University of  
Economics, Ukraine.

Anastasiia Urum, Student, Finance  
Faculty, Simon Kuznets Kharkiv  
National University of Economics,  
Ukraine.



This is an Open Access article,  
distributed under the terms of the  
[Creative Commons Attribution 4.0  
International license](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/), which permits  
unrestricted re-use, distribution,  
and reproduction in any medium,  
provided the original work is  
properly cited.

Svitlana Achkasova (Ukraine), Anastasiia Urum (Ukraine)

# INVESTING ASSETS OF NON-STATE PENSION FUNDS IN BONDS

## Abstract

Non-state pension funds play an important role in the development of the economy. The development of the system of non-state pension provision, which includes non-state pension funds, complies with the main aspects of the Ukraine – 2020 Sustainable Development Strategy. The importance of selecting investment areas for non-state pension funds results in the need to further explore and find ways to improve the investment process. The purpose of the article is to develop theoretical and methodological aspects of investing assets of non-state pension funds in bonds. The study object is the investment activity of non-state pension funds. The following methods are used: vertical and horizontal analysis, SWOT analysis, regression analysis, graphical and tabular methods. It is determined that effective investment of non-state pension funds' assets provides an increase in the value of assets, which in turn enables participants of non-state pension funds to enhance the quality of life. Involving non-state pension funds in the stock market and their interaction with other entities in this market are illustrated by the investment in bonds example. The market of bonds in Ukraine for 2013-2017 has been analyzed and the tendency towards development has been determined. The possibilities and threats of investment of non-state pension funds' assets in bonds are substantiated. The approach to determining the impact of factors on the government bond yields, in particular, bonds of domestic state loans and bonds of enterprises has been further developed. This approach, unlike the existing ones, provides for the use of regression analysis and takes into account changes in the environment according to factors (consumer price index and household income for government bonds, the number of enterprises and the discount rate of the National Bank of Ukraine for bonds of enterprises). That is of practical importance and will make it possible to improve the investment strategy of non-state pension fund assets in bonds.

**Keywords** non-state pension funds, bonds, SWOT-analysis, regression analysis

**JEL Classification** G20, G23, G28, G31, G32

С.А. Ачкасова (Україна), А.Д. Урум (Україна)

# ІНВЕСТУВАННЯ АКТИВІВ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ В ОБЛІГАЦІЇ

## Анотація

Важливу роль у розвитку економіки мають недержавні пенсійні фонди. Розвиток системи недержавного пенсійного забезпечення, частиною якої є недержавні пенсійні фонди, відповідає основним аспектам Стратегії сталого розвитку «Україна-2020». Суттєве значення вибору напрямів інвестування для недержавних пенсійних фондів приводить до необхідності подальшого вивчення та пошуку шляхів удосконалення процесу інвестування. Метою статті є розвиток теоретично-методичних аспектів інвестування активів недержавних пенсійних фондів в облігації. Об'єктом дослідження є інвестиційна діяльність недержавних пенсійних фондів. Використано методи: вертикального та горизонтального аналізу, SWOT-аналізу, регресійного аналізу, графічний та табличний методи. Визначено, що ефективне інвестування активів недержавних пенсійних фондів забезпечує зростання вартості активів, що у свою чергу надає можливість для учасників недержавних пенсійних фондів підвищити рівень якості життя. Залучення недержавних пенсійних фондів у сферу фондового ринку і їхню взаємодію з іншими суб'єктами цього ринку розглянуто на прикладі інвестування в облігації. Проаналізовано ринок облігацій в Україні за 2013-2017 роки та визначено тенденцію до розвитку. Обґрунтовано можливість та загрози інвестування активів недержавних пенсійних фондів в облігації. Набув подальшого розвитку підхід до визначення впливу факторів на дохідність державних облігацій, зокрема облігацій внутрішньої державної позики, та облігацій підприємств, який на від існуючих, передбачає використання регресійний аналізу та враховує зміни зовнішнього середовища за факторами (індекс споживчих цін та доходи населення для

державних облігацій, кількість підприємств та облікова ставка Національного банку України для облігацій підприємств), що має практичну цінність та надасть змогу удосконалити стратегію інвестування активів недержавних пенсійних фондів в облігації.

**Ключові слова** недержавні пенсійні фонди, облігації, SWOT-аналіз, регресійний аналіз

**Класифікація JEL** G20, G23, G28, G31, G32

---

## ВСТУП

Розвиток недержавної складової пенсійного забезпечення відповідає основним аспектам Стратегії сталого розвитку «Україна-2020» [13], а саме векторам безпеки та відповідальності, в частині забезпечення реформування системи соціального захисту та пенсійної реформи. Крім того, розвиток недержавного пенсійного забезпечення (надалі – НПЗ) можливий за умови пошуку ефективних інструментів інвестування.

Актуальним питанням є визначення напрямів інвестування активів недержавних пенсійних фондів (надалі – НПФ) та обґрунтування доцільності інвестування в облігації, оскільки ефективно їхнє інвестування надасть можливість зберігати від знецінювання й збільшувати розміри накопичень на користь учасників НПФ. Саме тому, визначення особливостей інвестування активів НПФ в облігації є актуальним.

## 1. ЛІТЕРАТУРНИЙ ОГЛЯД

Дослідженням питань розвитку інвестиційної діяльності суб'єктів НПЗ, а саме НПФ, займалися багато вчених, до яких можна віднести: Глібова (2017) [1], Панченко (2011) [4], Руденко (2017) [7, 8], Рудейчур (2013) [9], Стецко (2017) [11], Єршов (2015) [18] та ін.

Зокрема Глібова (2017) [1] та Панченко (2011) [4] досліджували питання НПЗ, його стан та перспективи розвитку в Україні. Руденко (2017) [7, 8] виокремлював позитивні та негативні сторони інвестування в облігації, а Рудейчур (2013) [9] присвятив свою працю вивченню питань розвитку видів облігацій. Стецко (2017) [11] вивчав можливості та загрози інвестування в облігації, що свідчить про доцільність використання цього інструменту для інвестування коштів.

Свиридовська (2016) [14] у своїй науковій праці розглядала особливості інвестиційної діяльності НПФ, а Ступак (2016) [12] досліджував стан державних облігацій в Україні.

Окремі аспекти особливості використання SWOT-аналізу досліджував Єршов (2015) [18]. Однак, поза увагою вчених науковців та незважаючи на значний вклад цих науковців у розвиток теоретично-методичного підґрунтя розвитку сфери НПЗ, питання інвестування активів НПФ в облігації на сьогодні залишаються актуальними і потребують подальшого дослідження.

## 2. МЕТА ДОСЛІДЖЕННЯ

Метою статті є розвиток теоретично-методичних аспектів інвестування активів НПФ в облігації.

## 3. МЕТОДИ ДОСЛІДЖЕННЯ

У роботі використано такі методи: для визначення основних понять – аналіз, індукція, дедукція, контент – аналіз; SWOT-аналіз для обґрунтування доцільності процесу інвестування активів НПФ в облігації; для проведення загального аналізу інвестиційної діяльності НПФ та аналізу ринку облігацій в Україні

– методи вертикального та горизонтального аналізу; для виявлення впливу факторів на дохідність облігацій – регресійний аналіз, графічний та табличний методи.

## 4. РЕЗУЛЬТАТИ

Достатній рівень НПЗ фізичних осіб завжди був і залишається однією з найактуальніших питань. У багатьох країнах світу вже запроваджено багаторівневу пенсійну систему, тому що держава за рахунок тільки солідарної пенсійної системи не в змозі забезпечити достатній рівень життя у пенсійному віці [1].

Система НПЗ становить третій рівень пенсійної системи. Її розбудова здійснюється з 2004 року після набрання чинності Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» [15]. Основу такої системи становлять НПФ.

НПФ – це юридична особа, створена відповідно до Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення», яка має статус неприбуткової організації (непідприємницького товариства), функціонує та проводить діяльність виключно з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників пенсійного фонду з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснює пенсійні виплати учасникам зазначеного фонду у визначеному Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення» порядку [15].

Для НПФ властиво формувати портфель, до якого входять об'єкти інвестування з мінімальним ступенем ризику, бо НПФ зобов'язані мінімізувати ризики для накопичення свого капіталу.

Тому, особливого значення набуває вибір інструментів для інвестування, використовуючи які НПФ зможуть забезпечити захист коштів від інфляційних процесів і при накопичувати капітал (Таблиця 1).

**Таблиця 1.** Напрями інвестування активів НПФ в Україні

Джерело: розробка авторів за джерелом [3].

Напрямок інвестування	Значення, млн грн		Приріст	
	31.12.2016	31.12.2017	млн грн	%
Об'єкти нерухомості	86,00	62,60	-23,40	-27,21
Кошти на поточному рахунку	18,50	22,20	3,70	20,00
Грошові кошти, розміщені на вкладних (депозитних) банківських рахунках	884,20	1,083,30	199,10	22,52
Акції українських емітентів	15,70	11,30	-4,40	-28,03
Акції іноземних емітентів	0,50	3,00	2,50	500,00
Цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України	875,80	1,004,90	129,10	14,74
Активи, не заборонені законодавством України	22,30	24,00	1,70	7,62
Дебіторська заборгованість	26,20	41,80	15,60	59,54
Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України	200,80	202,40	1,60	0,80
Банківські метали	8,70	10,10	1,40	16,09
Загальна вартість активів	2,138,70	2,465,60	326,90	15,28

Як видно з Таблиці 1, станом на 31 грудня 2017 року відбувся приріст розміщення коштів на депозитні рахунки – на 22.0%, або 199.10 млн грн, вкладень в цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України збільшилися на 14.7%, або на 129.10 млн грн, також відбувся незначний приріст вкладень в облігації українських емітентів – на 0.8%, або на 1.60 млн грн, при цьому відбулось зменшення обсягу активів, що вкладені в акції українських емітентів на 28.0%, або на 4.4 млн грн.

Крім того, порівняно з аналогічним періодом 2016 року, збільшився обсяг інвестування пенсійних активів в акції іноземних емітентів на 2.5 млн грн і в цілому станом на кінець 2017 року становили 0.1% (3,0 млн грн) від загальної вартості активів.

Станом на 31.12.2017 переважними напрямками інвестування пенсійних активів стали депозити в банках (43.9%), що пояснюється привабливою процентною ставкою, що пропонують банки, на другому місці – цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України (40.8%), тобто державні облігації, облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України (8.2%), акції українських емітентів (0.5%).

Метою інвестування активів НПФ є, насамперед, збереження пенсійних заощаджень, саме тому НПФ інвестує в ті активи, які можуть дати найбільший прибуток. Необхідним є також урахування принципу диверсифікації [5].

Найбільшу питому вагу займають депозитні вкладення – 44%, що пояснюється привабливою ставкою на депозити, частка яких зростає, але потрібно зазначити обмеження за напрямками інвестиційної діяльності НПФ, що має сприяти зниженню ризику інвестиційної діяльності, та максимальний розмір частки депозитних вкладень становить 50% загальної вартості активів [5]. Беручи до уваги норматив для депозитних вкладень в інвестованому портфелі потрібно звернути увагу на можливість інвестування в облігації.

Облігації мають характеристики. Це, передусім, строк обігу та погашення облігацій, форма існування або форма випуску, емітент, спосіб отримання доходу, нарахування процентної ставки, рівень ризику та забезпеченості [16].

Облігації в чомусь схожі одна на одну, проте кожна з них має свої специфічні властивості. Наприклад, більшість корпоративних облігацій можуть надавати емітенту (позичальнику) право дострокового погашення, але його варіанти можуть значно відрізнитися для різних облігацій. Це свідчить про відмінності в контрактних умовах, а також стійкість компаній, що випускають облігації. Це призводить до виникнення відмінностей в ступені ризику облігацій, цінах на них і очікуваній прибутковості. Ось чому, дуже важливою є класифікація саме для потреб обліку і для достовірного відображення облігацій на рахунках бухгалтерського обліку [9].

Характерна особливість інвестування в дисконтні облігації полягає в тому, що дані цінні папери продаються інвесторам за ціною меншою від номінальної, однак погашаються за номінальною ціною. Ця різниця збільшує дохід інвестора і додається до основного доходу (нараховані відсотки), що є вагомим фактором для вибору способів інвестування.

Інвестиції в корпоративні облігації цікаві в першу чергу тим, що прибутковість перевищує ті ж державні, наприклад. Найважливішим питанням є правильний вибір емітента облігацій. Інвестори орієнтуються на такий показник як рейтинг надійності.

В Україні, впродовж останніх декількох років, операції з борговими цінними паперами, а особливо з облігаціями, дохід за якими гарантовано державою, набули значних обсягів у порівняно з іншими цінними паперами. Протягом 2013-2016 рр. фондовий ринок діяв в умовах девальвації та скорочення основних показників реального сектору економіки, що вплинуло на функціонування фондового ринку України. Важливим сегментом фондового ринку є ринок боргових цінних паперів, на якому відбувається обіг боргових зобов'язань (Таблиця 2).

**Таблиця 2.** Структура обсягу біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі

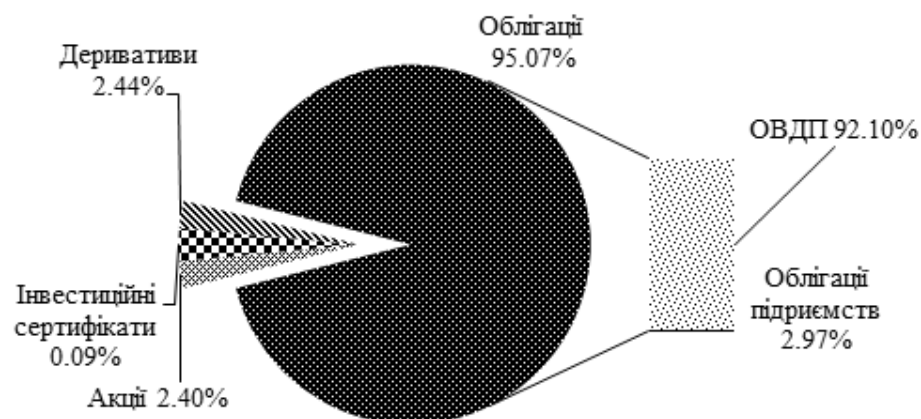
Джерело: розробка авторів за джерелом [10].

Вид цінного паперу	Значення, % до загальної кількості біржових торгів		Темп приросту, %
	31.12.2016	31.12.2017	
Акції	0.92	2.40	160.87
Державні облігації	89.24	92.10	3.20
Облігації підприємств	6.90	2.97	-56.96
Деривативи	0.97	2.44	151.55
Інвестиційні сертифікати	0.17	0.09	-47.06
Інші	1.80	0,00	-100,00

Як видно з Таблиці 2, питома вага торгів акціями на організованому ринку збільшився на 160.87%, питома вага державних облігацій збільшилась на 3.2%, натомість питома вага корпоративних облігацій зменшилась на 56.96%. Місце облігацій на організованому ринку у 2017 році наведено на Рисунку 1.

Як видно з Рисунку 1, питома вага облігацій у структурі біржових торгів у 2017 році була найбільшою – 91%. Структура облігацій представлена переважно облігації внутрішньої державної позики (надалі – ОВДП) – 84.72% та облігаціями підприємств – 2.85%.

Ринок боргових цінних паперів представлений державними, місцевими облігаціями, облігаціями підприємств, облігаціями міжнародних фінансових інститутів, векселями, депозитними сертифікатами та казначейськими зобов'язаннями. Так як, НПФ інвестують свої активи саме в облігації серед боргових цінних паперів, то роздивимось детальніше ринок боргових цінних паперів. Ринок державних облігацій відіграє важливу роль у формуванні бюджетної політики держави, адже державні облігації виступають інструментом запозичень держави, дозволяючи залучати необхідні фінансові ресурси на певні цілі [12]. Кількість випусків державних облігацій України, що перебувають в обігу на фондовому ринку наведено в Таблиці 3.

**Рисунок 1.** Місце облігацій на організованому ринку у 2017 році

Джерело: розробка авторів за джерелом [10].

**Таблиця 3.** Кількість випусків державних облігацій України, що перебувають в обігу на фондовому ринку

Джерело: розробка авторів за джерелом [3].

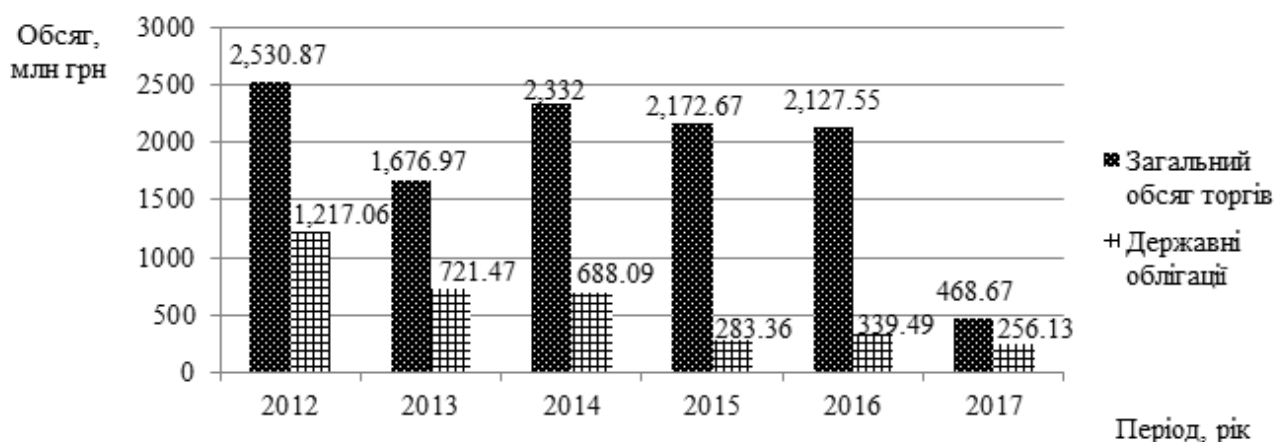
Показник, шт.	Значення за роками					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Кількість випусків цінних паперів, що перебувають в обігу на фондовому ринку	142	184	265	264	304	745
Кількість випусків цінних паперів, які допущено до торгів на фондових біржах	142	184	265	264	274	745
Кількість випусків цінних паперів, які не допущено до торгів на фондових біржах	0	0	0	0	30	0

За даними Таблиці 3, кількість випусків державних облігацій України, що перебувають в обігу на фондовому ринку, наприкінці 2017 року становила 745 шт. За останні шість років кількість випусків державних облігацій України, які допущено до торгів на фондових біржах, зберігає впевнену тенденцію до збільшення. Варто зазначити, що у 2017 році із загальної кількості державних облігацій України, які допущено до торгів на фондових біржах, 99.73% перебували у біржовому реєстрі за першим рівнем лістингу.

Динаміку частки обсягу торгів державними облігаціями України на ринку цінних паперів наведено на Рисунку 2.

Як видно з Рисунку 2, у 2017 році обсяг торгів державними облігаціями України становив 256.13 млрд грн, що менше на 24.55% порівняно з 2016 роком, у той час як загальний обсяг торгів також зменшився з 2,127.55 млн грн до 468.67 млн грн, або на 78%, потрібно відзначити, що темп зменшення обсягу торгів облігаціями значно менший за темп зменшення загального обсягу торгів. Як видно з Рисунку. 3, загальний обсяг торгів у 2017 році зменшився на 78%.

Однією з вагомих причин того, що НПФ інвестує свої активи в державні облігації є стабільно високий дохід (Таблиця 4).

**Рисунок 2.** Частка обсягу торгів державними облігаціями України на ринку цінних паперів

Джерело: розробка авторів за джерелом [3].



**Таблиця 4.** Динаміка дохідності гривневих ОВДП

Джерело: розробка авторів за джерелом [2].

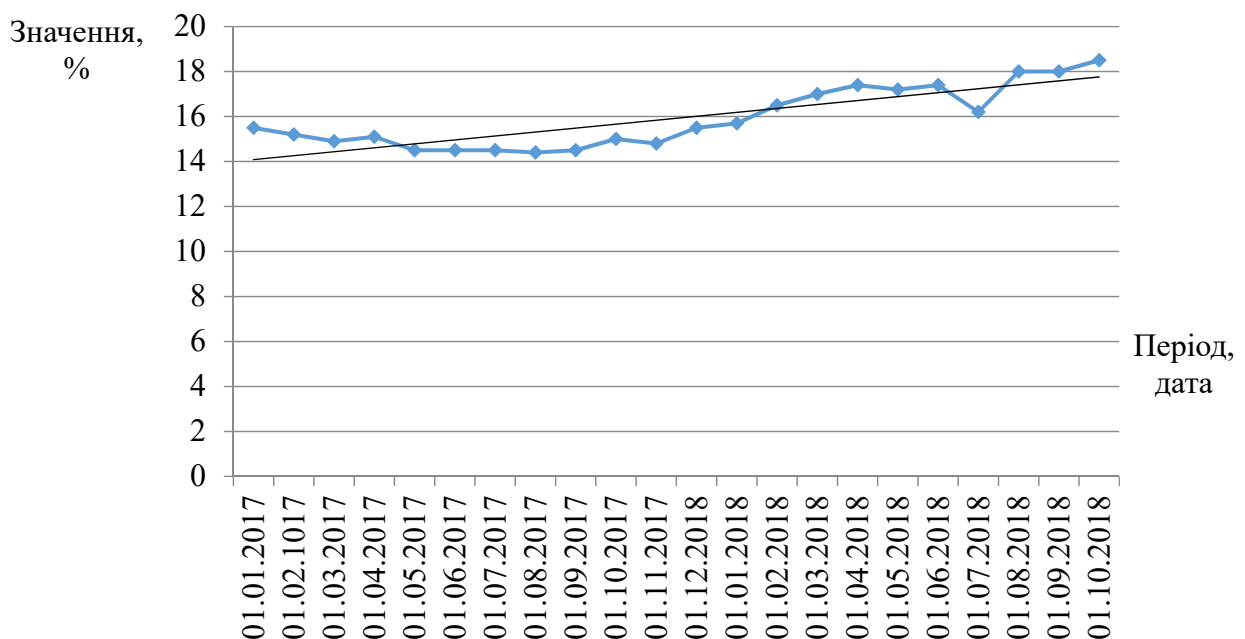
Дата	Дохідність гривневих ОВДП
01.01.2017	15.5
01.02.2017	15.2
01.03.2017	14.9
01.04.2017	15.1
01.05.2017	14.5
01.06.2017	14.5
01.07.2017	14.5
01.08.2017	14.4
01.09.2017	14.5
01.10.2017	15.0
01.11.2017	14.8
01.12.2018	15.5
01.01.2018	15.7
01.02.2018	16.5
01.03.2018	17.0
01.04.2018	17.4
01.05.2018	17.2
01.06.2018	17.4
01.07.2018	16.2
01.08.2018	18.0
01.09.2018	18.0
01.10.2018	18.5

Як видно з Таблиці 4, середня дохідність гривневих ОВДП становила 15.92% за період від 01.01.2017 р. до 01.10.2018 р. Станом на 01.01.2017 р. дохідність дорівнювала 15.5%, а 01.10.2018 р. – 18.5%, тобто спостерігається загальна тенденція росту дохідності за гривневими облігаціями внутрішньої державної позики. Тенденція зміни дохідності добре зображена на Рисунку 3.

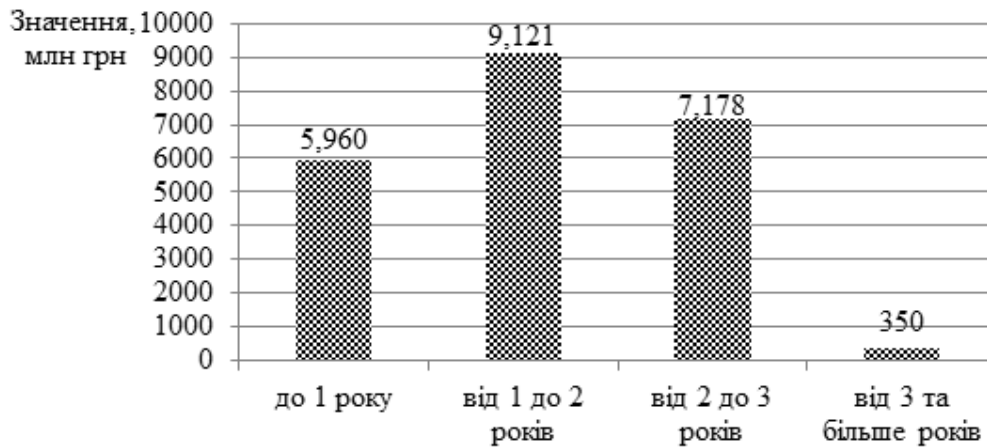
Як видно з Рисунку 3, за період майже 2 роки, дохідність гривневих ОВДП постійно змінювалась та набувала різного значення. Протягом 2017 року середня дохідність за гривневим ОВДП становила близько 15% – 18%. Спостерігається ріст відсотків за гривневими ОВДП у 2018 році, що пояснюється інфляційними процесами в країні. При знеціненні грошової одиниці відсоток може зростати, щоб забезпечити прибутковість інвестування.

За валютними ОВДП дохідність приймає різні значення від мінімального до максимального та різниця між максимальною та мінімальною дохідністю залишається досить великою. Всі розрахунки за валютними ОВДП відбуваються у національній валюті, тому значна зміна курсових різниць впливає на динаміку дохідності. Слід зазначити, що контрактів з валютними ОВДП значно менше ніж з гривневими [3].

З початку 2017 року спостерігається зацікавленість інвесторів до державних облігацій з середньостроковим терміном погашення (Рисунок 4).

**Рисунок 3.** Графік дохідності гривневих ОВДП на організованому ринку

Джерело: розробка авторів за джерелом [2].



**Рисунок 4.** Обсяг торгів за строками погашення ОВДП (млн грн) у 2017 році

Джерело: розробка авторів за джерелом [3].

Найбільша кількість торгів ОВДП (Рисунок 4), це торги облігаціями зі строком від 1 до 2 років. Спостерігається тенденція збільшення торгів облігаціями, строк за якими від 1 до 3 років, що відображає довіру населення до середньострокових вкладів, та є причиною невисокого ризику, як при довгострокових вкладах. Водночас ліквідність ОВДП з терміном погашення 3 та більше років – мінімальна. Мала кількість облігацій більше 3 років пояснюється незацікавленістю у довгостроковому інвестуванні.

Окрім державних облігацій НПФ також інвестують свої кошти в облігації підприємств, які є провідними емітентами у порівнянні з банками та страховими компаніями (Таблиця 5).

У 2017 році спостерігається збільшення емісії корпоративних облігацій на ринку цінних паперів. Протягом року відбулось 114 випусків облігацій підприємств на суму 8.35 млрд грн, порівнюючи з 2016 роком, то випуск облігації збільшився на 2.8 млрд грн, а у відношенні збільшення дорівнювало 51.4%.

**Таблиця 5.** Обсяг зареєстрованих випусків облігації підприємств та фінансових установ

Джерело: розробка авторів за джерелом [6].

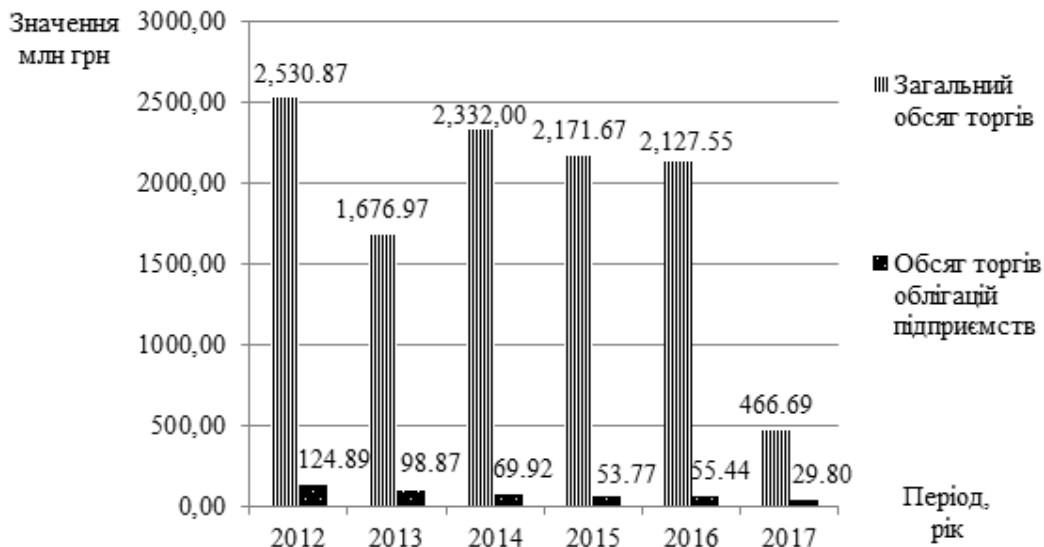
Вид емітента	Значення за роками, млн грн				
	2013	2014	2015	2016	2017
Усього	42,467.78	29,009.22	11,421.17	5,515.40	8,350.29
<b>у тому числі:</b>					
Підприємства	34,427.78	23,984.22	11,421.17	5,515.40	5,650.29
Банки	8,040.00	4,800.00	0,00	0,00	2,700.00
Страхові компанії	0,00	225,00	0,00	0,00	0,00

Не дивлячись на зростання обсягу випуску облігацій у 2017 році, обсяг торгів значно скоротився (Рисунок 5).

За останні три роки (Рисунок 5) спостерігалось зменшення обсягів торгів облігаціями підприємств на ринку цінних паперів. Цей показник у 2017 році становив 29.8 млрд грн. Найбільший обсяг торгів на біржовому ринку облігаціями підприємств зафіксовано у грудні 2017 року – 1.16 млрд грн. Спостерігається збільшення частки обсягу торгів облігаціями підприємств на ринку цінних паперів. Цей показник за підсумками 2017 року становить 6.36% від загального обсягу торгів на ринку цінних паперів [6].

Таким чином, спостерігалось збільшення прибутковості облігацій, що є однією з головних причин інвестування НПФ в ці цінні папери. Але, не дивлячись на збільшення випуску облігацій на ринку, обсяг їхньої торгівлі значно зменшується, що можна пояснити незацікавленістю інвесторів до цих цінних паперів.





**Рисунок 5.** Обсяг торгів облігаціями підприємств на ринку цінних паперів

Джерело: розробка авторів за джерелом [6].

Отже, інвестори, які не бажають ризикувати капіталом і віддають перевагу більш спокійним і надійним методам вкладень, можуть інвестувати в облігації. Інвестиції в облігації є можливістю диверсифікації портфеля НПФ. Тому, НПФ доцільно інвестувати свої активи у боргові цінні папери, а саме облігації, для того, щоб зберегти свої кошти та накопичити їх для можливості майбутніх пенсійних виплат учасникам НПФ.

Інвестування активів НПФ у боргові цінні папери є інструментом диверсифікації. Для аналізу доцільності даного підходу до інвестування проведено SWOT-аналіз. SWOT-аналіз доцільно застосовувати, оскільки цей метод сприяє розкриттю основних переваг та недоліків, загроз і можливостей. Цей простий і результативний алгоритм набув широкого поширення в різних сферах [18].

SWOT-аналіз доцільності процесу інвестування активів НПФ в облігації за сильними та слабкими сторонами наведено в Таблиці 6.

**Таблиця 6.** SWOT-аналіз процесу інвестування активів НПФ в облігації (сильні та слабкі сторони)

Джерело: розробка авторів за джерелом [7, 8].

Вид облігацій	Сильні сторони	Слабкі сторони
Державні	Гарантованість державою (при випуску державних облігацій, держава гарантує їх викуп, через це вважаються цінними паперами з високим ринковим і кредитним рейтингом)	Терміни та умови погашення не співвідносяться з інтересами інвестора. Порівняно невисокий рівень доходу.
Корпоративні	Одноразове розміщення (під час розміщення корпоративних облігацій емітент залучає всі фінансові ресурси одночасно, а не окремими послідовними частинами). Використання біржової інфраструктури (розміщення, обіг та погашення корпоративних облігацій зазвичай передбачають використання інфраструктури біржі, яка дає змогу мінімізувати витрати учасників фондового ринку). Фіксований характер обслуговування (виплата купонів і погашення номінальної вартості корпоративних облігацій є фіксованими та заздалегідь визначеними параметрами, що забезпечує визначення доходів інвесторів, які є власниками корпоративних облігацій).	Строки та умови погашення не співвідносяться з інтересами інвестора. Втрата частини доходу через достроковий викуп корпоративних облігацій. Порівняно невисокий рівень доходу. Ймовірність недоотримання поточного доходу за купонами.

Згідно з Таблицею 6, інвестування в державні та корпоративні облігації мають переваги та недоліки. Наступним кроком виявлено загрози та можливості для інвестування активів НПФ в облігації (Таблиця 7).

**Таблиця 7. SWOT-аналіз процесу інвестування активів НПФ в облігації (загрози та можливості)**

Джерело: розробка авторів за джерелом [11].

Загрози	Можливості
<p>Ризик дефолту емітента (при інвестування у корпоративні облігації). Ризик збільшення рівня інфляції (якщо рівень інфляції буде більшим за дохід за облігаціями то в результаті даного інвестування отримується збиток. Недостатня розбудова інфраструктури фондового ринку, яка потребує організації обміну інформацією між організаційно оформленими ринками, оскільки такої організації на даний час немає. Розвиток ефективності інвестування в облігації залежить від загального макроекономічного стану в країні.</p>	<p>Можливість отримати заздалегідь відомий дохід.</p> <p>На ринку спостерігається тенденція збільшення доходу за облігаціями, що допоможе інвесторам отримати більше доходу (НПФ зберегти та накопичити свої активи).</p> <p>Можливість придбання облігації менше номінальної вартості, що збільшить загальний дохід. Можливість продати ОВДП у будь-який час (у той час як строковий депозит не може бути вуличний раніше строку).</p>

Як видно з Таблицею 7, найбільший ризик інвестування в корпоративні облігації це ризик дефолту емітента, також ризики пов'язані зі збільшенням рівні інфляції. Натомість існують певні можливості. Результати зіставлення сильних та слабких сторін, загроз та можливостей застосовано при побудові матриці SWOT (Таблиця 8).

**Таблиця 8. SWOT-аналіз процесу інвестування активів НПФ в облігації**

Джерело: розробка авторів на основі Таблиці 2 та Таблиці 3.

	Сильні сторони	Слабкі сторони
Можливості	<p>НПФ використовуючи облігації, як об'єкт інвестування своїх активів, може зберегти та збільшити активи, адже облігації займають сильні позиції на ринку цінних паперів. Тенденція збільшення відсотку купонного доходу та заздалегідь відомий розмір отриманого доходу робить облігації пріоритетним напрямком інвестування.</p>	<p>Задля втрати частини купонного доходу при достроковому викупу облігації потрібно заздалегідь аналізувати строк викупу облігацій (який заздалегідь відомий) та термін, на який НПФ може вилучити активи зі свого використання.</p>
Загрози	<p>Загрозою є дефолт емітента, але однією з сильних сторін є використання біржової інфраструктури, емітенти, облігації яких випускаються на фондовому ринку, мають високу стійкість, адже підприємства проходять перевірку для допуску до торгів цінними паперами на фондовому ринку.</p>	<p>НПФ для мінімізація загроз може диференціювати портфель. Обираючи об'єктом інвестування корпоративні облігації підприємство може інвестувати в облігації різних підприємств, щоб уникнути дефолт.</p>

Як видно з Таблицею 8, інвестування в облігації має певні загрози, але ринок боргових цінних паперів має тенденції розвитку, інвестування в державні облігації є менш ризиковим, ніж інвестування в корпоративні облігації, а тому є більш привабливим для НПФ.

НПФ інвестують свої активи у облігації насамперед через те, що ці цінні папери можуть бути прибутковими та слугувати інструментом для диверсифікації активів НПФ. Адже, НПФ прагнуть зберегти та накопичити свої активи, щоб мати можливість виконати свої зобов'язання перед учасниками НПФ в майбутньому. Для дослідження впливу на дохідність державних облігацій, а саме ОВДП, обрано фактори, що представлені в Таблиці 9.

**Таблиця 9.** Фактори впливу на дохідність державних облігацій (ОВДП) в Україні

Джерело: розробка авторів за джерелом [10].

Рік	Індекс споживчих цін (X1)	ВВП, млн грн (X2)	Доходи населення, млн грн (X3)	Облікова ставка НБУ,% (X4)	Дохідність ОВДП у грн, % (Y)
2006	111.6	565,018,0	556,512	8.8	9.8
2007	116.6	751,106,0	623,289	8.2	9.1
2008	122.3	990,819,0	845,641	11.4	11.9
2009	112.3	947,042,0	894,286	11.1	12.2
2010	109.1	1,120,585,0	1,101,175	9.0	10.4
2011	104.6	1,349,178,0	1,266,753	7.8	9.2
2012	99.8	1,459,096,0	1,457,864	7.6	13.6
2013	100.5	1,522,657,0	1,548,733	7.0	13.0
2014	124.9	1,586,915,0	1,516,768	10.3	15.2
2015	143.3	1,988,544,0	1,735,858	25.3	17.0
2016	112.4	2,385,367,0	1,989,771	17.7	15.2
2017	113.7	3,145,920,0	2,045,354	13.2	15.0

Згідно з Таблицею 9, на рівень дохідності впливають такі фактори: індекс споживчих цін, валовий внутрішній продукт (надалі – ВВП), доходи населення, облікова ставка Національного банку України (надалі – НБУ).

Тому, із використанням регресійного аналізу, досліджено фактори, що найбільше впливають на дохідність державних облігацій (ОВДП). Значення коефіцієнта Фішера більше табличного значення, тому ця модель є адекватною. Отже, отримане рівняння моделі має вигляд:  $Y = -3,005 + 0,098X_3 + 0,391X_1$ .

На дохідність облігацій підприємств впливають не тільки вищезгадані фактори, а також інші (Таблиця 10).

**Таблиця 10.** Фактори впливу на дохідність облігації підприємств в Україні

Джерело: розробка авторів за джерелом [10].

Рік	Індекс споживчих цін (X1)	Кількість підприємств, од. (X2)	Доходи населення, млн грн (X3)	Фінансовий результат підприємств, млн грн (X4)	Облікова ставка НБУ, % (X5)	Дохідність облігацій підприємств у грн, % (Y)
2006	111.60	109,142,00	556,512,00	-15,481.10	8.8	10.1
2007	116.60	109,565,00	623,289,00	-32,542.22	8.2	9.8
2008	122.30	109,453,00	845,641,00	-41,025.10	11.4	12.2
2009	112.30	110,991,00	894,286,00	-37,131.10	11.1	12.5
2010	109.10	110,154,00	1,101,175,00	13,906.10	9.0	10.9
2011	104.60	111,638,00	1,266,753,00	67,797.90	7.75	9.9
2012	99.80	843,075,00	1,457,864,00	35,067.30	7.55	13.8
2013	100.50	890,658,00	1,548,733,00	-22,839.70	7.01	13.3
2014	124.90	988,694,00	1,516,768,00	-590,066.90	10.3	15.9
2015	143.30	989,064,00	1,735,858,00	-373,516.00	25.3	17.2
2016	112.40	910,413,00	1,989,771,00	29,705.00	17.7	15.6
2017	113.70	901,401,00	2,045,354,00	168,752.80	13.2	15.4

Згідно з Таблицею 10, на дохідність облігацій підприємств впливають такі фактори: індекс споживчих цін, кількість підприємств, доходи населення, фінансовий результат підприємства, облікова ставка НБУ.

Значення коефіцієнта Фішера більше табличного значення, тобто модель є статистично значимою. Рівняння моделі має вигляд:  $Y = 8,691 + 0,086X_2 + 0,183X_3$ . Тобто, на дохідність облігацій підприємств

найбільшим чином впливає кількість підприємств та облікова ставка НБУ. Також, зміна дохідності облігацій підприємств пояснюється також зміною інших факторів, оскільки вільний коефіцієнт становив 8.69.

На дохідність державних облігацій найбільше впливають такі фактори: доходи населення та індекс споживчих цін. Зміна даних значень залежить прямо пропорційно від зміни дохідності державних облігацій. При збільшенні доходів населення у населення стає більше можливостей інвестувати свої кошти, що може призвести до зменшення дохідності. При збільшенні індексу цін збільшується дохідність, адже дохідність повинна перевищувати зростання цін.

Прогнозне значення дохідності облігацій у 2018 році становило 15.84%, тобто спостерігалось зростання дохідності. Можливі інтервали зміни даного показника знаходились в діапазоні від 14.15% до 17.55%.

Результати останньої моделі надає можливість зробити висновок, що при збільшенні підприємств зростає їхня конкурентоспроможність та зростає дохідність, яку можуть запропонувати. Зміна кількості підприємств та облікової ставки НБУ прямо пропорційно впливає на зміну дохідності облігацій підприємств.

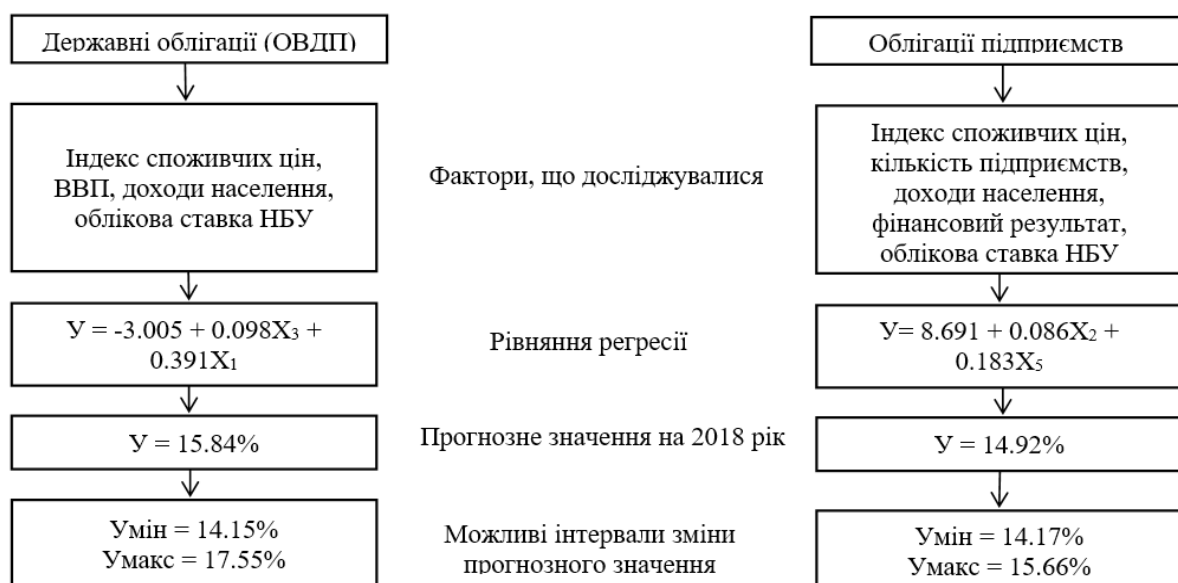
Прогнозне значення дохідності облігацій підприємств у 2018 році становило 14.92%.

Можливі інтервали зміни дохідності облігацій підприємств у 2018 році знаходяться в діапазоні від 14.17% до 15.66%.

Результати визначення впливу факторів на дохідність облігацій підприємств та державних облігацій наведено на Рисунку 6.

Згідно з Рисунком 6, прогнозне значення дохідності державних облігацій становило 15.84%, а облігацій підприємств – 14.92%.

Таким чином, ґрунтуючись на результатах аналізу зроблено висновок, що для НПФ доцільно інвестувати активи в державні облігації, що пропонують стабільний дохід. Визначено, що перспективним напрямком інвестування для НПФ можуть стати державні облігації, адже ці цінні папери є найменш ризиковими



**Рисунок 6.** Визначення впливу факторів на дохідність облігацій

Джерело: розробка авторів.

для інвесторів з приводу втрати коштів, а також пропонують стабільний дохід, який за прогнозами буде зростати. Отже, для диверсифікації та забезпечення приросту активів НПФ альтернативним напрямком інвестування є державні облігації, зокрема ОВДП адже використання цих цінних паперів робить процес інвестування менш ризикованим.

## ВИСНОВКИ

Узагальнюючи вищевикладене зроблено висновок, що особливого значення набуває завдання із вибору напрямів інвестування активів НПФ. Аналіз структури інвестованих активів НПФ дає підстави для висновку, що найбільшу питому вагу займають депозитні вклади, але згідно з нормативами збільшення даного напрямку інвестування порушить принцип диверсифікації активів. Альтернативним напрямом є інвестування в облігації (державні або облігації підприємств), для диверсифікації ризиків та збільшення вартості активів.

Аналіз ринку облігацій в Україні за 2013-2017 роки дав підстави для висновку, що спостерігалось збільшення кількості випусків державних облігацій у 2017 році, натомість загальний обсяг торгів зменшився. Протягом 2017 року середня доходність за гривневим ОВДП становила близько 15% - 18%. Спостерігався ріст процентів за гривневими ОВДП у 2018 році, що пояснюється інфляційними процесами. Найбільша кількість торгів ОВДП, це торги облігаціями зі строком від 1 до 2 років. Спостерігається тенденція збільшення торгів облігаціями, строк за якими від 1 до 3 років, що відображає довіру населення до середньострокових вкладів, та є причиною невисокого ризику, як при довгострокових вкладах. Водночас ліквідність ОВДП з терміном погашення 3 та більше років – мінімальна. У 2017 році спостерігається збільшення емісії корпоративних облігацій на ринку цінних паперів.

Визначено, що для можливості забезпечення пенсійних виплат у майбутньому, НПФ повинні ефективно формувати інвестиційний портфель. Інвестори, які не бажають ризикувати і віддають перевагу більш сталим та консервативним напрямам інвестування, мають можливість інвестувати в облігації з метою отримання прибутку чи збереження реальної вартості активів. Ефективне інвестування робить інвестиційний портфель диверсифікованим, що надає можливість НПФ диверсифікувати ризики та збільшити вартість активів для здійснення пенсійних виплат учасникам НПФ у майбутньому.

Визначено, що на доходність облігацій в Україні впливає ряд факторів. На доходність державних облігацій впливає: індекс споживчих цін та доходи населення, на доходність облігацій підприємств – кількість підприємств та облікова ставка НБУ. Прогнозування доходності передбачає збільшення доходності державних облігацій та незначне зменшення доходності облігацій підприємств. Отже, набув подальшого розвитку підхід до визначення впливу факторів на доходність державних облігацій, зокрема ОВДП, та облігацій підприємств, який на від існуючих, передбачає використання регресійний аналізу та враховує зміни зовнішнього середовища за факторами (індекс споживчих цін та доходи населення для державних облігацій, зокрема ОВДП; кількість підприємств та облікова ставка НБУ для облігацій підприємств).

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що визначення впливу факторів на доходність облігацій надасть змогу удосконалити стратегію при інвестуванні активів НПФ. Матеріали дослідження можуть бути використані для обґрунтування оптимальної структури активів інвестиційного портфеля НПФ, що є предметом подальших досліджень.

## СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Ershov, V. E. (2015). Особенности использования SWOT-анализа при применении social media marketing в системе продвижения бренда [Osoblyvosti vykorystannya SWOT-analiziv pry vykorystanni marketynhu sotsialnykh media v systemi prodvyzheniya brenda]. *Naukovedenye*, 3, 22-32. Retrieved from <https://naukovedenie.ru/PDF/189EVN315.pdf>
2. Khlybova, T. O., & Chernenok, K. P. (2017). Розвиток недержавних пенсійних фондів в Україні [Pozvytok nederzhavnykh pensiinykh fondiv v Ukraini]. *Molodyi vchenyi*, 7(47), 486-490. Retrieved from <http://molodyvcheny.in.ua/files/journal/2017/7/107.pdf>

3. National Bank of Ukraine (n.d.). Retrieved from <https://bank.gov.ua>
4. National Commission for State Regulation of Financial Services Markets of Ukraine (n.d.). Retrieved from <https://nfp.gov.ua>
5. Panchenko, I. V. (2011). Недержавне пенсійне забезпечення в Україні: стан і перспективи розвитку [Nederzhavne pensiiine zabezpechennia v Ukraini: stan i perspektyvy rozvytku]. *Upravlinnia rozvytkom*, 5(102), 43-44.
6. Rating agency Rurik (n.d.). Retrieved from <http://rurik.com.ua/>
7. Rudeichuk, S. V. (2009). Класифікація облігацій: обліково-економічний аспект [Klasyfikatsiia oblihatyii: oblikovo-ekonomichnyi aspekt]. *Problemy teorii ta metodolohii bukhholderskoho obliku, kontroliu i analizu*, 1(13), 125-131. Retrieved from <http://pbo.ztu.edu.ua/article/view/62118/58820>
8. Rudenko, V. V. (2017). Визначальні характеристики корпоративних облігацій як об'єкта інвестування [Vyznachalni kharakterystyky korporatyvnykh oblihatyii yak obyektu investuvannya]. *Ekonomika i suspilstvo*, 9, 1036-1041. Retrieved from <http://economyandsociety.in.ua/journal-9/16-stati-9/983-rudenko-v-v>
9. Rudenko, V. V. (2017). Перспективи використання корпоративних облігацій як джерела залучення фінансових ресурсів в Україні [Perspektyvy vykorystannia korporatyvnykh oblihatyii yak dzherela zaluchennia finansovykh resursiv v Ukraini]. *Hroshi, finansy i kredyt*, 2(07), 262-268. Retrieved from [http://easterneurope-ebm.in.ua/journal/7\\_2017/52.pdf](http://easterneurope-ebm.in.ua/journal/7_2017/52.pdf)
10. State Statistics Service of Ukraine (n.d.). Retrieved from <http://www.ukrstat.gov.ua>
11. Stetsko, M. V. (2017). Інструментарій корпоративних облігацій у фінансуванні підприємств [Instrumentarii korporatyvnykh oblihatyii u finansuvanni pidpriemstv]. *Ekonomichnuu analiz*, 2(27), 57-67. Retrieved from <http://econa.tneu.edu.ua/index.php/econa/article/view/782/pdf>
12. Stupak, T. (2016). Стан розвитку ринку державних облігацій в Україні [Stan rozvytku rynku derzhavnykh oblihatyii v Ukraini]. *Stratehichni oriientyry*. Retrieved from <http://libfor.com/index.php?newsid=2842>
13. Svyrydovska, A. O. (2016). Інвестиційна діяльність недержавних пенсійних фондів [Investytsiina diialnist nederzhavnykh pensiiynykh fondiv]. *Naukovi pratsi NDFI*, 4, 148-157. Retrieved from [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npndfi\\_2016\\_4\\_14](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npndfi_2016_4_14)
14. The Verkhovna Rada of Ukraine (2012). Про затвердження Положення про вимоги до осіб, що здійснюють професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами), щодо складу та структури активів недержавних пенсійних фондів, якими вони управляють [Pro zatverdzhennia Polozhennia pro vymohy do osib, shcho zdiisniuiut profesiinu diialnist z upravlinnia aktyvamy instytutsiinykh investoriv (diialnist z upravlinnia aktyvamy), shchodo skladu ta struktury aktyviv nederzhavnykh pensiiynykh fondiv, yakymu vony upravliaiut]. Retrieved from <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0787-12>
15. The Verkhovna Rada of Ukraine (2015). Про Стратегію сталого розвитку «Україна – 2020» [Pro Stratehiiu staloho rozvytku "Ukraina – 2020"]. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5/2015>
16. The Verkhovna Rada of Ukraine (2018). Про недержавне пенсійне забезпечення [Pro nederzhavne pensiiine zabezpechennia]. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1057-15>
17. The Verkhovna Rada of Ukraine (2019). Про цінні папери та фондовий ринок [Pro tsinni papery ta fondovyi ryнок]. Retrieved from <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>
18. Tumanova, O. A. (2010). Інвестиційна діяльність недержавних пенсійних фондів [Investytsiyna diialnist nederzhavnykh pensiiynykh fondiv]. *Investytsii: praktyka ta dosvid*, 24, 4-6. Retrieved from <http://www.investplan.com.ua/?op=1&z=935&i=0>