

УДК 336.714

А. Б. Камінський,
д. е. н., доцент кафедри економічної кібернетики,
Київський національний університет імені Тараса Шевченка
Я. В. Ломовацька,
аспірант кафедри економічної кібернетики,
Київський національний університет імені Тараса Шевченка

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ РОЗРОБКИ ІНВЕСТИЦІЙНИХ СТРАТЕГІЙ ІНСТИТУТІВ КОЛЕКТИВНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

У статті досліджено зміст інвестиційної стратегії, підходи до її вивчення, складові елементи, засади для розбудови. Розглянуто особливості та роль інвестиційної стратегії у діяльності інститутів колективного інвестування. Досліджено інформаційну прозорість стратегій українських ІСІ та НПФ.

The article contains investigation of investment strategies, in particular, approaches to its study, separate elements, framework for building. The features and role in the investment strategy of collective investment institutions are considered. Authors researched the information transparency of Ukrainian CII and NGPF strategies.

Ключові слова: інвестиційна стратегія, інститути спільного інвестування (ІСІ), недержавні пенсійні фонди (НПФ), взаємовідносини з інвесторами, інформаційна прозорість.

Key words: investment strategy, mutual investments institutions (MII), non-government pension funds, investment relations, information transparency.

ВСТУП

Однією з важливих проблем української економіки у післякризовий період є проблема забезпечення стабільного економічного зростання. Добре відомо, що одним з ключових факторів економічного зростання виступають інвестиції, які мають забезпечувати процеси структурного і якісного оновлення матеріального виробництва та ринкової інфраструктури. Важливим джерелом інвестицій виступають вільні кошти населення.

Світовий досвід вказує на високу інвестиційну значимість заощаджень населення та необхідність розвитку колективного (спільного) інвестування. В розвинених країнах інститути колективного інвестування функціонують з середини 1920-х років¹ та на сьогодні досягли колосального розвитку. Так, у 2010 році сумарний світовий обсяг активів фондів спільного інвестування склав близько 23 трлн дол. США, з яких половина активів приходить на американські фонди. Більше 90% економічно активного населення США інвестують заощадження в інститути колективного інвестування [6].

В Україні колективне інвестування динамічно розвивається з початку 2000-х років, коли були закладені правові засади функціонування інвестиційних та недержавних пенсійних фондів. Так, у 2001 році був прийнятий Закон України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)", а у 2003 році — Закон України "Про недержавне пенсійне забезпечення". Темпи розвитку обох сегментів (як сегмента інститутів спільного інвестування (ІСІ), так і сегмента недержавних пенсійних фондів (НПФ)) були досить високими у 2005—

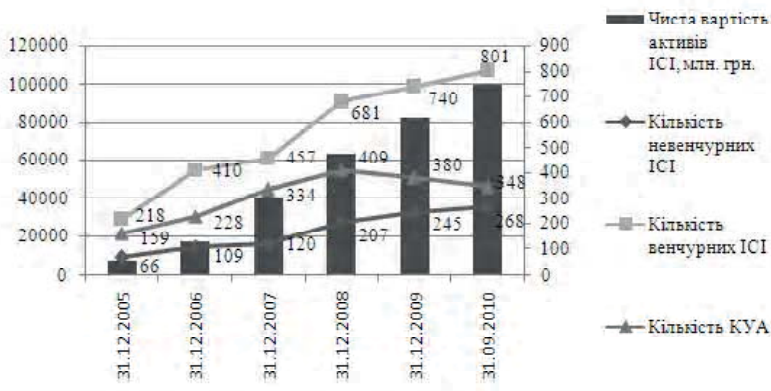


Рис. 1. Динаміка кількості венчурних та невенчурних ІСІ, КУА та вартості активів ІСІ у 2005—2010 рр.

¹ Перший американський відкритий фонд спільного інвестування "Massachusetts Investors Trust" був створений у березні 1924 року.

2010 роках, що ілюструє динаміка, подана на рис. 1 та рис. 2.

Процес колективного інвестування є достатньо складним та багатоаспектним. Першим важливим аспектом цього процесу є акумуляція коштів дрібних інвесторів у єдиний пул та передача його в управління професійному інвестиційному керуючому. Подібне делегування коштів в управління породжує проблематику відносин "принципал — агент" з притаманними цим відносинам ризикам: ризиком несприятливого вибору та моральним ризиком. В даному випадку проблематика розширюється за рахунок того, що в якості принципалів виступають різні категорії дрібних інвесторів, цілі яких можуть не узгоджуватися між собою. Інвестиційна стратегія має бути сформована так, щоб дрібні інвестори могли чітко усвідомити, чи відповідає стратегія їх цілям чи ні. Другим аспектом є інвестиційний ризик, який при колективному інвестуванні приймають на себе принципи, а інвестиційна діяльність здійснюється професійним керуючим. Правильне та адекватне розуміння інвестиційних ризиків є важливою умовою в колективному інвестуванні, як і реалізація співвідношення "дохідність — ризик" професійним керівником. Третій аспект пов'язаний з формуванням структури інвестиційного портфеля. На ринку представлені різні класи інвестиційних інструментів (акції, облігації, банківські метали, нерухомість тощо). Динаміка співвідношення "дохідність — ризик" для цих класів різна та залежить від багатьох факторів — як ринкових, так і пов'язаних з управлінськими діями. Наявність добре розробленої інвестиційної стратегії дозволяє адекватно реагувати на зміни ринкових факторів та приймати обґрунтовані тактичні рішення з управління інвестиційним портфелем.

Все вищезначене вказує на виняткову важливість розробки та формування комплексної інвестиційної стратегії для схем колективного інвестування. Наявність інвестиційної стратегії надає цілісності та системності процесу колективного інвестування, дозволяє досягнути узгодження інтересів її учасників, досягнути визначеного співвідношення між ризиком та доходом, приймати обґрунтовані тактичні рішення.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Роль та значимість інвестиційної стратегії у діяльності інститутів колективного інвестування зумовили актуальність дослідження змісту стратегії, її складових, розглянутих у взаємозв'язку, а також питань прозорості стратегії. Подібне дослідження дозволить покращити розробку та формування інвестиційних стратегій фінансових інститутів, що реалізують схеми колективного інвестування. В даній статті автори сфокусували увагу на інвестиційних стратегіях для інститутів спільного інвестування (ІСІ) та недержавних пенсійних фондів (НПФ).

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Теоретичні та практичні питання інвестування на ринку цінних паперів досліджувалися у роботах Нобелівських лауреатів Г. Марковіца, У. Шарпа та Дж. Тобі-

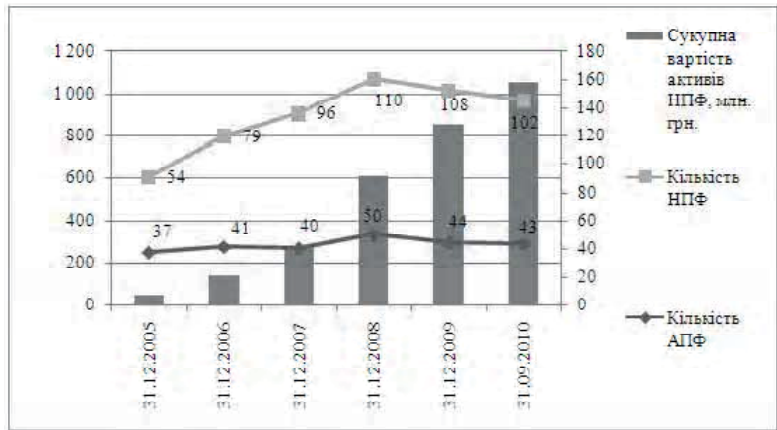


Рис. 2. Динаміка кількості НПФ, АПФ та вартості активів НПФ у 2005—2010 рр.

на, а також Р. Брейлі, Ю. Бріггема, Дж. Майерса, С. Росса та багатьох інших. Результати останніх досліджень, з врахуванням досягнень біхевіористської школи фінансів, широко представлені у книзі П. Станьєра [5]. Слід також відмітити дослідження О.М. Буреніна, Ю.Ф. Касімова, Я.М. Міркіна, які враховують специфіку функціонування російського ринку цінних паперів. Серед українських дослідників варто відмітити роботи А.А. Пересади, Б.В. Губського, О.В. Мертенса, Д.А. Леонова тощо.

Дослідження, присвячені аналізу особливостей стратегій інвестиційної діяльності вітчизняних фінансових інститутів, представлені в роботах А. В. Василенко, В.В. Тринчука [2], Т.В. Яворської [7] для страхових компаній, М.М. Бабірада [1], О.В. Ярошенко [8], Д.А. Леонова [3] для недержавних пенсійних фондів, В.В. Спиридонова, Д.Ю. Зінченка [4] для інститутів спільного інвестування. Проте зазначені публікації переважно зорієнтовані на дослідження напрямів інвестування фінансових інститутів відповідного типу. У той же час питання цілісного аналізу інвестиційних стратегій не є розкритими повною мірою.

РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Аналіз проблеми розробки та формування інвестиційної стратегії інститутів колективного інвестування почнемо з сучасних підходів до визначення поняття "інвестиційна стратегія". Узагальнюючи та систематизуючи існуючі сучасні підходи, можна виокремити два основних підходи до визначення інвестиційної стратегії. Перший підхід визначає інвестиційну стратегію як узагальнений план розподілу інвестицій між різними класами активів (акції різних типів, облігації різних класів, нерухомість, золото тощо), в результаті чого формується інвестиційний портфель. Зокрема, Словник міжнародних фінансових термінів [11] дає наступне визначення: "В портфельному аспекті інвестиційна стратегія являє собою рішення щодо розміщення ресурсів між різними категоріями інвестицій в термінах ризиковості та часового горизонту. При створенні інвестиційного портфеля виокремлюються наступні цілі: збереження інвестованого капіталу, зростання вартості капіталу, отримання доходу, зростання доходу". Схожі визначення наводять Інтернет-ресурси [13; 14]. На наш погляд, по-

Таблиця 1. Базові елементи формування інвестиційних стратегій ІСІ та НПФ

Інститут колективного інвестування	Можливі цілі	Вимоги до доходності	Обмеження	Ставлення до ризику	Специфічні пріоритети
ІСІ	збереження капіталу від інфляції	невисокі	Регулятивні обмеження на структуру портфеля, викладені в Законі України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»	консервативне	загалом - ліквідність, індивідуальні – широкий спектр
	забезпечення поміркованого доходу	помірні		помірне	
	максимізація доходу	високі		агресивне	
НПФ	забезпечення відповідності активів зобов'язанням	визначається на основі прогнозування майбутніх виплат (актуарна доходність)	Регулятивні обмеження на структуру портфеля, викладені в Законі України «Про недержавне пенсійне забезпечення»	в залежності від обсягу майбутніх виплат	загалом – надійність, індивідуальні – широкий спектр

правил та процедур вибору інвестиційного портфеля, як модель поведінки інвестора на ринку. Так, у [10] інвестиційна стратегія визначається як план дій для досягнення поставлених цілей та включає методи інвестиційного аналізу та вибору цінних паперів для інвестування. Портал інформаційної підтримки операцій на фінансових ринках "Фінансові інструменти бізнесу" наводить наступне визначення: "Інвестиційна стратегія — модель поведінки на ринку, розроблена на основі жорстко описаних критеріїв, послідовності дій з купівлі-продажу цінних паперів" [12]. У контексті плану дій та керівних принципів інвестора наводить визначення Інтернет-ресурс [15].

Розглядаючи інвестиційну діяльність інститутів колектив-

ні підходи є практично орієнтованими та акцентують більше уваги на результат інвестиційної стратегії — інвестиційний портфель.

У межах другого підходу інвестиційна стратегія розглядається як цілісний план управлінських дій, як набір

ного інвестування як окрему систему із притаманними їй характеристичними особливостями, можна виділити основні підвалини, на яких має ґрунтуватися інвестиційна стратегія. Перш за все, має бути визначена ціль або сукупність цілей, для досягнення яких формується ін-

вестиційна стратегія. Прикладами цілей можуть виступати: збереження капіталу інвесторів; зростання капіталу інвесторів, отримання доходів, підтримка ліквідності інвестицій тощо. Спектр можливих цілей для інституціональних інвесторів досить добре представлений в [5; 9; 10].

Досягнення цілей має здійснюватися за умов виконання певних обмежень, які виступають другим підґрунтям розробки та формування інвестиційної стратегії. Ці обмеження можуть бути внутрішніми та зовнішніми. Внутрішні обмеження затверджуються учасниками схеми колективного інвестування (чи їх представниками або компанією з управління активами) та відбиваються у інвестиційній декларації. Зовнішні обмеження накладаються чинними регулятивними нормами.

Третьою основою для розробки інвестиційних стратегій є інвестиційний ризик. Визначення рівня інвестиційного ризику, який приймається в межах функціонування схеми колективного інвестування, — винятково важливий елемент як в теоретичному, так і практичному аспектах. У теоретичному аспекті важливість пояснюється тим, що інвестори приймають свої рішення на основі максимізації сподіваної корисності, яка включає як дохід, так і ризик. У практичному аспекті значимість ідентифікації, аналізу та оцінки інвестиційних ризиків пояснюється необхідністю усвідом-

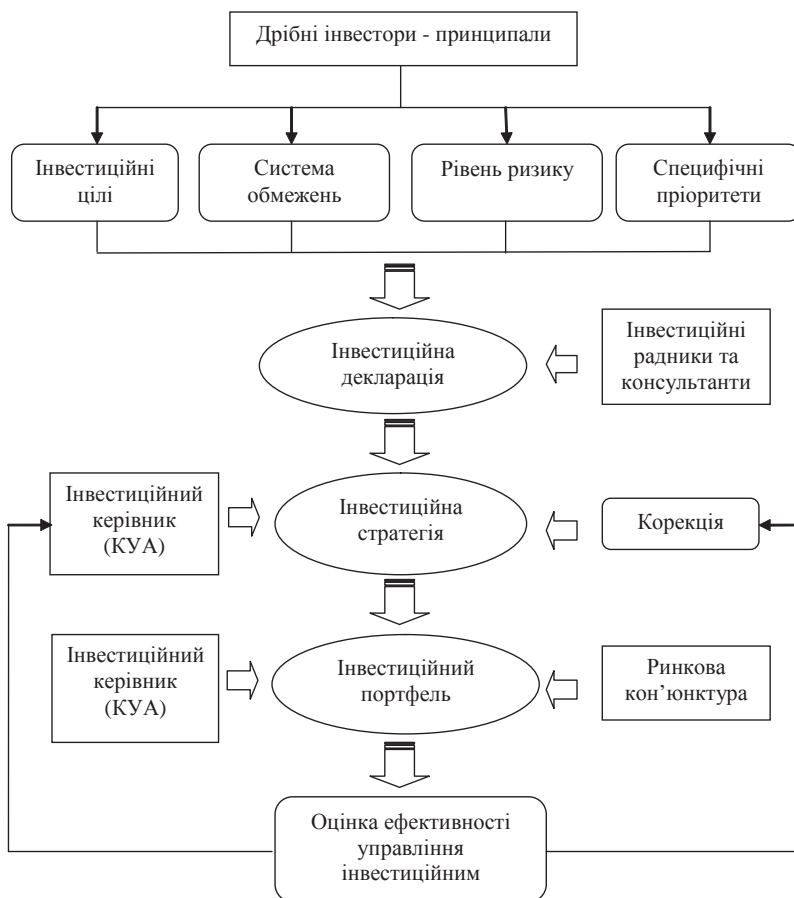


Рис. 3. Інвестиційна стратегія в структурі інвестиційного процесу інститутів колективного інвестування

лення принципами ризиків, якими обтяжені їхні інвестиції.

Четвертим підґрунтям розробки інвестиційної стратегії виступають специфічні пріоритети інвесторів, їх переваги та упередження. Біхевіористська теорія фінансів (див. [5]) включає до розгляду існування цілої низки упереджень інвесторів, наявність суб'єктивної системи переваг при здійсненні інвестицій. Зокрема, П. Станьєру [5] вказує на два типи розповсюджених переваг. Першим виступає неприйняття збитків, а другим — уявний (ментальний) розподіл інвестицій на окремі рахунки для різних цілей. При цьому інвестиції на цих "рахунках" розглядаються з різними допустимими рівнями ризику та залежать від значимості їх для інвестора. При реалізації схем колективного інвестування пріоритети дрібних інвесторів можуть суттєво різнитися та погано узгоджуватися між собою. Через це інвестиційна стратегія має бути не тільки добре розробленою, але і прозорою, для того щоб інвестор міг чітко розуміти, чи відповідає дана стратегія його системі переваг та пріоритетів.

Концептуальні підходи до формування зазначених складових інвестиційних стратегій для ІСІ та НПФ ілюструє табл. 1.

Далі будемо відштовхуватися від другого підходу до поняття "інвестиційна стратегія", за якого вона виступає генеральним довгостроковим узагальненим планом досягнення інвестиційних цілей, який включає моделі поведінки на ринку, сукупність правил, процедур і важелів задля їх досягнення. Розробка інвестиційної стратегії має здійснюватися, виходячи з її місця в загальній структурі інвестиційного процесу, що ілюстровано на рис. 3.

Розробка інвестиційної стратегії починається з формулювання цілей інвестиційної діяльності. Кожна інвестиційна ціль може бути формалізована у вигляді бажаних значень доходності й ризику та їхнього співвідношення. Як правило, мета включає інвестиційний горизонт. Базові цілі ІСІ та НПФ наведено у табл. 1. Основною особливістю цілей інвестування у інститутах колективного інвестування є їхня незмінність протягом усього періоду.

Після визначення цілей визначаються обмеження на інвестиції в різні класи активів. Регулятивні обмеження представлені у законах України та нормативно-правових актах регуляторів ринку. Регуляторами виступають Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку та Державна комісія з регулювання ринку фінансових послуг. Перша регулює функціонування ІСІ, накладаючи

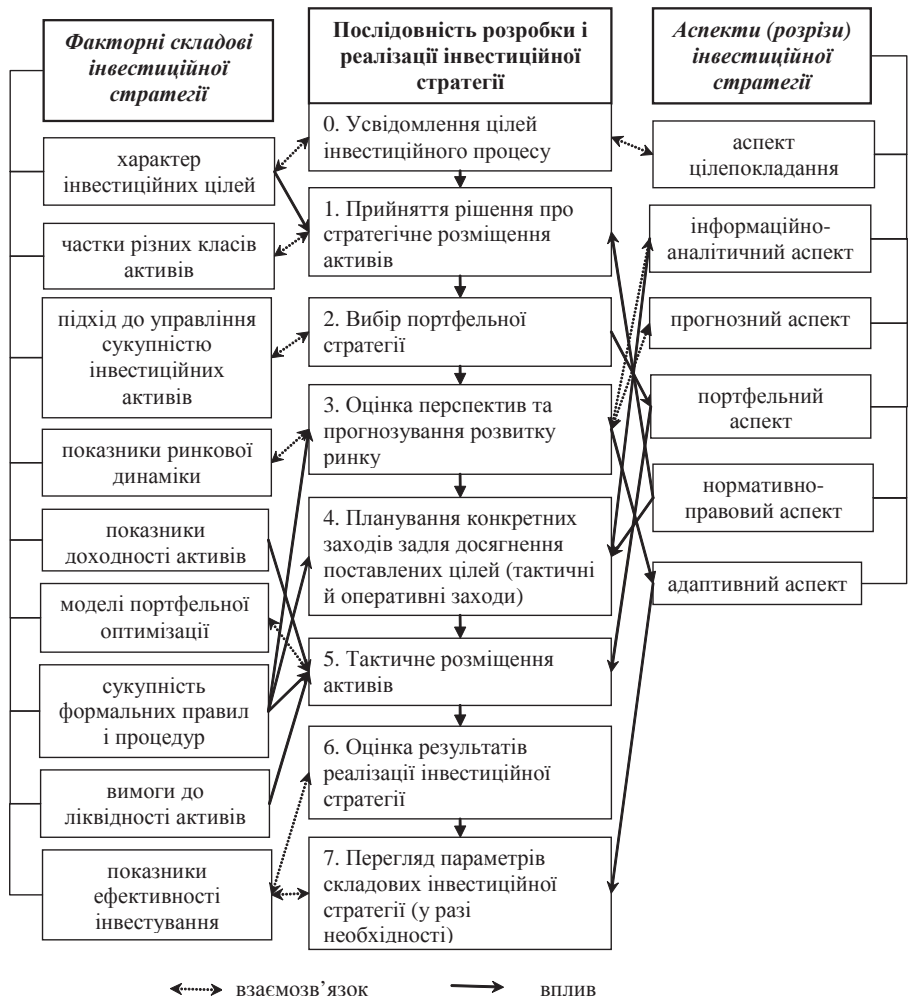


Рис. 4. Роль різних аспектів на етапах реалізації інвестиційної стратегії інститутів колективних інвестицій

чи низку обмежень на їхню роботу. Друга регулює діяльність НПФ, накладаючи обмеження на діяльність НПФ. У той же час існують добровільні обмеження, які встановлюються інвесторами (для корпоративних ІСІ), професійними керівниками (для пайових ІСІ), радами фондів (для НПФ).

Рівень ризику визначається, виходячи зі сформульованих цілей та співвідношення "дохідність — ризик". Окрім цього, має бути здійснений аналіз та оцінка ризиків у аспекті пропонованого інвестиційного портфеля (як результату застосування інвестиційної стратегії). Інвестиції в різні класи активів у різні періоди часу можуть мати різний рівень ризику.

Специфічні пріоритети інвесторів найпростіше можуть бути формалізовані для корпоративних ІСІ, тому що такі фонди передбачають створення ради фонду. У той же час при розгляді ІСІ пайового типу врахування специфічних пріоритетів інвесторів може бути ускладненим, тому що стратегія формується КУА без участі дрібних інвесторів. Вони можуть або купувати паї, прийнявши розроблену КУА стратегію, або не купувати. Ускладненим є відображення пріоритетів інвестування для НПФ, тому що раду фонду формують представники його засновників, а учасники мають обмежений вплив на діяльність ради.

На основі визначених цілей, системи обмежень,

Таблиця 2. Рівень інформаційної прозорості основних характеристик і показників інвестиційних стратегій ІСІ та НПФ*

Зміст інформації	Частота розкриття, %					
	ІСІ			НПФ		
	повного	часткового	нульового	повного	часткового	нульового
Наявність розгорнутого опису стратегії	56	14	30	22	7	70
Аналіз інвестиційної стратегії	42	0	58	4	7	89
Структура портфелів за інструментами	52	6	42	37	7	56
Структура портфелів за секторами економіки	52	12	36	26	0	74
Інформація про великі (10%) вкладення фонду	44	16	40	22	4	74
Опис ризиків інвестицій в даний фонд	12	16	72	4	0	96
Стратегії хеджування ризиків (управління ризиками фонду)	18	10	72	7	11	82
Показники, за допомогою яких оцінюється ефективність стратегії	16	16	68	11	0	89

* джерело: результати власного дослідження рівня прозорості ІСІ (вересень 2009 р.) та НПФ (жовтень 2010 р.).

рівня ризику та пріоритетів інвесторів складається інвестиційна декларація, яка являє собою цілісний документ із вихідними умовами для розбудови інвестиційної стратегії. Для формування подібного документу у випадку необхідності можуть бути залучені інвестиційні радники та консультанти.

На основі інвестиційної декларації за участю професійного керівника розробляється інвестиційна стратегія. В залежності від співвідношення "дохідність — ризик", інвестиційні стратегії розподіляють на три основні типи: агресивну, помірковану (збалансовану) та консервативну. Результатом реалізації стратегії є інвестиційний портфель.

Важливою характеристикою інвестиційної стратегії є підхід до управління портфелем активів — активний чи пасивний. Активний підхід передбачає регулярний перегляд складу інвестиційного портфеля, задля чого здійснюється ретельний моніторинг фондового ринку і оперативна заміна фінансових інструментів на такі, що більш повно відповідають цілям інвестування. Головна особливість активного типу управління полягає у прагненні інвестора "переграти" ринок і отримати дохід вищий від середньоринкового. Пасивний підхід до управління інвестиціями передбачає створення добре диверсифікованих портфелів цінних паперів, для яких можна досить точно розрахувати дохідність, ризик та рівень

ліквідності; структура таких портфелів протягом довгого періоду часу не переглядається.

Реалізація інвестиційних стратегій передбачає вирішення наступних завдань:

1) дослідження можливостей, загроз і обмежень інвестиційного ринку шляхом пошуку, збору, обробки, зберігання і аналізу необхідних даних стосовно стану економіки у цілому, певних регіонів, галузей, суб'єктів економічної діяльності, характеристик окремих інструментів;

2) прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку як у цілому, так і на окремих його сегментах, а також інвестиційних якостей фінансових активів на відповідний строк;

3) формування оптимального інвестиційного портфеля.

Дослідження складових елементів інвестиційної стратегії інституту колективного інвестування можна здійснити, використовуючи два наступні підходи.

1. Ідентифікація функціональних складових.
2. Ідентифікація факторних складових.

Найбільш суттєвими аспектами інвестиційної стратегіїми, які за своєю сутністю є функціональними складовими, виступають наступні:

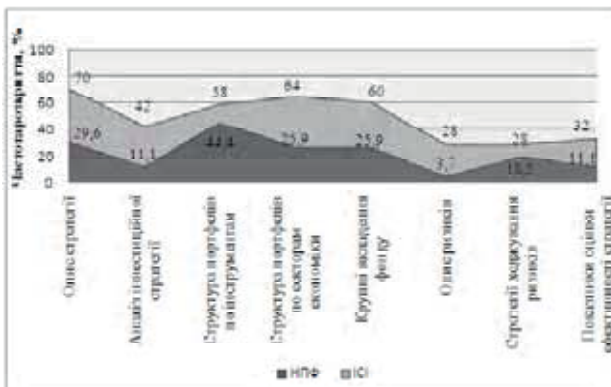
- аспект цілепокладання;
- прогнозний аспект;
- портфельний аспект;
- адаптивний аспект;
- нормативно-правовий аспект;
- інформаційно-аналітичний аспект.

Серед структурних складових інвестиційної стратегії варто зазначити такі елементи, як:

- характер інвестиційних цілей;
- класи активів та їхні частки у портфелі;
- підхід до управління сукупністю інвестиційних активів;
- показники ринкової динаміки;
- показники доходності активів;
- моделі оптимізації інвестиційного портфеля;
- сукупність формальних правил і процедур інвестиційної діяльності;
- вимоги до ліквідності активів;
- показники, за якими здійснюється оцінювання ефективності інвестування.

Зазначені аспекти та складові інвестиційної стратегії в сукупності являють собою складну систему із наявністю взаємозв'язків та взаємовпливів. Такі взаємозв'язки та взаємовпливи відображені на рис. 4.

Важливою характеристикою інвестиційних стратегій схем колективного інвестування є інформаційна прозорість. Тільки за умов прозорості дрібні інвестори — учасники схеми — можуть пересвідчитися у тому, що параметри стратегії відповідають їхнім цілям, бажаному рівню ризику та пріоритетам. Тому мають бути розкриті такі параметри: цілі, тип стратегії, процедури управління сукупністю інвестиційних активів, зокрема з управління ризиками, структура інвести-



окремих параметрів інвестиційних стратегій ІСІ та НПФ

ційного портфеля як поточна реалізація стратегії.

Існує ряд причин, що обмежують прозорість інвестиційної стратегії інститутів колективного інвестування. Це, зокрема, захист конкурентних переваг від копіювання стратегій іншими інститутами. Також непрозорість відкриває можливості для різного роду маніпулювань управління активами.

Враховуючи значимість інформаційної прозорості інвестиційних стратегій, авторами була здійснена оцінка інформаційної прозорості 50-ти найбільших українських ІСІ та 27-ми найбільших недержавних пенсійних фондів відкритого типу. Дослідження проводилося у 2009—2010 роках та передбачало оцінку розкриття інформації в Інтернет-ресурсах схем колективного інвестування. Результати представлені в табл. 2 та на рис. 5.

Перше, на що хотілося б звернути увагу за результатами проведених досліджень, це досить формальне ставлення українських ІСІ та НПФ як до розробки інвестиційних декларацій, так, власне, і до інвестиційних стратегій. Більшість інвестиційних декларацій у сегменті ІСІ, представлених на сайтах КУА, створені за певним шаблоном, в якому представлені лише обмеження прописані у Законі України та інших нормативних актах. Дуже часто мета фондів подається у маркетинговій формі, тобто таким чином, щоб привабити потенційного клієнта. Часто це вступає у протиріччя з економічною логікою. Наприклад, досить розповсюдженими є формулювання мети у такій формі "максимальна дохідність за мінімального ризику". Пояснення таких фактів полягає в тому, що, з одного боку, ІСІ прагнуть залучити якомога більше клієнтів, щоб отримати кошти у користування. З іншого боку, вони прагнуть виконати формальні вимоги законів та інших нормативних актів у загальній формі, щоб мати максимальний простір для маневру із інвестування. На наш погляд, подібний підхід не сприяє встановленню довгострокових довірчих відносин між інвесторами та управляючими.

Як можна побачити з табл. 2 та рис. 5, рівень інформаційної прозорості інвестиційних стратегій ІСІ в цілому вищий від аналогічного рівня для НПФ. Це пояснюється, головним чином, тим, що ІСІ мають залучати дрібних інвесторів пропозицією інвестиційних стратегій адекватних потребам цих інвесторів. У той же час НПФ акумулюють кошти обіцяючи пенсійні виплати в майбутньому, але інвестиційну стратегію при цьому розкривають неохоче.

ВИСНОВКИ

Розвиток інститутів колективного інвестування в Україні зумовлює приділення більшої уваги розробці інвестиційних стратегій. На сьогоднішній день інвестиційні декларації та засновані на них інвестиційні стратегії сформовані здебільшого формально, головним чином, для відповідності регулятивним обмеженням.

Інвестиційна стратегія має ґрунтуватися на визначеній інвестиційній меті, обмеженнях, співвідношенні "дохідність — ризик" та специфічних пріоритетах інвесторів. Її реалізація має включати цілу низку аспектів, які взаємопов'язані між собою та характеризуються взаємним впливом.

Враховуючи довірчий характер взаємовідносин між

принципалами та професійними керівниками, велике значення має питання прозорості інвестиційної стратегії. Проведене дослідження виявило низький рівень інформаційної прозорості інвестиційних стратегій українських ІСІ та НПФ. При цьому прозорість НПФ по всім пунктам менша за прозорість ІСІ. Особливо погано розкривається інформація щодо аналізу інвестиційних стратегій, притаманних їм ризиків, показники оцінки ефективності її реалізації.

Такий стан речей обмежує можливості інвесторів обирати фонди із бажаним співвідношенням "дохідність — ризик" та стримує інвестиційні процеси в сфері колективного інвестування.

Література:

1. Бабірад М.М. Особливості інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів в Україні // Науковий вісник НЛТУ України. — 2009. — Вип. 19.3 — С. 157—163.
2. Василенко А.В. Інвестиційна діяльність страхових компаній: стратегія та пріоритети // Страхова справа. — 2006. — № 3 (23). — С. 38—47.
3. Леонов Д., Ковальова Н. Економіко-математичне моделювання оцінки інвестиційних ресурсів недержавних пенсійних фондів // Ринок цінних паперів України. — 2008. — № 7—8. — С. 59—72.
4. Спиридонов В.В., Зинченко Д.Ю. Оптимизация инвестиционной стратегии компании по управлению активами в условиях современного состояния фондового рынка Украины // Экономика Крыма. — 2009. — № 29. — С. 89—91.
5. Станьер П. Инвестиционные стратегии: руководство. — М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2009. — 384 с.
6. Цыбжитова Т.О. Развитие фондового механизма коллективных инвестиций: автореф. дис. канд. экон. наук: 08.00.01. — М., 2006. — 21 с.
7. Яворська Т.В. Системно-структурний аналіз страхової інвестиційної діяльності в Україні // Вісник Дніпропетровської державної фінансової академії: Економічні науки. — 2009. — № 1 (21). — С. 115—119.
8. Ярошенко О.В. Розрахунок помилки спостереження як сучасна система оцінки інвестиційної діяльності недержавного пенсійного фонду Ефективна економіка. — 2010. — № 11.
9. Financial Management and Analysis. Second Edition / Frank J. Fabozzi, Pamela P. Peterson. — Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2003. — 1008 p.
10. Maginn J., Tuttle D., Mcleavy D., Pinto J. Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process. — 3-nd. Edition. — John Wiley & Sons, Inc, 2007. — 932 pp.
11. Moles P., Terry N. The Handbook of International Financial Terms. — Oxford University Press, 1999. — 685 pp.
12. Електронний ресурс. — Режим доступу: <http://www.fintools.ru>.
13. Електронний ресурс. — Режим доступу: <http://www.investorwords.com>.
14. Електронний ресурс. — Режим доступу: <http://www.investorglossary.com>.
15. Електронний ресурс. — Режим доступу: <http://www.investopedia.com>.

Стаття надійшла до редакції 29.03.2011 р.