

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ  
УКРАЇНИ

ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ АВТОМОБІЛЬНО-ДОРОЖНІЙ  
УНІВЕРСИТЕТ

**БЕРЕЖНИЙ В.М.**

**ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА  
ДІЯЛЬНІСТЬ**

*КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ*

*для студентів всіх спеціальностей та форм навчання*

Харків - 2011

# **ЗМІСТ**

## **ВСТУП**

### **ТЕМА 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ**

- 1.1. ЕКОНОМІЧНА СУТНІСТЬ ІНВЕСТИЦІЙ
- 1.2. КЛАСИФІКАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙ
- 1.3. ОСНОВНІ ПОНЯТТЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

### **ТЕМА 2. ІНВЕСТИЦІЙНИЙ РИНОК**

- 2.1. ХАРАКТЕРИСТИКА ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ
- 2.2. ІНВЕСТИЦІЙНА ПРИВАБЛИВІСТЬ ОБ'ЄКТІВ РИНКУ ІНВЕСТИЦІЙ
- 2.3. КОН'ЮНКТУРА ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ ТА ІНВЕСТИЦІЙНИЙ КЛІМАТ

### **ТЕМА 3. ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЇ**

- 3.1. ХАРАКТЕРИСТИКА ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ
- 3.2. РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ
- 3.3. УЧАСНИКИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ЇХ ФУНКЦІЇ
- 3.4. ФОНДОВА БІРЖА

### **ТЕМА 4. ІННОВАЦІЇ ЯК ОБ'ЄКТ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ**

- 4.1. ЕКОНОМІЧНА СУТНІСТЬ ІННОВАЦІЙ ТА ІННОВАЦІЙНОГО ПРОЦЕСУ
- 4.2. ОСОБЛИВОСТІ ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНТЕЛЕКТУАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ
- 4.3. ФІНАНСОВА ПІДТРИМКА ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

## **ТЕМА 5. МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ**

**5.1. ХАРАКТЕРИСТИКА ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ**

**5.2. ОСНОВНІ НАПРЯМИ МІЖНАРОДНОЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ**

**5.3. СПЕЦІАЛЬНІ ЕКОНОМІЧНІ ЗОНИ, МЕТА СТВОРЕННЯ ТА ШЛЯХИ ЗАЛУЧЕННЯ ІНОЗЕМНОГО КАПІТАЛУ**

**5.4. ПОЛІТИКА ДЕРЖАВИ З ЗАЛУЧЕННЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ**

## ВСТУП

У сучасних умовах Україна постала перед об'єктивною необхідністю активізації інвестиційного процесу. Структурне та якісне оновлення виробництва та створення ринкової інфраструктури відбуваються майже повністю шляхом і за рахунок інвестування. Чим масштабніші обсяги та вища ефективність інвестицій, тим швидше відбувається відтворювальний процес, здійснюються позитивні ринкові перетворення. З іншого боку, недостатнє інвестування веде до втрати конкурентоспроможності національної економіки, занепаду основного капіталу, спаду виробництва та збільшення собівартості продукції, що, своєю чергою, обумовлює загострення проблеми інвестиційних ресурсів, відтак - скорочення інвестиційної активності.

Річні обсяги інвестицій у вітчизняну економіку досі залишаються на низькому рівні через несприятливий інвестиційний клімат, що пояснюється недосконалою законодавчою базою, нерозвиненими фондовим ринком та фінансово-кредитною системою, високим податковим тиском, неефективним використанням амортизаційних відрахувань, а також низьким рівнем трансформації заощаджень населення до інвестування, що призводить до відпливу вітчизняних капіталів за кордон та не сприяє залученню іноземних інвестицій в економіку країни.

З огляду на це, інвестиційний процес потребує постійного поглибленого дослідження, насамперед, з питань обґрунтування інвестиційної стратегії, виборі ефективних форм та напрямів інвестування, а також пошуку нових шляхів активізації інвестиційної діяльності в умовах розвитку конкурентоспроможної економіки.

В основу підручника "Інвестиційна діяльність" закладений зміст дисципліни "Інвестування", яка є базовою для підготовки бакалаврів з економіки та підприємництва. Метою підручника є: ознайомити читачів із сутністю та теоретичними засадами інвестиційної діяльності; навчити правильно застосовувати методичний інвестиційний інструментарій; сформувати теоретичну та методологічну базу, необхідну для подальшого оволодіння практикою фінансового, реального, інноваційного та іноземного

інвестування; виробити уміння опрацьовувати та аналізувати доцільність реалізації інвестиційних проектів в умовах невизначеності; правильно визначати методи фінансування інвестиційної діяльності та напрями державного регулювання інвестиційної діяльності.

У новому виданні підручника узагальнені та використані новітні наукові та практичні доробки вітчизняних та іноземних фахівців, а також особисті результати досліджень автора з питань обґрунтування ефективності інвестиційної діяльності, вартості інвестиційних ресурсів, джерел фінансування інвестиційно-інноваційних проектів, фінансово-кредитних важелів активізації інвестиційного процесу тощо. Матеріал підручника поданий у формі стислого викладу тематичного матеріалу, містить контрольні запитання, а в кінці кожної теми наводиться список використаних джерел та перелік корисних посилань (інтернет-сайтів) з питань, що розглядаються.

Автор сподівається, що підручник буде корисним як для студентів економічних спеціальностей, так і інших суб'єктів господарювання, які активно беруть участь у реалізації інвестиційного процесу.

# ТЕМА 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

## 1.1. ЕКОНОМІЧНА СУТНІСТЬ ІНВЕСТИЦІЙ

Світовий досвід свідчить, що країни не в змозі розвивати свою економіку без залучення та ефективного використання інвестицій. Акумулюючи приватний, державний або іноземний капітал, забезпечуючи доступ до сучасних технологій та менеджменту, інвестиції не тільки сприяють формуванню національних інвестиційних ринків, але й пожвавлюють ринки товарів та послуг. Крім того, інвестиції, зазвичай, сприяють заходам макроекономічної стабілізації та дозволяють вирішувати соціальні проблеми трансформаційного періоду.

Дослідження інвестиційної сфери економіки завжди перебувало в центрі уваги економічної думки. Це обумовлено тим, що категорія інвестицій є базовим елементом повсякденної господарської діяльності суб'єктів ринку та процесу економічного зростання держав світу.

У науковій літературі під інвестиціями традиційно прийнято розуміти здійснення певних економічних проектів у теперішній час, щоб в майбутньому одержати доходи. Такий підхід до розуміння інвестицій є домінуючим, як у вітчизняній, так і в закордонній економічній літературі.

Водночас поняття "інвестиції" є занадто всебічним, щоб дати йому єдине та вичерпне визначення. У різних розділах економічної науки та різних галузях практичної діяльності його тлумачення має свої особливості.

Наприклад, у макроекономіці інвестиції визначають як частину сукупних витрат, що складається з витрат на нові засоби виробництва, житло або збільшення товарних запасів. Таким чином, інвестиції - це частина валового внутрішнього продукту, яка не спожита у поточному періоді, а забезпечує приріст капіталу в економіці країни у майбутньому.

Мікроекономіка розглядає інвестиції як процес створення нового капіталу (у т.ч. засоби виробництва і людський капітал), а в теорії фінансів під інвестиціями розуміють придбання реальних чи фінансових активів з метою отримання прибутку.

На відміну від бухгалтерського обліку, історія якого нараховує не одне тисячоліття, інвестування як самостійна наука сформувалась відносно недавно. Окремі розробки з теорії велись ще до другої світової війни. Проте вважається, що початком цього процесу була перша половина 50-х років, коли М. Марковіц у своїх роботах заклав основи сучасної теорії інвестиційного портфеля [13]. Таким чином, власне, була викладена методологія прийняття рішень в галузі інвестування, а також був запропонований відповідний науковий інструментарій.

Подальшого розвитку теорія набула у дослідженнях, присвячених цінним паперам, створенню концепції ефективності ринку капіталу, моделям оцінки ризику та дохідності та їх емпіричному підтвердженні, розробці нових фінансових інструментів тощо.

Варто зауважити, що формування західної наукової думки щодо інвестування здійснювалось на основі вчення про фінанси. Саме в рамках теорії фінансів сформувалась прикладна дисципліна "інвестиційний менеджмент" як наука, яка присвячена методології та техніці управління інвестиціями компанії, та яка поєднує три взаємопов'язаних напрями, що складають серцевину процесу управління інвестиціями компанії:

- інвестиційна політика (тобто дії, пов'язані з розміщенням інвестиційних ресурсів);
- управління джерелами коштів (тобто - звідки брати кошти і якою повинна бути оптимальна структура джерел фінансування);
- дивідендна політика (в яких обсягах та в якому вигляді виплачувати дивіденди).

У другій половині 50-х років починають проводитися інтенсивні дослідження щодо теорії структури капіталу та ціни джерел фінансування, а також щодо вибору інвестиційної політики. Є загальноновизнаним, що основний внесок розробку у цих питань зробили Ф. Модільяні та М. Міллер у 1958 році, які дослідили проблеми витрат фінансового ринку загалом, а також поставили під сумнів поняття, що борг є дешевшим власного капіталу [14], а також Вільям Шарп, який вперше в 1964 році сформулював модель оцінки капітальних активів (МОКА) [15, 16].

Вагомість цих розробок для розвитку сучасної теорії економіки, фінансів та інвестування підкреслює Нобелівська премія з економіки, яку отримали М. Марковіц, Ф. Модільяні, М. Міллер та Вільям Шарп.

Поняття "інвестиція" походить від латинського терміна *invest*, що означає "одягати". У широкому розумінні цієї категорії інвестиції є вкладанням капіталу з метою його майбутнього зростання. При цьому приріст капіталу повинен бути достатнім, щоб компенсувати інвестору відмову від використання ним наявних коштів на споживання в поточному періоді, одержати винагороду за ризик, відшкодувати втрати від інфляції у майбутньому періоді.

У рамках цього уявлення існує багато модифікацій поняття "інвестицій", поява яких обумовлена специфікою та традиціями різних економічних шкіл та течій. Так, відповідно до австрійської школи "граничної корисності", інвестиції трактуються як обмін задоволення потреб сьогодні на задоволення їх у майбутньому.

Французький економіст П. Массе писав, що інвестування є актом обміну задоволення сьогоднішньої потреби на очікуване задоволення їх у майбутньому за допомогою інвестиційних благ [10]. Таке визначення має суто психологічний підхід: передбачаються наміри, згода не задовольняти потреби сьогодні у сподіванні одержати в майбутньому блага та послуги, які переважають вкладені за ціною.

Найбільш чітко виявлена сутнісна характеристика інвестицій та їх подвійність у працях Дж. Кейнса: з одного боку, він бачить в них розмір акумульованого доходу з метою накопичення та обсяг ресурсів, тобто потенційний інвестиційний попит. З іншого боку, інвестиції мають форму вкладень (витрат), які визначають приріст вартості капітального майна, тобто як реалізовані попит та пропозиція. Крім того, Дж. Кейнс трактував інвестиції як "поточний приріст цінностей капітального майна внаслідок виробничої діяльності певного періоду". Це "... та частина доходу за певний період, яка не була використана для споживання" [12].

У сучасній економічній літературі термін "інвестиції", зазвичай, трактується як будь-яке вкладання коштів, яке може і не призводити до зростання капіталу чи одержання прибутку. Досить часто до інвестицій відносять так звані споживчі інвестиції, тобто



придбання предметів тривалого користування, що за своєю економічною суттю не можуть належати до інвестицій. При цьому варто зазначити, що інвестування капіталу може здійснюватись не лише у грошовій формі, але й у форі рухомого (нерухомого) майна, різноманітних фінансових інструментів (цінних паперів), нематеріальних активів.

Різниця в наведених вище визначеннях, яка видається, на перший погляд, істотною, однак не заважає виокремити їх спільну основу: інвестиціями вважаються витрати, які здійснюються в поточний період для отримання певного результату в майбутньому.

Теоретичне пізнання категорії інвестицій знайшло своє відображення і в нормативних актах, зокрема, у Законах України "Про інвестиційну діяльність" [1] та "Про оподаткування прибутку підприємств" [2]. Проте, варто зазначити, що в цих Законах у визначення "інвестиція" вкладається різне тлумачення.

Так, в Законі "Про інвестиційну діяльність" визначено, що інвестиціями є усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, у результаті якої створюється прибуток або досягається соціальний ефект.

Такими цінностями можуть бути:

- грошові кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери;
- рухоме та нерухоме майно;
- майнові права, що впливають з авторського права, досвід та інші інтелектуальні цінності;
- сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної інформації, навичок та виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виробництва;
- права користування землею та інші цінності.

Таке визначення має синтетичний характер зазначеної категорії. По-перше, в ньому врахований динамізм інвестицій, тобто розкривається взаємозв'язок, процес перетворення інвестиційних ресурсів у вкладення, витрати, і, по-друге, наведена широка класифікація інвестицій.

У Законі України "Про оподаткування прибутку підприємств", інвестиція - це господарська операція, яка передбачає придбання основних фондів, нематеріальних активів, корпоративних прав та цінних паперів в обмін на кошти або майно. Інвестиції поділяють на капітальні, фінансові та реінвестиції.

З таким визначенням погодитися неможливо, бо тут має місце спрощене трактування інвестицій як господарської операції: по-перше, інвестиції - це не обмін активів на кошти або майно, а навпаки - вкладання коштів у фінансові, матеріальні та нематеріальні активи; по-друге, інвестиція - це не господарська операція, а капітал, кошти, які вкладаються в об'єкти підприємницької діяльності; і по-третє, в визначенні немає мсти, заради чого здійснюється інвестування. Адже інвестиційна діяльність відрізняється від фінансової та господарської лише тим, що інвестор не просто здобуває активи, а обирає лише ті, які в майбутньому обов'язково принесуть йому доходи.

На нашу думку, поняття "інвестиції" необхідно розглядати з двох боків - майнового та витратного підходу.

Так, з позицій майнового аспекту, під інвестиціями слід розуміти перетворення абстрактного (грошового, фінансового, матеріального чи нематеріального) капіталу в майнову спроможну вартість. Цей процес називають процесом використання капіталу, а з позицій бухгалтерського балансу це має такий вигляд (див. рис. 1. 1.).

Із рисунка видно, що баланс містить інвестиційну сферу та сферу капіталу, іншими словами, майнове визначення інвестицій дає можливість точно визначити процес походження інвестиційного капіталу та напрями його вкладання (розміщення).



Рис. 1.1. Формування та використання інвестиційного капіталу

Існує також поняття інвестицій, яке базується на виробничих витратах. Його вперше ввів в економічну науку німецький вчений Еріх Шнайдер у 1973 році у своїй роботі "Господарський розрахунок. Теорія інвестицій" [17], де автор детально виводить взаємозв'язок, з одного боку, між інвестиціями та рухом розрахунків, з іншого - між інвестиціями та фінансами.

Виходячи з теоретичного міркування, що виробничий процес потребує участі виробничих факторів, які через комбінацію знову утворюють нові якості, приходимо до висновку, що "...проведення виробничого процесу супроводжується рухом платежів, які будуть інвестовані (одягнені) через покупку засобів виробництва" [18, с. 78]. Отже, рух платежів з'єднує інвестиційний та виробничий процеси.

Слід зазначити, що ані виробничий, ані інвестиційний процеси самостійно існувати не можуть. Адже, з одного боку інвестиції дають можливість здійснити власне процес виробництва, а з іншого, результати виробничого процесу впливають на процес накопичення, тобто на можливість подальшого інвестування.

У цьому контексті головним є те, що взаємозв'язок між виробництвом та інвестиціями здійснюється через фінансові

відносини. Тобто інвестиції не можуть існувати поза фінансових процесів, адже вони є їх логічним продовженням.

Фінансовий процес характеризується платіжним рухом, який починається з надходжень (передумова формування інвестиційного капіталу), своєю чергою, інвестиції характеризуються рухом платежів, які починаються з витрат (вкладення капіталу заради одержання фінансового результату - прибутку).

Таким чином, витратне визначення поняття інвестицій дає можливість не лише більш ґрунтовно дослідити внутрішню природу процесу інвестування, але й простежити взаємозв'язок між інвестиціями та основними економічними категоріями, такими як виробництво, фінанси, розрахунки, доходи та витрати.

Проаналізувавши теоретичні погляди на сутність інвестицій, зробимо висновок, що інвестиції - це складне та змістовне поняття, що інтегрує в собі різні економічні процеси, які впливають на виробництво, розподіл, обмін та споживання, тобто вони є фундаментальною основою суспільного відтворення.

## **1.2. КЛАСИФІКАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙ**

З метою більш детального вивчення змісту інвестицій, їх класифікують за такими ознаками:

За об'єктами вкладання коштів (майна) розрізняють інвестиції реальні та фінансові. Під реальними інвестиціями розуміють вкладення коштів (майна) у реальні активи - матеріальні та нематеріальні (інновації). Фінансові інвестиції - це вкладення коштів у фінансові інструменти (активи), переважно цінні папери.

За характером участі у справах підприємства розрізняють прямі та портфельні інвестиції. Пряма інвестиція - це господарська операція, яка передбачає внесення коштів або майна до статутного капіталу (фонду) юридичної особи в обмін на корпоративні права, емітовані такою юридичною особою. До прямих інвестицій можна віднести і безпосереднє внесення будь-яких цінностей на основі договору інвестицій. До прямих належать такі інвестиції, що формують більше 10-25 % капіталу фірми та дають право на участь в управлінні підприємством. Портфельні інвестиції - це господарська операція, яка передбачає придбання цінних паперів,

деривативів та інших фінансових активів за грошові кошти на фондовому ринку. Основною ознакою портфельних інвестицій є те, що інвестор не має права на участь в управлінні підприємством, а такі інвестиції передбачають лише одержання інвестором дивідендів на акції підприємства або інші цінні папери.

За періодом інвестування інвестиції поділяють на короткострокові та довгострокові. Короткострокові інвестиції - це інвестиції, на період до одного року. До них належать інвестиції в короткострокові депозитні вклади, державні та корпоративні облігації із строком погашення до 1 року та інші фінансові активи. Довгострокові інвестиції - це інвестиції, на період більше одного року, зокрема, це вкладення в основне виробництво, інноваційну діяльність, цінні папери строком погашення більше 1 року тощо.

За формами власності інвесторів інвестиції поділяють на приватні, державні, іноземні та спільні. Приватні інвестиції здійснюють фізичні особи або юридичні особи недержавної форми власності, державні - державні та місцеві органи влади, державні підприємства, установи з бюджетних фондів, іноземні - фізичні та юридичні особи іноземних держав, спільні інвестиції реалізовані спільно приватними та/або державними вітчизняними й іноземними суб'єктами інвестиційної діяльності.

За регіональною отакою інвестиції поділяють на внутрішні інвестиції, які здійснюють в об'єкти інвестування в межах держави, та зовнішні - поза її межами.

Наведена класифікація інвестицій відображає найбільш суттєві їх ознаки, а за необхідності вона може бути поглиблена залежно від підприємницької або дослідницької мети, див. табл. 1.1.

Таблиця 1.1 - Класифікація інвестицій за додатковими ознаками

За розміром інвестицій	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Великі</li> <li>✓ Традиційні</li> <li>✓ Дрібні</li> </ul>
За цілями інвестування	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Спрямовані на скорочення витрат</li> <li>✓ З метою одержання доходу від розширення діяльності</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ З метою підвищення вартості бізнесу</li> <li>✓ Які сприяють виходу на нові ринки збуту спрямовані на диверсифікацію бізнесу</li> <li>✓ Які здійснюються з метою зниження ризику виробництва та збуту</li> <li>✓ З метою одержання соціального чи екологічного ефекту</li> <li>✓ Досягнення науково-технічного ефекту</li> </ul>
<p>Залежно від вибору інвестиційної стратегії</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Пасивні - ті, то вкладаються в пасивну частину активів (будинки, споруди)</li> <li>✓ Активні - вкладені в активну частину активів</li> </ul>
<p>За періодичністю вкладень</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ординарні, якщо інвестиції вкладені одноразово чи протягом кількох послідовних базових періодів, а потім відбувається приплив коштів</li> <li>✓ Неординарні, коли інвестиційні вкладення чергуються з припливами коштів у будь-якій послідовності</li> </ul>
<p>За характером взаємозв'язків</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Незалежні інвестиції, коли рішення про здійснення одного проекту не впливає на рішення про прийняття іншого</li> <li>✓ Залежні — у випадку, коли реалізація одного проекту залежить від реалізації іншого</li> <li>✓ Альтернативні</li> <li>✓ Взаємовиключні</li> <li>✓ Комплементарні, коли прийняття повою проекту сприяє зростанню доходів по одному чи кільком іншим</li> <li>✓ Інвестиції, пов'язані між собою відносинами заміщення, - прийняття нового проекту призводить до деякого зниження доходів по одному чи</li> </ul>

	декільком діючим проектам
За характером і періодичністю доходу	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Регулярні, коли за одноразовим інвестиційним відтоком відбуваються послідовні позитивні припливи</li> <li>✓ Нерегулярні, що припускають негативні і позитивні компоненти</li> <li>✓ Ануїтеті - ті, що забезпечують рівновеликі, рівновіддалені один від одного за часом доходи</li> <li>✓ Консервативні - безризикові вкладення, що забезпечують стабільний дохід і високу ліквідність інвестицій</li> <li>✓ Венчурні - ризиковані інвестиції, що забезпечують, зазвичай, високий дохід</li> </ul>
За сферами впровадження	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Інвестиції в матеріальне виробництво</li> <li>✓ Інвестиції в соціальну сферу</li> <li>✓ Інвестиції, пов'язані з реалізацією еколо-гічних проектів</li> <li>✓ Науково-технічні інвестиції</li> <li>✓ Інвестиції в сферу культури і мистецтва</li> </ul>
За причинами, що зумовлюють необхідність інвестицій	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Початкові інвестиції, що направляються на освоєння нових видів діяльності</li> <li>✓ Інвестиції на відновлення наявної матеріально-технічної бази</li> <li>✓ Інвестиції, пов'язані з нарощуванням обсягів господарської діяльності</li> </ul>

## **1.2. ОСНОВНІ ПОНЯТТЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ**

Здійснення витрат у поточний період передбачає набуття суб'єктом інвестування певних інвестиційних об'єктів, використання яких дозволяє отримати вигоди у майбутньому. Цей процес відображається поняттям "інвестиційна діяльність",

особливості якого значною мірою зумовлені характером діяльності суб'єктів господарювання.

**Інвестиційна діяльність (інвестування)** - це сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб та держави щодо реалізації інвестицій. Вона здійснюється на основі:

- ◇ інвестування, яке здійснюється громадянами, недержавними підприємствами, господарськими асоціаціями, а також громадськими та релігійними організаціями;
- ◇ державного інвестування, яке здійснюється органами влади та управління України, а також державними підприємствами та установами;
- ◇ іноземного інвестування, яке здійснюється іноземними державами, юридичними та фізичними особами;
- ◇ спільного інвестування, яке здійснюється громадянами та юридичними особами України та інших держав.

Відповідно до Міжнародних стандартів фінансової звітності [8], поняття "інвестиційної діяльності" визначається ширше. Це діяльність, пов'язана з придбанням і реалізацією необоротних активів, а також із здійсненням фінансових інвестицій, які не є складовою частиною еквівалентів грошових коштів. Отже, крім придбання основних засобів, нематеріальних активів, акцій, облігацій, цілісних майнових комплексів тощо, до інвестиційної діяльності належать надходження грошових коштів у вигляді відсотків за аванси грошовими коштами та позики, надані іншим суб'єктом господарювання, а також грошові надходження у формі дивідендів, від повернення позик, від ф'ючерсних і форвардних контрактів, опціонів, а також виплати коштів за такими контрактами (за винятком тих контрактів, які укладаються для основної діяльності підприємства). Проте, на нашу думку, такі грошові надходження не мають прямого, а лише певне опосередковане відношення до інвестиційної діяльності як такої.

Об'єктивною основою інвестиційної діяльності є інвестиційні цикли. **Інвестиційний цикл** - це процес, який реалізується протягом часу здійснення інвестицій. Він визначається часом між моментом формування інвестиційних намірів до моменту виходу зданих у експлуатацію об'єктів на проектні техніко-економічні показники.



Інвестиційні цикли тісно пов'язані із життєвим циклом підприємства, бо жодне підприємство не може існувати без інвестиційних вкладень. Можливий графік життєвого циклу підприємства в координатах часу та інвестиційного капіталу наведений на рис. 1.2.

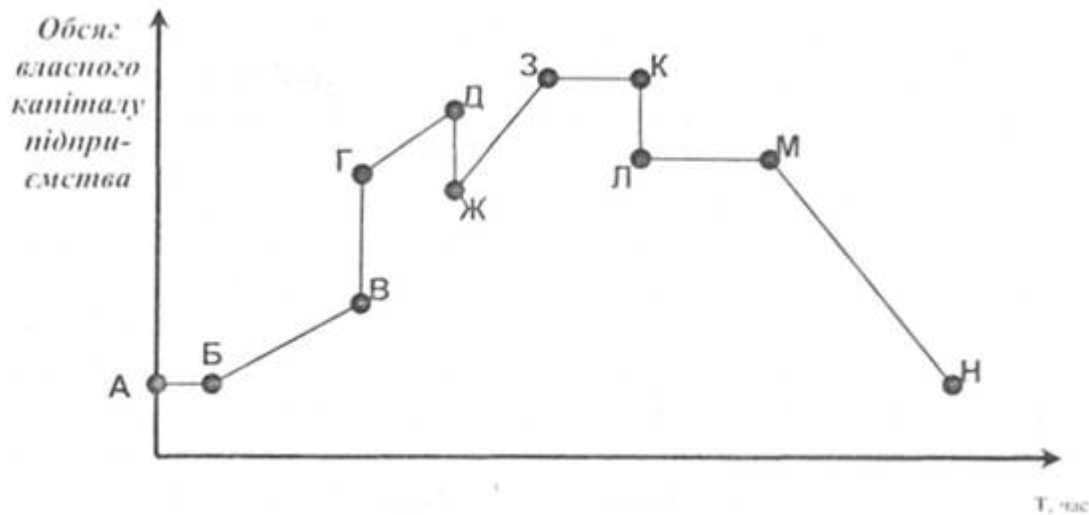


Рис. 1.2. Етапи інвестиційної діяльності підприємства

На графіку наведені такі типові етапи інвестиційної діяльності підприємств:

- 1) формування початкового капіталу (точка А);
- 2) просте відтворення капіталу підприємства (відрізки АБ, ЗК, ЛМ);
- 3) розширене відтворення капіталу підприємства (відрізки БВ, ГД, ЖЗ);
- 4) залучення підприємством зовнішніх інвестицій (відрізок ВГ);
- 5) ведення підприємством зовнішньої інвестиційної діяльності (відрізки ДЖ, КЛ);
- 6) скорочене відтворення (відрізок ЛМ);
- 7) погреб в виробничому переоснащенні підприємства, значних зовнішніх інвестиціях (точка Н).

На рис.1.2. ми спостерігаємо певний циклічний та мінливий процес розвитку підприємства, пов'язаний з інвестиційною діяльністю підприємства.

Різноманітність видів інвестиційних циклів і їх складний взаємозв'язок зумовили широке використання на практиці та в

наукових дослідженнях поняття "інвестиційний процес", стадіями якого є:

- ◆ стратегічне планування інвестицій;
  - ◆ обґрунтування доцільності інвестицій;
  - ◆ проектування та ціноутворення;
  - ◆ фінансування інвестиційного процесу;
  - ◆ забезпечення інвестиційних заходів матеріально-технічними ресурсами;
  - ◆ освоєння інвестицій; & експлуатація інвестиційного об'єкту;
  - ◆ відшкодування вкладених інвестицій та отримання доходу.
- Зазвичай інвестиційний процес розпочинається з мотивації інвестиційної діяльності.

Інвестор, що є власником цих нагромаджень (збережень), прагне придбати на інвестиційному ринку фінансові активи або інвестиційні товари (реальні активи), тобто здійснити інвестиції.

При виборі об'єкта інвестування здійснюється низка передінвестиційних досліджень: вивчаються всі інвестиційні ризики, проводяться маркетингові дослідження, оцінюються напрями інвестування. Обґрунтування доцільності інвестицій потребує розгляду якомога більшої кількості інвестиційних проектів із метою вибору найкращого. Часто у цій справі інвестору допомагають інші учасники (посередники) інвестиційного процесу.

Для інвестування, зазвичай, не вистачає власних коштів інвестора, і тому він прагне одержати позичковий, або залучений капітал, тобто використати інші джерела фінансування, крім власних. Визначення джерел фінансування (інвестиційних ресурсів), обґрунтування їх структури передуює інвестуванню, воно необхідне для переконання і залучення до проекту інших учасників інвестиційного процесу.

Ресурсне забезпечення об'єкта інвестування здійснюється також за допомогою інших учасників інвестиційної діяльності, на контрактних засадах.

Освоєння інвестицій означає їх капіталізацію, тобто створення фінансових та реальних активів. Введенням в експлуатацію не закінчується реалізація інвестиційного проекту. В процесі експлуатації проект потребує нових інвестицій для підтримки

виробництва і його розвитку, таким чином, знову починається процес передінвестиційних досліджень.

Строк інвестиційного процесу (від вибору об'єкта інвестування до отримання прибутку) залежить від виду інвестування та стратегічних цілей інвестора і може становити від декількох хвилин (купівля та продаж цінних паперів на електронних торгах через систему Інтернет) до десятків років (інноваційні інвестиції).

#### Література для вивчення теми

1. Закон України "Про інвестиційну діяльність" від 18 вересня 1991 р.
2. Закону України "Про оподаткування прибутку підприємств" від 22 травня 1997 р. -№283/97.
3. Закон України "Про промислово-фінансові групи в Україні" від 21 листопада 1995 року.
4. Закон України "Про інститути спільного інвестування" (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) від 15 березня 2001 року - № 2299-111.
5. Закон України "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг" від 12 липня 2001 року - № 2664 — III.
6. Закон України "Про банки та банківську діяльність" від 7 грудня 2000 року-№2121 - III.
7. Закон України "Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю" від 19.06.2003 - № 978-IV.
8. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 4 "Звіт про рух грошових коштів". Положення Міністерства фінансів України від 31.03.1999 р. - №0391.
9. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент. - К.: МП "Итем" ЛТД "Юнайтед Лондон Трейд Лимитед", 1995, 447 с.
10. Массе Пьер. Критерии и методы оптимального определения капитальных вложений / Пер. с франц. Ф. Р. Окуневой и А. И. Гладишевского / Науч. ред. и вступит, статья А. В. Ждан ко. М.: Статистика, 1971.
11. Титаренко Н. О., Поручник А. М. Теорії інвестицій: Навч. посіб. - К.: КНЕУ, 2000.- 160 с.

12. J. M. Keynes. General Theory of Employment, Interest and Money. Collected Writings of Jhn Maynard Keynes, vol. VII, London: Macmillan, 1973.
13. Markovvitz Harrg M. Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments. New York: Wiley, 1956.
14. Modigliani F. and M. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment. American Economic Review, 48, 1958.
15. Sharpc W. F. Capital Asset Priccs: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. Journal of Finance, 3, 1964.
16. Sharpe W. Investment, - New York: Prentice Hall, 1985.
17. Schneider E. . Wirtschaftlichkeitsrechnung Theorie der Investition, 8 Aufl., Tubingen und Zurich, 1973.
18. Schneider E. Investition und Finanzierung. Lehrbuch der Investitions-, Finanzerungs und UngewiPhcitsstheorie, 4. Aufl. Opladen, 1975.

#### Контрольні запитання та завдання

1. Визначте характерні ознаки економічної категорії "інвестиції".
2. Назвіть вітчизняних та зарубіжних вчених, які зробили найвагомійший внесок у розвиток інвестування як самостійної науки.
3. Визначте ознаки, за якими класифікують інвестиції.
4. Охарактеризуйте основні стадії інвестиційного циклу.
5. Визначте зміст інвестиційної діяльності та інвестиційного процесу.
6. Охарактеризуйте права та обов'язки інвесторів та учасників інвестиційної діяльності.
7. Визначте функції держави як суб'єкта інвестування.
8. Охарактеризуйте напрями інвестиційної діяльності індивідуальних інвесторів в Україні.
9. Охарактеризуйте напрями інвестиційної діяльності компанії (фірми).
10. Охарактеризуйте напрями інвестиційної діяльності комерційного банку.
11. Визначте основні функції страхової компанії на інвестиційному ринку.

12. Визначте та охарактеризуйте діяльність інститутів спільного інвестування.
13. Визначте та охарактеризуйте основні об'єкти інвестиційної діяльності.
14. Визначте роль фінансових установ на інвестиційному ринку.
15. Визначте роль функціональних учасників інвестиційної діяльності.
16. Визначте роль галузевих та територіальних угруповань, асоціацій та концернів на інвестиційному ринку України.
17. Визначте роль промислово-фінансових груп та холдингів на інвестиційному ринку України.
18. Охарактеризуйте інвестиційну стратегію, її види, параметри та показники.
19. Охарактеризуйте методи розробки інвестиційної стратегії.
20. Охарактеризуйте зміст портфельного інвестування.
21. Назвіть основні принципи формування інвестиційного портфеля.
22. Визначте складові стратегії портфельного інвестування.
23. Визначте, які види інвестиційних портфелів можуть бути сформовані підприємствами.
24. Визначте основні завдання інвестиційного менеджменту.
25. На яких наукових течіях базуються теоретичні засади державного регулювання інвестиційних процесів?
26. Особистий внесок яких науковців вплинув на дослідження ролі держави у регулюванні інвестицій та інвестиційних процесів?
27. Визначте роль класичної школи політичної економії у розвитку інвестиційної науки.
28. Хто з науковців у новій неокласичній теорії визначав роль держави у регулюванні інвестиційної діяльності?

## **ТЕМА 2. ІНВЕСТИЦІЙНИЙ РИНОК**

### **2.1. ХАРАКТЕРИСТИКА ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ**

Інвестиційний ринок у сучасній ринковій економіці є одним із найважливіших сегментів загального ринку. Це складний механізм, що поєднує велику кількість виробничих, комерційних, фінансових, інституціональних та інформаційних структур, що взаємодіють в інвестиційній сфері на основі розгалуженої системи норм інвестиційного бізнесу.

**Інвестиційний ринок** (ринок інвестицій та ринок інвестиційних товарів) - це сукупність економічних відносин, які складаються між продавцями та споживачами інвестиційних товарів та послуг, та об'єктів інвестування в усіх його формах.

Ринок інвестицій (обмін інвестиціями) характеризується пропозицією інвестицій (або пропозицією інвестиційного капіталу) з боку інвесторів, що виступають у цьому випадку як продавці, та попитом на інвестиції і боку потенційних учасників інвестиційної діяльності, які виступають у ролі покупців інвестицій (інвестиційного капіталу).

На практиці існує два види інвестиційного попиту: потенційний та конкретний.

**Потенційний попит** виникає за відсутності намірів суб'єктів господарювання за наявності доходу (прибутку) направляти його на інвестування. Такий попит називають формальним і він виконує роль інвестиційного потенціалу - джерелом для майбутніх інвестицій.

**Конкретний попит** (пропозиція капіталу) - характеризується конкретною реалізацією намірів суб'єктів інвестиційної діяльності на ринку.

Необхідною умовою, властивою ринковим відносинам конкурентного типу, при відносно стабільному інвестиційному попиті є випереджаючий розвиток інвестиційної пропозиції.

Врівноваження інвестиційного попиту та пропозиції проходить через механізм ціноутворення, який виникає та діє тільки в умовах вільних конкурентних ринків, які передбачають організацію обміну товарами на основі врівноваженого попиту та пропозиції. Наприклад, інвестиційний попит на конкретний об'єкт

вкладання перевищує пропозицію. В умовах конкурентного ринку це, своєю чергою, обумовить підвищення цін певного інвестиційного товару, а висока ринкова вартість інвестиційного товару є свідченням його привабливості щодо найбільшої віддачі інвестицій. З іншого боку, переливання капіталу (інвестицій) у певну "ефективну" точку інвестиційної сфери призведе у кінцевому підсумку до розширення цього інвестиційного товару і відповідного зниження його ціни.

Купівля-продаж капіталу на ринках інвестицій здійснюється, виходячи з розрахунку отримання доходу у майбутньому, який перевищує рівень доходу на сьогодні. Тимчасово абстрагуючись від процесів перетворення можна записати формулою:

$$I(I_G, I_M, I_\phi, I_{HM}) \dots D_i, \quad (2.1)$$

де  $I(I_G, I_M, I_\phi, I_{HM})$  - інвестиції у грошовій, матеріальній, фінансовій та нематеріальній формах;

$D_i$  - дохід від інвестиційної діяльності.

У момент реалізації інвестицій (продажу інвестиційного капіталу) на ринку їм протистоїть ринок інвестиційних товарів або об'єктів інвестиційної діяльності. Ці товари неоднорідні та можуть існувати як у грошовій, так і в матеріально-речовій формі. Основним фактором, який визначає масштаби функціонування інвестиційних товарів є їх сукупна пропозиція, що породжує інвестиційний попит. Тобто виробництво інвестиційних товарів приносить доходи, які створюють попит відповідно до виробленої вартості. Однак тотожність інвестиційного попиту та пропозиції витримується лише у масштабах ринку загалом.

Індивідуальні (конкретні) попит та пропозиція можуть не збігатися. Диспропорції попиту та пропозиції регулюються ринком інвестиційних товарів через реакцію цін та надлишок або нестачу цього виду товару. Операції на ринках інвестиційних товарів можна записати у вигляді такою формули:

$$I((I_G, I_M, I_\phi, I_{HM})..IT) \dots D_i, \quad (2.2)$$

де  $I(I_G, I_M, I_\phi, I_{HM})$  - інвестиції у грошовій, матеріальній, фінансовій та нематеріальній формах;

$IT$  - інвестиційний товар;

$D_i$  - дохід від інвестиційної діяльності.

Запропонована формула означає, що інвестування (вкладення) інвестицій  $((I_G, I_M, I_F, I_{HM}) \cdot IT)$  через певний період часу дає доход  $(D_i)$ .

Ринок інвестиційних товарів є найважливішим проявом ринку реальних інвестицій, оскільки інвестиційні товари є тією частиною засобів виробництва, яка прямо пов'язана зі створенням усіх видів продукції, що мають конкретну корисність. Ринок інвестиційних товарів є дуже перспективним і вигідним напрямом інвестиційної діяльності. Вкладення капіталу в інвестиційні товари як найважливіший фактор виробництва характеризується відносно швидкими строками окупності порівняно з інвестиціями та нерухомістю, а також меншим ризиком, на відміну від вкладень у нематеріальні активи.

Об'єктами ринку інвестиційних товарів є знову створювані та модернізовані основні й оборотні фонди, що поєднують об'єкти рухомого майна: машини й устаткування; вимірювальні та регулюючі прилади; обчислювальну техніку та транспортні засоби; інструменти та матеріали тощо. Оскільки існує велика кількість різновидів інвестиційних товарів, то можна виділити і кілька видів ринку інвестиційних товарів. Однак цей розподіл є досить умовним, оскільки не існує єдиною критерію класифікації, що може бути або більш узагальненим, або більш деталізованим.

Існує три основні агреговані види ринку інвестиційних товарів.

Перший - це ринок усіх типів машин і устаткування. Виграти на створення і придбання машин і устаткування належать до довгострокових інвестицій, оскільки їх розмір відносно велика, а термін окупності досить тривалий. Машини й устаткування, що належать до основних фондів, одночасно є як об'єктами довгострокового інвестування, так і власне виступають інвестиціями в майбутні об'єкти підприємницької діяльності. У цьому полягає їх відмінність від інших видів інвестиційних товарів, що і дає підставу іноді називати тільки їх власне інвестиційними товарами.

З огляду на прийняте в цьому дослідженні трактування інвестиційних товарів варто виокремити ще два види ринку: це ринок металів і металопродукції, що охоплює групу товарів, які є основними при виробництві машин і устаткування.



Група ж товарів, які використовують при капітальному будівництві, тобто при зведенні будинків і споруд, є об'єктами третього виду - ринку будівельних матеріалів.

Кожен з ринків інвестиційних товарів має безліч різновидів, що мають свою специфіку та особливості.

Інвестиційні товари відрізняються від споживчих тим, що останні задовольняють потреби безпосередньо, у той час як перші роблять це побічно, забезпечуючи виробництво споживчих товарів. Це зазначали ще представники австрійської школи, стверджуючи, що корисність і цінність благ нижчого порядку (споживчих благ) визначаються людськими потребами, у той час як корисність і цінність благ вищого порядку (продуктивних благ) - корисністю споживчих благ, зроблених за їх допомогою. Інвестиційні товари розглядаються в теоретичному плані як один із факторів виробництва і визначаються як усі зроблені засоби виробництва, до яких не входять "дарові блага природи", зокрема, орні землі, лісові насадження, водні ресурси, родовища мінералів і нафти.

Ринок інвестицій тісно пов'язаний із ринком капіталів. Ринки капіталу - це група взаємозв'язаних ринків, на яких формуються попит, пропонування та ціни на фінансові інструменти, зокрема ті. базовим активом яких є енергетичні та товарно-сировинні ресурси, а також відбувається перерозподіл вільних коштів інвесторів на користь тих суб'єктів, що мають у них потребу.

Ринки капіталу поєднують ринок цінних паперів (фондовий ринок) та інших фінансових інструментів (крім інструментів грошового ринку).

Функціонування інвестиційного ринку здійснюється через інфраструктуру, яка формує інформаційне та обслуговуюче середовище, яке дозволяє інвестору працювати з мінімальним ризиком. Інфраструктуру ринку інвестицій можна умовно поділити на регулюючу, функціональну та інформаційну складові.

Зокрема, регулююча складова інфраструктури здійснює впорядкування інвестиційних відносин шляхом встановлення правил, стандартів та критеріїв поведінки на ринку, та яка поєднує: державні органи регулювання ринку інвестицій (Кабінет Міністрів, Міністерство економіки, Міністерство фінансів, Держінвестицій та ін.), які виконують на ринку законодавчі, ліцензійні та наглядові

функції та процедури. Таким чином, її основою є законодавча база, яка регулює відносини суб'єктів підприємницької діяльності на інвестиційному ринку.

Функціональна складова інфраструктури інвестиційного ринку - це фінансово-кредитні інститути та сервісні організації, які здійснюють спеціалізовану діяльність з:

- ◆ залучення тимчасово-вільних коштів на фінансування інвестиційних проектів;
- ◆ створення правових, економічних та організаційних умов для сталого розвитку приватного підприємництва;
- ◆ співробітництва з міжнародними, іноземними та українськими організаціями у питаннях розвитку підприємництва;
- ◆ забезпечення проведення техніко-економічних експертиз програм та проектів підприємницької діяльності та вирішення питань;
- ◆ консультаційної підтримки підприємців з юридичних питань, ведення бухгалтерської звітності, оподаткування та пошуку ефективних джерел фінансування;
- ◆ страхування інвестиційних ризиків;
- ◆ сприяння становленню ринкових відносин в Україні через створення, підтримку та розвиток малих та середніх приватних підприємств тощо.

Інформаційна складова інфраструктури інвестиційного ринку містить ділові видання, Інтернет-сайти рейтингових систем привабливості підприємств тощо.

## **2.2 ІНВЕСТИЦІЙНА ПРИВАБЛИВІСТЬ ОБ'ЄКТІВ РИНКУ ІНВЕСТИЦІЙ**

Одним з головних завдань, які стоять перед інвестором на ринку інвестицій, є вибір об'єктів інвестування компаній та фірм тих галузей, які мають найкращі перспективи розвитку та можуть забезпечити найбільшу ефективність інвестицій. Основою такого вибору є оцінка та прогнозування інвестиційної привабливості регіонів, окремої сфери діяльності (галузі) та підприємств чи фірм

Значна частка факторів інвестиційної привабливості та їх показників є спільною для переважної більшості структурних рівнів економіки, наприклад, таких, як обсяги внутрішніх інвестиційних

ресурсів підприємства, темпи зміни прибутку та обсягів промислового виробництва, відсоток збиткових підприємств порівняно із загальною їх кількістю в країні, або в регіоні, або в конкретній галузі. Інші ж фактори характерні лише для одного або декількох структурних рівнів економіки. Наприклад, ставлення населення до курсу економічних реформ, яке можна визначити за результатами президентських або парламентських виборів, - є фактор, спільний лише для макроекономічного та регіонального рівнів.

Для розрахунку міри інвестиційної привабливості будь-якого об'єкта дослідження, необхідно врахувати велику кількість факторів, що чинять суттєвий вплив на його діяльність. Тому, кожен об'єкт повинен розглядатися як багатомірний та такий, що описується системою показників.

Наприклад при розгляді міри інвестиційної привабливості регіону повинна використовуватись якомога більша кількість показників, що характеризують потенційний об'єкт інвестування, однак у реальних умовах існують певні обмеження. Врахування великої кількості показників, з одного боку, збільшує трудомісткість розрахунків, а з іншого - підвищує якість інформаційної моделі, що описує регіональну економічну систему.

Існують різні підходи до проблеми відбору показників, які повинні бути враховані при аналізі інвестиційної ситуації в регіоні.

Найчастіше за базу оцінки використовуються показники, запропоновані І. Бланком [5], які містять:

1) Рівень загальноекономічного розвитку регіону:

- питому вагу регіону у ВВП і національному доході;
- обсяг виробленої промислової продукції на душу населення;
- рівень самозабезпечення регіону основними продуктами;
- обсяг та динаміку капітальних вкладень у регіоні на душу населення;
- число компаній та фірм різних форм власності та ін.

2) Рівень розвитку інвестиційної інфраструктури регіону:

- кількість підрядних будівельних організацій усіх форм власності;
- обсяг місцевого виробництва основних видів будівельних матеріалів;
- виробництво енергетичних ресурсів на душу населення;

- забезпеченість залізничним та автомобільним транспортом.

3) Демографічну характеристику регіону:

- питома вага населення регіону в загальній кількості жителів України;
- співвідношення сільських та міських жителів;
- питома вага населення, яке зайняте у громадському виробництві на підприємствах усіх форм власності;
- рівень кваліфікації працівників регіону.

4) Рівень розвитку ринкових відносин та комерційної інфраструктури регіону:

- питома вага приватизованих підприємств у загальній кількості підприємств;
- питома вага компаній та фірм недержавних форм власності у загальній кількості виробничих підприємств;
- чисельність спільних підприємств, банківських установ, страхових компаній та бірж (фондових, товарних, спеціалізованих).

5) Рівень кримінальних, екологічних та інших ризиків: рівень економічних правопорушень;

- питома вага підприємств зі шкідливими виробництвами;
- середній радіаційний фон тощо.

**Інвестиційна привабливість галузей** - це інтегральна характеристика окремих галузей економіки з позицій перспективності розвитку, дохідності інвестицій та рівня галузевих інвестиційних ризиків.

Інвестиційна привабливість окремої сфери діяльності (галузі) містить: важливість галузі (значення продукції, її особливість, частку експорту, залежність від імпорту, рівень забезпеченості внутрішніх потреб країни тощо); характеристику споживання продукції галузі; рівень конкуренції чи монопольності; особливості ринку збуту; фактичні та потенційно можливі обсяги ринку; рівень державного втручання у розвиток галузі (законодавство, податки, амортизаційна та кредитна політика тощо); соціальну роль галузі (кількість робочих місць, середню зарплатню, екологічну забезпеченість виробництва); фінансові умови роботи галузі (середній рівень прибутковості, оборотність активів тощо) та ін.

Зазначені вище показники можна згрупувати за такими критеріями:

- 1) ринкові - розмір сегменту ринку, що охоплює галузь, темп його росту та потенціал, циклічність попиту, еластичність цін, прибутковість та диференціал продукції;
- 2) конкуренція - стан конкуренції галузевого ринку, наявність рівних конкурентів, інтенсивність конкуренції, міра спеціалізації конкурентів, наявність товарів-замінників, завантаження потужностей тощо;
- 3) бар'єри входження у галузь - наявність каналів розподілу та доступу до них, доступ до сировинних ресурсів, захищеність з боку держави, соціальні проблеми галузі, які можуть здійснити вплив на входження у галузь та ін.;
- 4) бар'єри виходу підприємства із галузі - наявні обмеження державного та соціального порядку, які перешкоджають виходу із галузі, спеціалізації активів і можливості їх перепрофілювання та використання за іншим призначенням;
- 5) взаємовідносини із позичальниками - наявність місцевих постачальників, матеріалів-замінників, інтенсивність конкуренції серед постачальників, можливість формування стратегічних союзів та інших взаємовідносин з постачальниками сировини і матеріалів, рівнем вертикальної інтеграції з постачальниками;
- 6) технологічні фактори - рівень технічних нововведень у галузі, складність продукції і виробництва, патентно-ліцензійна ситуація у галузі, капіталомісткість і наукомісткість продукції.

Визначення інвестиційної привабливості окремого підприємства (фірми) полягає у визначенні інтегральної характеристики окремого підприємства як об'єкта інвестування з позицій перспективності розвитку, менеджменту, обсягів і перспектив збуту продукції, виробничого та експортного потенціалу, ефективності використання активів, їх ліквідності, стану платоспроможності та фінансової стійкості, див. рис. 2.1.

Найчастіше у світовій та вітчизняній практиці для визначення інвестиційної привабливості підприємства використовується методика визначення стану підприємства заданими бухгалтерської фінансової звітності, яка містить розрахунок групи показників, вибір яких залежить від цілей, що ставить перед собою інвестор.

Основним джерелом інформації для визначення інвестиційної привабливості є бухгалтерська (фінансова) звітність підприємства

за два останні календарні роки та останній звітний період, а саме: бухгалтерський баланс Ф.1 (річний або квартальний), звіт про дебіторську або кредиторську заборгованість (Ф.1-б), звіт про фінансові результати діяльності підприємства (Ф2), звіт про фінансово-майновий стан (Ф3), примітки до річної фінансової звітності (Ф5) та, за необхідності, розшифровки дебіторсько-кредиторської заборгованості, структури запасів, готової продукції, основних фондів тощо.



Рис. 2.1. Фактори інвестиційної привабливості підприємства

Оцінка фінансового стану підприємства складається з таких етапів:

- оцінки майнового стану підприємства та динаміки його зміни;
- оцінки фінансових результатів діяльності підприємства;
- оцінки ліквідності;
- аналізу ділової активності;
- аналізу платоспроможності (фінансової стійкості);
- аналізу рентабельності.

Алгоритм розрахунку фінансових показників (коефіцієнтів) та їх нормативні значення визначені у таблицях 2.1-2.6.

1. Оцінка майнового стану підприємства дає змогу визначити абсолютні й відносні зміни статей балансу за визначений період, відслідковувати тенденції їхньої зміни та визначити структуру фінансових ресурсів підприємства. Для оцінки майнового стану доцільно розрахувати такі показники (коефіцієнти), які характеризують виробничий потенціал підприємства: коефіцієнт зносу основних засобів, коефіцієнт оновлення основних засобів та коефіцієнт вибуття основних засобів, див. табл. 2.1.

Таблиця 2.1. Розрахунок показників оцінки майнового стану підприємства

№ п/п	Назва показника	Алгоритм розрахунку	Нормативне значення
1	Коефіцієнт зносу основних засобів	$\Phi.1 \text{ р. } 032 / \Phi.1 \text{ р. } 031$	Зменшення
2	Коефіцієнт оновлення основних фондів	$\phi.5 \text{ р. } 260 \text{ (гр. } 5) / \phi.1 \text{ р. } 031 \text{ (гр. } 4)$	Збільшення
3	Коефіцієнт вибуття основних фондів	$\phi.5 \text{ р. } 260 \text{ (гр. } 8) / \phi.1 \text{ р. } 031 \text{ (гр. } 3)$	Повинен бути меншим, ніж коефіцієнт оновлення основних фондів

2. Аналіз фінансових результатів діяльності підприємства передбачає дослідження динаміки та структури фінансових результатів його діяльності, дозволяє визначити фактори, що вплинули на формування розміру чистого прибутку (збитку) підприємства.

За результатами аналізу складається висновок щодо прибутковості або збитковості діяльності підприємства, тенденцій зміни фінансових результатів діяльності підприємства порівняно з попередніми періодами, основних факторів, що вплинули на формування кінцевих результатів господарської діяльності підприємства.

3. Аналіз ліквідності підприємства здійснюється за даними балансу та дозволяє визначити спроможність підприємства сплачувати свої поточні зобов'язання.

Аналіз ліквідності підприємства здійснюється шляхом розрахунку таких показників (коефіцієнтів): коефіцієнта покриття, коефіцієнта швидкої ліквідності, коефіцієнта абсолютної ліквідності та чистого оборотного капіталу, див. табл. 2.2.

Таблиця 2.2. Розрахунок показників ліквідності підприємства

№ п/п	Назва показника	Алгоритм розрахунку	Нормативне значення
1	Коефіцієнт покриття	$\Phi 1 \text{ р. } 260 / \phi 1 \text{ р. } 620$	$>1$
2	Коефіцієнт швидкої ліквідності	$\phi 1 (\text{р.} 260 - \text{р. } 100 - \text{р. } 110 - \text{р.} 120 - \text{р.} 130 - \text{р. } 140) / \phi 1 \text{ р. } 620$	0,6 - 0,8
3	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	$\phi 1 (\text{р. } 220 + \text{р. } 230 + \text{р. } 240) / \phi 1 \text{ р. } 620$	$>0$ , збільшення
4	Чистий оборотний капітал, тис. гри.	$\phi 1 (\text{р. } 260 - \text{р. } 620)$	$>0$ , збільшення

Аналіз платоспроможності (фінансової стійкості) підприємства здійснюється за даними балансу підприємства, характеризує структуру джерел фінансування ресурсів підприємства, міру фінансової стійкості і незалежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування діяльності.

Аналіз платоспроможності (фінансової стійкості) підприємства здійснюється шляхом розрахунку таких показників (коефіцієнтів): коефіцієнта платоспроможності (автономії), коефіцієнта фінансування, коефіцієнта забезпеченості власними оборотними засобами та коефіцієнта маневреності власного капіталу, див. табл. 2.3.



Аналіз ділової активності дозволяє проаналізувати ефективність основної діяльності підприємства, що характеризується швидкістю обертання фінансових ресурсів підприємства.

Аналіз ділової активності підприємства здійснюється шляхом розрахунку таких показників (коефіцієнтів): коефіцієнта оборотності активів, коефіцієнта оборотності дебіторської заборгованості, коефіцієнта оборотності кредиторської заборгованості, тривалості обертів дебіторської та кредиторської заборгованостей, коефіцієнта оборотності матеріальних запасів, коефіцієнта оборотності основних засобів (фондовіддачі) та коефіцієнта оборотності власного капіталу, див. табл.2.4.

Таблиця 2.3.Розрахунок показників платоспроможності (фінансової стійкості) підприємства

№ п /п	Назва показника	Алгоритм розрахунку	Нормативне значення
1	Коефіцієнт платоспроможності (автономії)	$\phi 1 \text{ р. } 380 / \phi 1 \text{ р. } 640$	$>0,5$
2	Коефіцієнт фінансування	$\phi 1 (\text{р. } 430 + \text{р. } 480 + \text{р. } 620 + \text{р. } 630) / \phi 1 \text{ р. } 380$	$<1$ , зменшення
3	Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними запасами	$\phi 1 (\text{р. } 260 - \text{р. } 620) / \phi 1 \text{ р. } 260$	$>0,1$
4	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	$\phi 1 (\text{р. } 260 - \text{р. } 620) / \phi 1 \text{ р. } 380$	$>0$ , збільшення

Таблиця 2.4. Розрахунок показників ділової активності підприємства

№ п/п	Назва показника	Алгоритм розрахунку	Нормативне значення
1	Коефіцієнт оборотності активів	$\frac{\text{ф2 р. 035}}{\text{ф1 (р. 280(гр. 3) + р. 280 (гр. 4))} / 2}$	збільшення
2	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	$\frac{\text{ф2 р. 035}}{\text{ф1 [ (р. 520 / р. 600) гр. 3 + (р. 520 / р. 600) гр. 4 ]} / 2}$	збільшення
3	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	$\frac{\text{ф2 р. 035}}{\text{ф1 [(р.150/р.210)гр.3 + (р.150/р. 210) гр. 4 ]} / 2}$	збільшення
4	Строк - погашення дебіторської заборгованості, днів	тривалість періоду / коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	зменшення
5	Строк - погашення кредиторської заборгованості, днів	тривалість періоду / коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	зменшення
6	Коефіцієнт оборотності матеріальних запасів	$\frac{\text{ф2 р. 040}}{\text{ф1 [ (р. 100 / р. 140) гр. 3 + (р.100 / р. 140) гр. 4 ]} / 2}$	збільшення
7	Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)	$\frac{\text{ф2 р. 035}}{\text{ф1 (р. 031 гр. 3 + р. 031 гр. 4)} / 2}$	збільшення
8	Коефіцієнт оборотного капіталу	$\frac{\text{ф2 р. 035}}{\text{ф1 (р. 380 гр. 3 + р. 380 гр. 4)} // 2}$	збільшення

6. Аналіз рентабельності підприємства дозволяє визначити ефективність вкладення коштів у підприємство та раціональність

їхнього використання. Аналіз рентабельності підприємства здійснюється шляхом розрахунку таких показників (коефіцієнтів): коефіцієнта рентабельності активів, коефіцієнта рентабельності власного капіталу, коефіцієнта рентабельності діяльності та коефіцієнта рентабельності продукції, див. табл. 2.5.

Таблиця 2.5. Розрахунок показників рентабельності підприємства

№ п/п	Назва показника	Алгоритм розрахунку	Нормативне значення
1	Коефіцієнт рентабельності активів	$\frac{\text{ф2 р. 220 або р. 225} / \text{ф1(р. 280 (гр. 3)+р. 280 (гр. 4))}}{2}$	>0, збільшення
2	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	$\frac{\text{ф2 р. 220 або р. 225}}{\text{ф1 (р. 380 (гр. 3)+р. 380 (гр. 4))}} / 2$	>0, збільшення
3	Коефіцієнт рентабельності діяльності	$\frac{\text{ф2 р. 220 або р. 225}}{\text{ф2 р. 035}}$	>0, збільшення
4	Коефіцієнт рентабельності продукції	$\frac{\text{ф2 р. 100 (або р. 105)+090-060}}{\text{ф2 (р. 040+070+080)}}$	>0, збільшення

Усі розраховані коефіцієнти (показники) заносяться до спеціальної таблиці та визначається рейтингова оцінка підприємства. Дотримання критеріального рівня кожного з коефіцієнтів дає певний відсоток (питома вага конкретного коефіцієнта в загальній кількості показників), недотримання оптимального значення коефіцієнта дає - 0 %. Потім набрана сума відсотків додається та підприємству присвоюється рейтинг відповідно до певної рейтингової системи, див. табл. 2.6. Найбільше значення рейтингової оцінки - 100%.

Окрім зазначених вище показників, при оцінці інвестиційної привабливості підприємств використовують також інші, зокрема, у

випадку, коли інвестор планує придбати цінні папери, емітовані цим підприємством.

У цьому випадку під інвестиційною привабливістю розуміють наявність економічного ефекту (доходу) від вкладення грошей в цінні папери при мінімальному рівні ризиків. Методика оцінки базується на використанні аналізу факторів і припускає розрахунок результативних показників (коефіцієнтів), їх групування за економічним змістом, оцінку поточного фінансового стану та перспектив його розвитку.

Таблиця 2.6. Рейтингова оцінка підприємства

Оцінка	Рейтинг	Характеристика
90-100%	Високий	Висока платоспроможність, відмінний фінансовий стан
80-90%	Достатній	Достатньо добрий фінансовий стан. Підприємство з мінімальним ризиком
60-80%	Задовільний	Задовільний фінансовий стан та рівень платоспроможності
40-60%	Недостатній	Надійність підприємства викликає підозру, недостатній рівень платоспроможності. Високий рівень ризику
0-40%	Поганий	Фінансовий стан поганий. Вкладення коштів у підприємство є надризиковим

Підсумком аналізу є висновок про міру інвестиційної привабливості акціонерної компанії.

Показники інвестиційної привабливості емітента класифікують за двома напрямками:

- 1) акції пропонуються вперше (первинна емісія);
- 2) акції тривалий час обертаються на фондовому ринку.

У першому випадку оцінка інвестиційної привабливості компанії проводиться з використанням традиційних показників,

наведених нами у табл. 2.1-2.5. В іншому - оцінка доповнюється аналізом ряду нових показників, серед яких найважливішими є такі, див. табл. 2.7.

Розглянуті показники характеризують ефективність попередніх випусків акцій акціонерного товариства.

Оцінка характеру обігу акцій на ринку пов'язана, передусім, з показниками їх ринкової вартості та ліквідності. Серед цих параметрів найважливішу роль відіграють такі (табл. 2.8).

Далі в оцінці привабливості здійснюється оцінка умов емісії цінних паперів. Чинним законодавством встановлені жорсткі вимоги до проспекту емісії цінних паперів. Він повинен містити інформацію про емітента, його фінансово-господарський стан, цінні папери, щодо яких прийнято рішення про відкрите (публічне) розміщення.

Таблиця 2.7. Коефіцієнти, що характеризують ефективність первинної емісії акцій

І ПОКАЗНИК	ПРИЗНАЧЕННЯ	РОЗРАХУНКОВА ФОРМУЛА
Коефіцієнт віддачі акціонерного капіталу	Характеризує рівень чистого прибутку, який припадає на акціонерний капітал	Чистий прибуток ділиться на середню вартість акціонерного капіталу за розрахунковий період
Балансова вартість однієї акції	Відображає розмір акціонерного та резервного капіталів, які припадають на одну акцію, тобто забезпеченість акціонерного товариства власними коштами	Сума акціонерного та резервного капіталу ділиться на загальну кількість акцій акціонерного товариства на певну дату
Коефіцієнт дивідендних виплат	Характеризує частку дивідендних виплат в	Сума дивідендів, виплачених акціонерним то-

	чистому прибутку акціонерного товариства	вариством в певному періоді, поділена на суму чистого прибутку товариства за розрахунковий період
Коефіцієнт забезпеченості привілейованих акцій (префакцій) чистими активами	Відображає розмір чистих активів, що припадає на одну рефакцію. Чисті активи =активи- зобов'язання	Чисті активи товариства на певну дату, що діляться на кількість префакцій, що знаходяться в обігу
Коефіцієнт покриття дивідендів по префакціям	Дозволяє оцінити, якою мірою розмір чистого прибутку суспільства забезпечує виплату дивідендів	Чистий прибуток суспільства за розрахунковий період, що ділиться на суму дивідендів, передбачену до виплати по префакціям в розрахунковому періоді

Таблиця 2.8. Коефіцієнти, що визначають характер обігу акцій на організованому ринку цінних паперів

ПОКАЗНИК	ПРИЗНАЧЕННЯ	РОЗРАХУНКОВА ФОРМУЛА
Коефіцієнт виплати дивідендів	Характеризує співвідношення суми дивіденду та ціни акції	Сума дивіденду, виплаченого за акцією в певному періоді, поділена на ціну котирування акції на початок і певного періоду
Коефіцієнт співвідношення ціни та прибутковості акції	Показує співвідношення між ціною акції та доходом, який вона приносить. Чим нижче це співвідношення, тим привабливіша акція для інвестора	Ціна акції на початок періоду, що розглядається, ділена на сукупний дохід, отриманий за акцією на кінець цього періоду
Коефіцієнт ліквідності акцій на фондовій біржі	Характеризує можливості швидкого перетворення акцій у готівку за потреби їх реалізації	Загальний об'єм пропозиції певних акцій на біржових торгах (або за усіма торгами загалом), ділений на загальний обсяг продажу певних акцій на біржових торгах (або за усіма торгами за період)
Коефіцієнт співвідношення котируваних цін пропозиції та попиту на акцію	Відображає співвідношення між ціною пропозиції та попитом на акцію	Середній рівень цін пропозиції на торгах, поділений на середній рівень цін попиту на акцію на торгах

Коефіцієнт обороту акції	Відображає обсяг обігу, а також рівень ліквідності за наслідками біржових торгів	Загальний обсяг продажів певних акцій на торгах за період, ділиться на загальну кількість акцій фірми, та помножений на середню ціну продажу однієї акції в певному періоді
--------------------------	--	---

Оцінюючи умови емісії, інвестор має звернути увагу, насамперед, на:

- ціну емісії;
- умови та періодичність виплати дивідендів або відсотків;
- міру участі окремих власників в управлінні акціонерним товариством та ін.

Слід зазначити, що часто пропонований емітентом розмір дивідендів за акціями не має характеру не тільки юридичних, але і контрактних зобов'язань. Тому, орієнтуватися тільки на цей показник навряд чи доцільно. Багато що залежить від кон'юнктури фондового ринку, фінансового стану емітента й інших чинників.

На основі вивчення зазначених параметрів, що характеризують поточний фінансовий стан емітента та перспективи його розвитку, визначається міра його інвестиційної привабливості.

Надійним і перспективним об'єктом інвестування вважається акціонерна компанія зі стійким фінансовим станом, обсягом продажів, що зростатимуть у майбутньому, та з нормою чистою прибутку на авансований капітал, що перевищує середній розмір за останні 3-5 років.

Що стосується співвідношення "ціна/дохід", то цей показник залежить від ринкової кон'юнктури (курсу акцій), тому орієнтуватися на нього слід обережно, а саме - з урахуванням майбутнього прогнозу ринкових коливань курсу цінних паперів.



## 2.3. КОН'ЮНКТУРА ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ ТА ІНВЕСТИЦІЙНИЙ КЛІМАТ

**Кон'юнктура інвестиційного ринку** - це форма виявлення на інвестиційному ринку загалом, або на окремих його сегментах системи факторів (умов), які визначають співвідношення попиту, пропозиції, цін та конкуренції [5].

Для кон'юнктури інвестиційного ринку характерні 4 стадії:

1) Підйом кон'юнктури, пов'язаний з підвищенням активності ринкових процесів у зв'язку з пожвавленням економіки загалом. Він характеризується ростом обсягів попиту на об'єкти інвестування, підвищенням рівня цін, розвитком конкуренції серед інвестиційних посередників.

2) Кон'юнктурний бум, пов'язаний з різким зростанням попиту на усі інвестиційні товари, які пропозиція не зважаючи на ріст, задовольнити не може. Одночасно ростуть ціни на усі об'єкти інвестування, підвищуються доходи інвесторів та інвестиційних посередників.

3) Ослаблення кон'юнктури, пов'язане зі зниженням інвестиційної активності через спад в економіці загалом, майже повним насиченням попиту на об'єкти інвестування та деяким надлишком їх пропозиції. Для цієї стадії характерні спочатку стабілізація, а потім і початок зниження рівня цін на більшість об'єктів інвестування. Відповідно знижуються доходи інвесторів та інвестиційних посередників.

4) Кон'юнктурний спад - це найбільш не сприятлива стадія на інвестиційному ринку з позицій інвестиційної активності. Вона характеризується найнижчим рівнем попиту та скороченням обсягів пропозиції об'єктів інвестування. На цій стадії кон'юнктури ринку суттєво знижуються ціни на об'єкти інвестування, а доходи інвесторів та інвестиційних посередників падають до найнижчої позначки, а в ряді випадків інвестиційна діяльність є збитковою.

Таким чином, інвестиційний ринок розвивається циклічно та мінливо згідно з кон'юнктурною тенденцією, див. рис. 2.2.

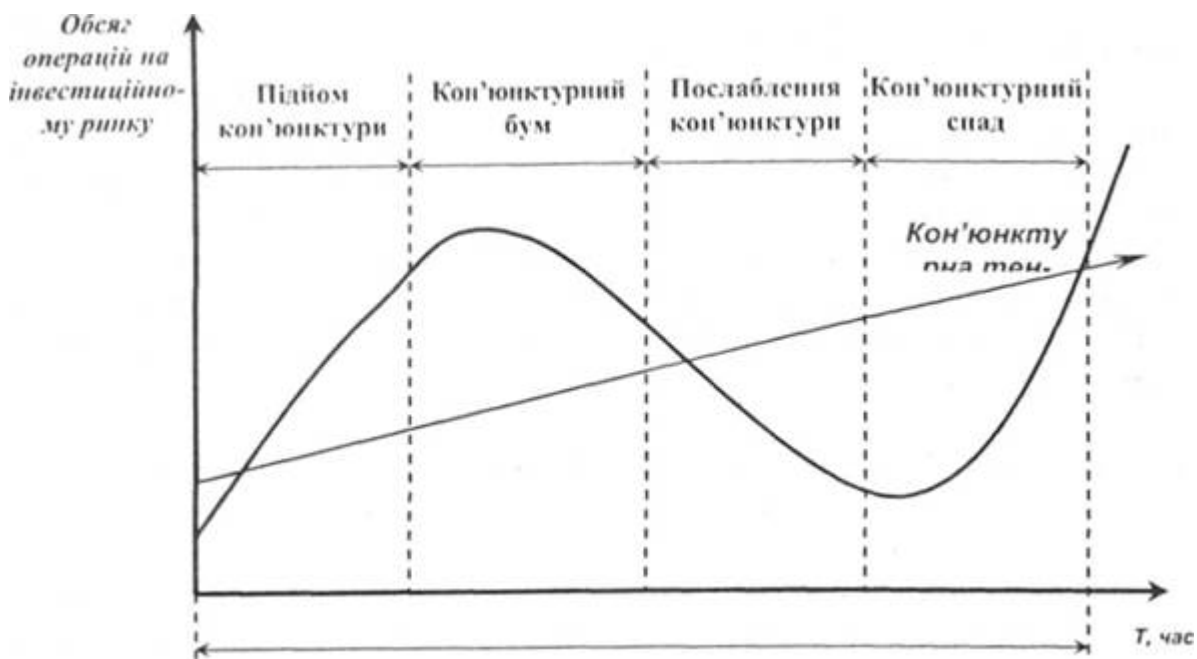


Рис. 2.2. Кон'юнктурний цикл інвестиційного ринку

У зв'язку з тим, що кон'юнктура інвестиційного ринку постійно змінюється, то для формування ефективної інвестиційної стратегії та прийняття економічно обґрунтованих інвестиційних рішень її необхідно систематично досліджувати. Вивчення кон'юнктури інвестиційного ринку охоплює такі стадії:

Поточне спостереження за інвестиційною активністю і, насамперед, в тих сегментах ринку, в яких планується здійснити, або вже здійснюється інвестиційна діяльність.

Аналіз поточної кон'юнктури інвестиційного ринку та виявлення сучасних тенденцій її розвитку. Цей аналіз складається з виявлення особливостей конкретних сегментів інвестиційного ринку і тих змін, які відбуваються на ринку у момент спостереження, порівняно з попереднім періодом.

Прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку для вибору основних напрямів стратегії інвестиційної діяльності та формування інвестиційного портфеля. Основне завдання прогнозу - визначити тенденції факторів, які формують інвестиційний клімат та які впливають на стан інвестиційного ринку у перспективі.

Кон'юнктура інвестиційного ринку змінюється під впливом інвестиційного клімату.

Інвестиційний клімат - це сукупність політичних, правових, економічних та соціальних умов, що забезпечують та сприяють

інвестиційній діяльності вітчизняних та іноземних інвесторів. Сприятливий інвестиційний клімат повинен забезпечити, насамперед, захист прав інвестора від інвестиційних ризиків, тобто непередбачених втрат доходу і капіталу.

До чинників, що формують інвестиційний клімат належать:

- ◆ рівень розвитку продуктивних сил та стан інвестиційного ринку, який містить стан та структура виробництва, рівень розвитку робочої сили, стан ринку інвестиційних товарів та послуг тощо;
- ◆ політичні та правові чинники - створення відповідного законодавчого та нормативного поля, яке залежить від політичної волі законодавчої та виконавчої гілок влади; заходи з державної підтримки та стимулювання інвестиційної діяльності; досягнення стабільності національної грошової одиниці; валютне регулювання; забезпечення привабливості об'єктів інвестування.
- ◆ стан фінансово-кредитної системи та діяльність фінансових посередників: рівень розвитку та функціонування фінансового ринку; інвестиційна діяльність банків; інвестиційна політика НБУ.
- ◆ статус іноземного інвестора: режим іноземного інвестування; діяльність міжнародних фінансово-кредитних інституцій; наявність вільних економічних та офшорних зон.
- ◆ інвестиційну активність населення: відносини власності в державі; стан ринку нерухомості; стабільність національної валюти тощо.

На жаль, кризові процеси та інфляція призвели сьогодні до порушення оптимальних співвідношень між національними заощадженнями та інвестиціями в народне господарство: щороку значна частина заощаджень залишалася неконвертованою в інвестиції. Як наслідок, не повністю використовуються можливості нарощування інвестиційного потенціалу національної економіки. Особливо давалися в знаки такі негативні чинники:

- ◆ недосконалість законодавства, що регулює інвестиційну діяльність;
- ◆ відсутність скоординованої державної інвестиційної політики, спрямованої на перетворення ринків капіталу в один із головних механізмів реалізації інвестиційного потенціалу національної економіки;

- ◆ низька дієздатність банківсько-кредитної системи та її фактична неспроможність акумулювати достатньо високий інвестиційний потенціал населення;
- ◆ нерозвиненість фондового ринку, відсутність розвинутої мережі інституційних інвесторів, необхідної системи страхування інвестиційних ризиків та іпотечних відносин, лізингу та інших інститутів фінансування;
- ◆ низький рівень капіталізації прибутків підприємств та відсутність економічних та (податкових) стимулів для інвестування;
- ◆ неефективне та безсистемне використання амортизаційних фондів;
- ◆ розпорошування інвестиційних бюджетних коштів - спрямування інвестиційного потенціалу приватизації переважно на цілі бюджетного споживання;
- ◆ наявність проблем у корпоративному секторі та незахищеність прав інвесторів;
- ◆ низький рівень торговельної активності на вітчизняному ринку акцій внаслідок того, що контрольні пакети акцій належать великим власникам, які не зацікавлені у додаткових їх випусках;
- ◆ недостатнє висвітлення інформації про емітентів, професійних учасників ринку цінних паперів, ризиків стосовно фінансових інструментів, що перешкоджає оцінці інвестором реальної вартості і потенціалу українських підприємств, прийняттю ним інвестиційних рішень;
- ◆ значні обсяги тіньового бізнесу як основного джерела нелегального накопичення та вивезення капіталу.

Отже, на інвестиційному ринку накопичилися проблеми, які потребують невідкладного розв'язання. Оптимальний варіант розв'язання цих проблем має визначатися на основі порівняльного аналізу розвитку світових ринків інвестиційного капіталу, тенденціями розвитку яких є:

- ◇ створення глобальних торговельних та розрахунково-клірингових систем для обслуговування світової торгівлі;
- ◇ підвищення рівня використання новітніх інформаційних і фінансових технологій, впровадження фінансового інжинірингу;
- ◇ універсалізація діяльності фінансових установ (як банківських, так і небанківських), внаслідок чого увага приділяється, передусім,

якості, швидкості та мінімальній ризикованості послуг, а не спеціалізації цих установ за видами фінансових послуг;

◇ зростання ролі інституційних інвесторів (інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній тощо) у здійсненні фінансових інвестицій через ринки капіталу;

◇ комерціалізація центральних ринкових інституцій, тобто остаточний перехід від публічних форм управління системоутворюючими організаціями до приватних:

◇ консолідація корпоративних інституцій інфраструктури ринків капіталу, яка відбувається згідно з утвореною природнім шляхом формою того чи іншого регульованого ринку (горизонтальна консолідація), що має, здебільшого, наднаціональний характер, або здійснювана за ініціативою держави і за згодою учасників ринків у межах однієї країни (вертикальна консолідація);

◇ консолідація системи державного регулювання всіма складовими ринків капіталу, що завершилася в багатьох країнах утворенням єдиного державного органу консолідованого нагляду за фінансовими послугами та ринками, з одночасною дерегуляцією окремих складових ринків капіталу та посиленням їх саморегулювання.

З метою створення привабливого інвестиційного клімату та активізації інвестиційної діяльності задля забезпечення сталого економічного зростання та підвищення життєвого рівня населення необхідно:

1) для створення привабливого інвестиційного середовища для приватного не позичкового капіталу:

◆ дерегулювання підприємницької діяльності та лібералізація ділової активності;

◆ завершення формування стабільної нормативно-правової бази, яка б ґрунтувалася на принципах рівності всіх інвесторів;

◆ забезпечення прозорості процедур прийняття рішень центральними та місцевими органами виконавчої влади;

◆ удосконалення механізмів управління корпоративними правами, в тому числі тими, що належать державі, посилення захисту прав дрібних акціонерів;

◆ підвищення ефективності процедур банкрутства;

- ◆ забезпечення подальшого реформування податкової системи, в тому числі шляхом зниження податкового навантаження, оптимізації та підвищення прозорості процедури адміністрування податків, безумовного дотримання прав платників податків;
  - ◆ підвищення інвестиційної привабливості об'єктів приватизації;
  - ◆ подальше проведення адміністративної реформи з метою вдосконалення та підвищення ефективності державного управління, усунення бюрократизму та проявів корупції;
  - ◆ зміцнення банківської системи України, сприяння концентрації банківського капіталу, практичне запровадження іпотечних механізмів;
  - ◆ поживлення інвестиційної діяльності у спеціальних економічних зонах;
  - ◆ сприяння судовій реформі та безумовному виконанню судових рішень;
  - ◆ створення додаткових стимулів для залучення інвестицій у пріоритетні галузі української економіки;
- 2) у сфері розвитку інвестиційної діяльності держави:
- ◇ усунення структурних деформацій в економіці України шляхом випереджаючого нарощування темпів розвитку споживчих галузей та сфери послуг;
  - ◇ розширення та модернізація транспортної інфраструктури, зокрема газотранспортної системи, створення умов для зростання обсягів транзитних перевезень, створення національної мережі міжнародних транспортних коридорів на основі залучення інвестицій у розвиток транспортної інфраструктури, дорожнього господарства, з використанням механізмів концесії та лізингу;
  - ◇ сприяння збільшенню обсягу інвестицій у галузі зв'язку та телекомунікаційних послуг;
  - ◇ стимулювання залучення інвестицій у наукову, науково-технічну та інноваційну діяльність.

#### Література для вивчення теми

- 1) Постанова Кабінет Міністрів України "Про затвердження Програми розвитку інвестиційної діяльності на 2002-2010 роки" від 28 грудня 2001 р. - № 1801.

- 2) Указ Президента України "Про заходи щодо поліпшення інвестиційного клімату в Україні" від 12 липня 2001 року.
- 3) Розпорядження Кабінету міністрів України "Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні" від 8 листопада 2007 р. - № 976-р.
- 4) Положення "Про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації", затверджене Наказом Міністерства фінансів України та Фонду державного майна України від 26.01.2001 р. № 49/121 та зареєстрованого у Міністерстві Юстиції України 8.02.2001 р.-№ 121/5312.
- 5) Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент. - К.: МП "Итем" ЛТД "Юнайтед Лондон Трейд Лимитед", 1995,447 с.

#### Контрольні запитання та завдання для вивчення теми

1. Визначте характерні ознаки інвестиційного ринку.
2. Охарактеризуйте зміст інвестиційного попиту та пропозиції.
3. Охарактеризуйте основні складові інфраструктури ринку інвестицій.
4. Охарактеризуйте чинники, за якими визначається інвестиційна привабливість підприємства.
5. Охарактеризуйте чинники, за якими визначається інвестиційна привабливість регіону.
6. Охарактеризуйте чинники, за якими визначається інвестиційна привабливість сфери діяльності (галузі).
7. За якими критеріями визначається фінансово-економічний стан підприємства.
8. Охарактеризуйте стан кон'юнктури інвестиційного ринку в Україні.
9. Визначте основні складові ринку інвестицій та інвестиційних товарів.
10. Визначте чинники, що роблять інвестиційний клімат сприятливим.
11. Охарактеризуйте інвестиційний клімат в Україні.
12. Охарактеризуйте комплексні заходи щодо подальшого поліпшення інвестиційного клімату в Україні.

## ТЕМА 3. ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЇ

### 3.1. ХАРАКТЕРИСТИКА ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Одним із найпоширених видів інвестицій є фінансові інвестиції, або інвестування у фінансові інструменти, серед яких превалюють цінні папери, з метою одержання доходу (прибутку) у майбутньому.

Фінансові інвестиції групують за такими стратегічними напрямками:

- інвестиційні операції з традиційними фінансовими інструментами;
- придбання похідних цінних паперів (деривативів);
- депозитні операції;
- пайова участь у спільних підприємствах.

Згідно з Законом "Про цінні папери та фондовий ринок" [3]. **фінансові інструменти** - це цінні папери, строкові контракти (ф'ючерси), інструменти грошового обігу, відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) в разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу чи фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсіві та відсоткові опціони).

Відповідно до стандартів бухгалтерського обліку [12], під фінансовими інструментами розуміють контракти, які одночасно призводять до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства та фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого.

Фінансові інструменти поділяють на:

- ◇ **фінансові активи**, які поєднують: грошові кошти, не обмежені для використання, та їх еквіваленти; дебіторську заборгованість, не призначену для перепродажу; фінансові інвестиції, що утримуються до погашення; фінансові активи, призначені для перепродажу; інші фінансові активи;
- ◇ **фінансові зобов'язання** - містять фінансові зобов'язання, призначені для перепродажу, та інші фінансові зобов'язання;



◇ **інструменти власного капіталу** - це прості акції, частки та інші види власного капіталу;

◇ **похідні фінансові інструменти** - ф'ючерсні контракти, форвардні контракти та інші похідні цінні папери.

Основою фінансових інструментів є **цінні папери** - документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), та власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передавання прав, що випливають із цих документів, іншим особам.

Усі цінні папери можуть бути використані для здійснення розрахунків, а також як застава для забезпечення платежів і кредитів.

В Україні у цивільному обороті можуть бути такі групи цінних паперів:

1) **Пайові цінні папери** - цінні папери, які посвідчують участь їх власника у статутному капіталі (крім інвестиційних сертифікатів), надають власнику право на участь в управлінні емітентом і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна у разі ліквідації емітента. До пайових цінних паперів належать:

а) акції;

б) інвестиційні сертифікати.

2) **Боргові цінні папери** - цінні папери, що посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента сплатити у визначений строк кошти відповідно до зобов'язання. До боргових цінних паперів належать:

а) облігації підприємств;

б) державні облігації України;

в) облігації місцевих позик;

г) казначейські зобов'язання України;

д) ощадні (депозитні) сертифікати;

е) векселі.

3) **Іпотечні цінні папери** - цінні папери, випуск яких забезпечений іпотечним покриттям (іпотечним пулом), та які посвідчують право

власників на отримання від емітента належних їм коштів. До іпотечних цінних паперів належать:

а) іпотечні облігації;

б) іпотечні сертифікати;

в) заставні;

г) сертифікати фонду операцій із нерухомістю.

4) **Приватизаційні цінні папери** - цінні папери, які посвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду, земельного фонду;

5) **Похідні цінні папери** - цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний із правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів.

6) **Товаророзпорядчі цінні папери** - цінні папери, які надають їхньому держателю право розпоряджатися майном, вказаним у цих документах.

Основними формами цінних паперів є:

- бездокументарна - це здійснений зберігачем обліковий запис, який є підтвердженням права власності на цінний папір;
- документарна - паперова форма цінного паперу, що містить реквізити відповідного виду цінного паперу певної емісії, дані про кількість цінних паперів та засвідчує сукупність прав, наданих цими паперами.

Форма випуску цінних паперів визначається за рішенням емітента про випуск цінних паперів, затверджується Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку при реєстрації випуску та є підставою для взяття цих цінних паперів на обслуговування Національною депозитарною системою як іменних цінних паперів у документарній формі, цінних паперів на пред'явника у документарній формі або цінних паперів у бездокументарній формі, іменна ідентифікація власників яких здійснюється на підставі облікового реєстру рахунків власників у зберігача.

Випуск у документарній формі здійснюється емітентом шляхом виготовлення сертифікатів, які випускаються з

урахуванням вимог, визначених Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

У разі емісії цінних паперів у бездокументарній формі, емітент оформляє глобальний сертифікат, що відповідає загальному обсягу зареєстрованого випуску, і передає його на зберігання в обраний ним депозитарій.

За порядком розміщення (видачі) цінні папери поділяються на емісійні та неемісійні.

**Емісійні цінні папери** - цінні папери, що посвідчують однакові права їх власників у межах одного випуску стосовно особи, яка бере на себе відповідні зобов'язання (емітент). До них належать: акції; облігації підприємств; облігації місцевих позик; державні облігації України; іпотечні сертифікати та облігації; сертифікати фондів операцій з нерухомістю; інвестиційні сертифікати; казначейські зобов'язання України.

Усі інші цінні папери, можуть бути визнані Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку неемісійними, якщо це не суперечить спеціальним законам про ці групи та/або види цінних паперів.

За формою випуску цінні папери можуть бути на пред'явника, іменні або ордерні. Права, посвідчені цінним папером, належать:

- ◆ пред'явникові цінного паперу (цінний папір на пред'явника);
- ◆ особі, зазначеній у цінному папері (іменний цінний папір);
- ◆ особі, зазначеній у цінному папері, яка може сама здійснити ці права або призначити своїм розпорядженням (наказом) іншу уповноважену особу (ордерний цінний папір).

Далі більш детально зупинимося на характеристиці основних видів цінних паперів.

**Акція** - це іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, у т. ч. право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, а також право на управління акціонерним товариством.

Емітентом акцій є виключно акціонерне товариство. Акція має номінальну вартість, установлену в національній валюті.

Мінімальна номінальна вартість акції не може бути меншою, ніж одна копійка.

Реєстрацію випуску акцій здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку в установленому нею порядку. Обіг акцій дозволяється після реєстрації Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати розміщення акцій та видачі свідоцтва про реєстрацію випуску акцій.

Акціонерне товариство розміщує тільки іменні акції. У сертифікаті акції зазначаються: вид цінного паперу, найменування та місцезнаходження акціонерного товариства, серія та номер сертифіката, номер і дата випуску, міжнародний ідентифікаційний номер цінного паперу, тип і номінальна вартість акції, ім'я власника, кількість акцій, що випускаються.

Акціонерне товариство розміщує акції двох типів - прості та привілейовані.

**Прості акції** надають їх власникам право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством, на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації. Прості акції надають їх власникам однакові права. Прості акції не підлягають конвертації у привілейовані акції або інші цінні папери акціонерного товариства.

**Привілейовані акції** надають їх власникам переважні, стосовно власників простих акцій, права на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, а також надають права на участь в управлінні акціонерним товариством у випадках, передбачених статутом і законом, який регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств. Частка привілейованих акцій у статутному капіталі акціонерного товариства не може перевищувати 25 %.

Існують такі різновиди привілейованих акцій як:

◇ **Привілейовані акції з коригованим дивідендом** - цінний папір, який дозволяє його власнику одержувати щоквартально збільшений дивіденд, що відображає зміну відсоткових ставок з

короткотермінових державних облігацій або позичкового відсотку з банківських кредитів.

◇ **Привілейовані акції з відстроченим дивідендом** - цінний папір, який випускається тільки для засновників певного акціонерного товариства. Дивіденди по цій акції не виплачуються доти, доки за звичайними акціями не буде досягнуто виплати дивідендів за максимально встановленою квотою. Частина прибутку, що залишилася після таких виплат повністю або частково розподіляється між власниками згаданих акцій.

◇ **Кумулятивні привілейовані акції** - це акції, що мають властивість кумуляції (накопичення) дивідендів, що надає їм підвищеної надійності. Механізм здійснення накопичення є таким: дивіденди, не виплачені акціонерам протягом деякого періоду, не анулюються, а накопичуються і нараховуються власникам привілейованих акцій. Вони одержують дохід у наступному періоді у розмірі накопиченої суми. А от власники некумулятивних привілейованих акцій втрачають свій дохід у наступному періоді, протягом якого не оголошувалася виплата дивідендів.

◇ **Конвертовані привілейовані акції** можуть мати властивість обмінюватися за обумовленою ставкою на певну кількість звичайних акцій чи облігацій певного емітенту. Неконвертовані акції не змінюють свій статус. Емітент може залишити за собою право відкликання привілейованих акцій, тобто право будь-коли викупити їх за номінальною ціною з компенсаційною надбавкою.

В іноземній літературі зустрічаються й інші види акцій (див. рис. 3.1).

Акції "з блакитними корінцями" (blue chip stocks). Це акції, що випускаються найбільш потужними і солідними компаніями (у США, наприклад, це General Electric Co., Walt Disney Co., General Motors, McDonald's Corp. та ін.), які є лідерами у своїх галузях, а найголовніше, всю свою історію стабільно сплачували дивіденди акціонерам. Вкладання заощаджень у купівлю цих акцій є мало ризиковим. Першокласні акції популярні серед більшості інвесторів, у результаті чого їхні курси часто високі, особливо коли ринок нестабільний і інвестори занепокоєні якістю своїх інвестицій.

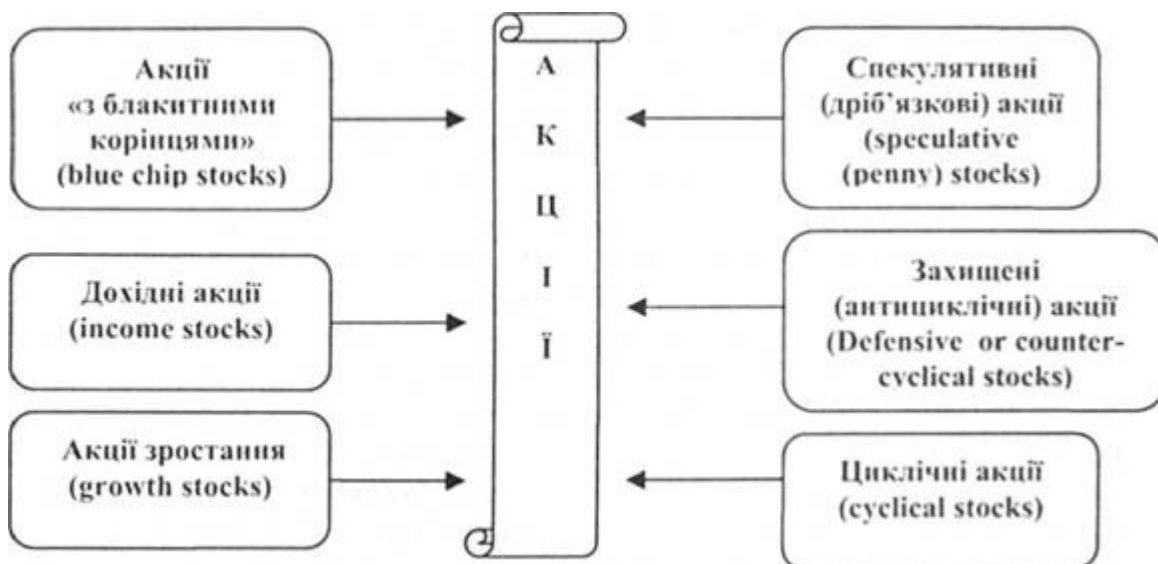


Рис. 3.1. Класифікація акцій

**Дохідні акції (income stocks).** Це акції телефонних корпорацій, корпорацій водо-, газо-, електропостачання, а також інших комунальних компаній, дивіденди за якими перевищують середній рівень. Це пояснюється тим, що такі корпорації потрібні завжди, працюють стабільно і мають добре прогнозовані джерела доходів. Інвестори купують ці акції, бо впевнені, що їхня вартість із часом буде тільки зростати.

**Акції зростання (growth stocks).** Це акції корпорацій, доходи і прибуток яких вищі за середній рівень, однак сплата по дивідендах частіше не перевищує 35 %. Пояснюється така дивідендна прагненням корпорації, насамперед, фінансувати наукові та інші дослідження, а також розширення масштабів виробництва і можливості збуту. Тому, незважаючи на низькі поточні дивіденди, більшість інвесторів надає перевагу саме цим акціям, сподіваючись, що вони у майбутньому будуть приносити великі прибутки і ринкова вартість їх значно зросте.

**Циклічні акції (cyclical stocks).** їх ціна зростає і знижується синхронно зі спадами і підйомами в економіці, тобто згідно з ритмом ділової активності. Переважно це акції корпорацій базових галузей економіки - важкої (особливо металургійної), автомобілебудування, целюлозно-паперової та ін. Інвестори намагаються купити такі акції, коли мова йде про розширення виробництва, і встигнути їх продати до початку спаду.

**Захищені (антициклічні) акції** (Defensive or counter-cyclical stocks). Це акції корпорацій, ціна на які відносно стабільна навіть при спаді в економіці загалом. Такі корпорації не змінюють своєї дивідендної політики залежно від циклів в економічному розвитку і тому сплачують своїм акціонерам майже постійні дивіденди. Багато акцій цього виду одночасно класифікують як дохідні.

**Спекулятивні (дріб'язкові) акції** (speculative (penny) stocks). Таку назву мають акції "молодих" корпорацій. Ці акції частіше продаються "з прилавку", обминаючи біржу, або на спеціалізованих "спекулятивних" біржах. Вони коштують набагато менше, ніж акції добре відомих корпорацій, однак, купуючи їх, вкладники повинні знати, на що йдуть: маленька ціна — великий ризик.

Залучення інвестиційних ресурсів на підприємстві через емісію акцій дає можливість мобілізувати вільні кошти населення та інших підприємств та організацій для поліпшення якісного стану виробничої бази та вирішення проблем фінансового забезпечення відтворення основних фондів.

**Облігація** - цінний папір, що посвідчує внесення його власником грошей, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбаченій умовами розміщення облігацій строк та виплатити дохід за облігацією, якщо інше не передбачено умовами розміщення.

Облігації розміщуються у документарній або бездокументарній формі. Емітент у порядку, встановленому Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, може розміщувати облігації таких видів:

- **відсоткові облігації** - облігації, за якими передбачається виплата відсоткових доходів.
- **цільові облігації** - облігації, виконання зобов'язань за якими дозволяється товарами та/або послугами відповідно до вимог, встановлених умовами розміщення таких облігацій.
- **дисконтні облігації** - облігації, що розміщуються за ціною, нижчою ніж їх номінальна вартість. Різниця між ціною придбання та номінальною вартістю облігації виплачується власнику облігації під час її погашення і становить дохід (дисконт) за облігацією.

Облігації можуть розміщуватися з фіксованим строком погашення, єдиним для всього випуску. Дострокове погашення облігацій за вимогою їх власників дозволяється у разі, коли така можливість передбачена умовами розміщення облігацій, якими визначені порядок встановлення ціни дострокового погашення облігацій і строк, у який облігації можуть бути пред'явлені для дострокового погашення.

Облігація має номінальну вартість, визначену в національній валюті, а якщо це передбачено умовами розміщення облігацій - в іноземній валюті. Мінімальна номінальна вартість облігації не може бути меншою, ніж одна копійка.

Емітент може розміщувати іменні облігації та облігації на пред'явника. Обіг облігацій дозволяється після реєстрації Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати розміщення облігацій та видачі свідоцтва про реєстрацію випуску облігацій.

У сертифікаті облігації зазначаються: назва виду цінного паперу, найменування та місцезнаходження емітента, міжнародний ідентифікаційний номер цінного паперу, номінальна вартість облігації, загальна сума випуску, строк погашення, розмір та строки виплати відсотків (для відсоткової облігації), дата прийняття рішення про розміщення облігацій, серія та номер сертифіката облігації, підпис керівника емітента або іншої уповноваженої особи, засвідчений печаткою емітента.

Відповідно до чинного законодавства, існують такі види облігацій.

**Облігації підприємств**, які підтверджують зобов'язання емітента за ними, розміщуються юридичними особами тільки після повної сплати свого статутного капіталу та не дають право на участь в управлінні емітентом.

Не допускається розміщення облігацій підприємств для формування та поповнення статутного капіталу емітента, а також покриття збитків від господарської діяльності шляхом зарахування доходу від продажу облігацій як результату поточної господарської діяльності.



Юридична особа має право розміщувати облігації на суму, яка не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами.

Умови розміщення облігацій можуть передбачати можливість їх конвертації в акції акціонерного товариства (конвертовані облігації).

Як засвідчує світова практика, корпорації, що випускають облігації, часто звертають увагу на умови їх погашення, ліквідність, міру безпеки тощо, щоб зробити ці облігації більш привабливими для майбутніх інвесторів.

Залежно від того, яким умовам відповідає та чи інша облігація, їх можна згрупувати у такі категорії, див. рис. 3.2.



Рис. 3.2. Класифікація облігацій

Розподіляються на іменні облігації (registered bonds) (зарєєстровані), виплати за якими здійснюються безпосередньо їх власником поштою або іншим чином, чиї імена мають бути вказані в облігації і занесені у книгу реєстрації, і облігації на пред'явника (coupon bonds) (не зарєєстровані), до яких додаються купони для

одержання виплат на кожну дату платежу. Власник відрізає відповідний купон і пред'являє його до сплати, коли ця дата настає:

◇ виходячи з принципів викупу (погашення), - серійні облигації (serial bonds), що гасяться послідовно по серіях через визначені інтервали часу, і ординарні облигації (ordinary or single - payment bonds), що викупуваються одночасно у встановлену дату;

◇ виходячи із міри безпеки - гарантовані облигації (secured bonds), впевненість у погашенні яких у встановлений строк базується на оголошеній заставі нерухомого майна або інших фондів, і незабезпечені облигації (unsecured bonds), що не підкріплені певною заставою;

◇ виходячи з можливого довгострокового викупу - облигації з правом дострокового погашення (callable or optional bonds), які за ініціативою емітента можуть викупуватися раніше зафіксованого кінцевого строку; відшкодовані облигації (redeemable bonds), які за бажанням власника можуть у будь-який момент вільно обмінюватися на гроші; конвертовані облигації (convertible bonds), які за бажанням власника можуть обмінюватися на інші цінні папери (частіше прості акції), що випускаються емітентом.

Одні облигації мають вільний обіг, інші - обмежений. Купуючи останні, інвестор приймає зобов'язання залишатися їх власником протягом певного часу, обмежуючи ціни або коло суб'єктів торгівлі. Але є і такі облигації, котрі взагалі не підлягають обігу: вони не можуть ні продаватися, ні обмінюватися, ні використовуватися як застава.

Верховна Рада Автономної Республіки Крим або міська рада, відповідно до вимог, установлених бюджетним законодавством, можуть прийняти рішення про емісію та розміщення облигацій місцевих позик.

До облигацій місцевих позик належать облигації внутрішніх та зовнішніх місцевих позик. Реєстрацію випуску облигацій місцевих позик здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Одним із видів облигацій є державні облигації, які поділяються на облигації внутрішніх державних позик України, облигації зовнішніх державних позик України та цільові облигації внутрішніх державних позик України. Державні облигації України можуть бути:

- довгострокові - понад п'ять років;
- середньострокові - від одного до п'яти років;
- короткострокові - до одного року.

**Облігації внутрішніх державних позик України** - державні цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій.

**Цільові облігації внутрішніх державних позик України** - облігації внутрішніх державних позик, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених на цю мсту законом про Державний бюджет України на відповідний рік, та в межах граничного розміру державного боргу.

Кошти, залучені до Державного бюджету України від розміщення цільових облігацій внутрішніх державних позик України, використовуються виключно для фінансування державних або регіональних програм і проектів на умовах їх повернення в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік. Фінансування здійснюється відповідно до кредитних договорів, що укладаються між державою в особі Міністерства фінансів України та отримувачем коштів.

**Облігації зовнішніх державних позик України** - державні боргові цінні папери, що розміщуються на міжнародних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих облігацій їх номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій.

Емісія державних облігацій України є частиною бюджетного процесу і не підлягає регулюванню Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Емісія державних облігацій України регулюється законом України про Державний бюджет України на відповідний рік, яким встановлюються граничні розміри державного зовнішнього та внутрішнього боргу.

Умови розміщення та погашення облігацій внутрішніх державних позик України і цільових облігацій внутрішніх державних позик України, не визначені умовами розміщення,

встановлюються Міністерством фінансів України відповідно до законодавства.

Операції з обслуговування державного боргу, пов'язані з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик та цільових облігацій внутрішніх державних позик України, їх погашенням і виплатою доходів за ними виконує Національний банк України, крім того, він провадить депозитарну діяльність щодо цих цінних паперів.

Державні облігації України можуть бути іменними або на пред'явника, вони розміщуються у документарній або бездокументарній формі.

Продаж облігацій внутрішніх державних позик здійснюється в національній валюті, а облігацій зовнішніх державних позик України - у валюті запозичення. Виплата доходів і погашення державних облігацій України здійснюються грошима або державними облігаціями України інших видів за згодою сторін.

Казначейські зобов'язання України - вид цінних паперів на пред'явника, що розміщуються виключно на добровільних засадах серед населення, засвідчують внесення їх власниками грошових коштів до бюджету та дають право на одержання фінансового доходу.

Випускаються такі види казначейських зобов'язань:

- а) довгострокові - від 5 до 10 років;
- б) середньострокові - від 1 до 5 років;
- в) короткострокові - до одного року.

Рішення про випуск довгострокових і середньострокових казначейських зобов'язань приймається Кабінетом Міністрів України.

Рішення про випуск короткострокових казначейських зобов'язань приймає Міністерство фінансів України. У рішенні про випуск казначейських зобов'язань визначаються умови їх випуску.

Порядок визначення продажної вартості казначейських зобов'язань встановлюється Міністерством фінансів України, виходячи з часу їх придбання. Кошти від реалізації казначейських зобов'язань спрямовуються на покриття поточних видатків республіканського бюджету.

Виплата доходу по казначейських зобов'язаннях та їх погашення здійснюються відповідно до умов їх випуску, затверджених: за довгостроковими і середньостроковими зобов'язаннями - Кабінетом Міністрів України, короткостроковими - Міністерством фінансів України.

Ощадний сертифікат - письмове свідоцтво банку про депонування грошових коштів, яке засвідчує право вкладника на одержання після закінчення встановленого строку депозиту і процентів по ньому. Ощадні сертифікати розрізняють строкові (під певний договірний процент на визначений строк) або до запитання, іменні та на пред'явника. Іменні сертифікати обігу не підлягають, а їх продаж (відчуження) іншим особам є недійсним.

Дохід по ощадних сертифікатах виплачується при поданні їх для оплати в банк, що їх випустив. У разі, коли власник сертифіката вимагає повернення депонованих коштів по строковому сертифікату раніше обумовленого в ньому строку, то йому виплачується занижений процент, рівень якого визначається на договірних умовах при внесенні депозиту.

**Інвестиційний сертифікат** - це цінний папір, який випускається компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду та засвідчує право власності інвестора на частку в пайовому інвестиційному фонді. Таким чином, емітентом інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду виступає компанія з управління активами цього фонду.

Пайовий інвестиційний фонд створюється за ініціативою компанії з управління активами шляхом придбання інвесторами випущених нею інвестиційних сертифікатів. Для створення пайового інвестиційного фонду компанія з управління активами має розробити та зареєструвати в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку регламент інвестиційного фонду, укласти договори з аудитором (аудиторською фірмою), зберігачем, реєстратором, оцінювачем майна, зареєструвати пайовий інвестиційний фонд у реєстрі інституту спільного інвестування та організувати відкриту підписку на інвестиційні сертифікати фонду або їх приватне розміщення. Відкрита підписка на інвестиційні сертифікати здійснюється відповідно до порядку проведення відкритої підписки на цінні папери, встановленого законодавством,

з урахуванням особливостей, встановлених законодавством України. Строк відкритої підписки на інвестиційні сертифікати пайового інвестиційного фонду відкритого або інтервального типу не обмежується. Приватне розміщення інвестиційних сертифікатів здійснюється у порядку, встановленому компанією з управління активами.

Інвестиційні сертифікати надають кожному його власникові однакові права та можуть розміщуватися шляхом відкритого продажу або приватного розміщення. Випуск компанією з управління активами похідних цінних паперів на основі інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду, активами якого ця компанія управляє, не допускається. Дивіденди за інвестиційними сертифікатами відкритого та інтервального пайового інвестиційного фонду не нараховуються і не сплачуються. Кількість проголошених інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду зазначається у проспекті емісії.

Порядок розміщення та обігу інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів встановлюється Законом України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" [5].

Вексель - цінний папір, який засвідчує безумовне грошове зобов'язання, за яким одна особа зобов'язана сплатити іншій визначену суму коштів у визначений строк, правовий статус якого регулюється законодавством про вексельний обіг. Вексельний обіг може охоплювати різні сфери. По-перше, відносини між банками та клієнтами при видачі банківських позичок (соло-векселі); по-друге, між суспільством та державою (казначейські векселі); по-третє, між фізичними та юридичними особами без посередництва банку.

Залежно від мети та характеру угоди, які є в основі випуску векселів, а також їх забезпечення, розрізняють комерційні, фінансові та фіктивні векселя.

**Комерційні векселі** з'являються в обігу на основі угод з купівлі- продажу товарів у кредит, коли покупець, не володіючи в момент купівлі грошима, пропонує продавцю вексель, який може бути як його власністю, так і чужим, але індосируваним, тобто таким, що містить передаточний напис. Комерційний вексель забезпечений тими сумами, які надійдуть від продажу куплених

товарів. Такі векселі є основою вексельного обігу, бо вони обмежені конкретними строками та сумами проданих товарів у кредит.

Позичкові угоди в грошовій формі оформляються фінансовими векселями. Формалізація грошового зобов'язання фінансовим векселем є способом додаткового забезпечення своєчасного та точного його виконання з метою захисту прав кредиторів.

Векселі, походження яких не пов'язане з реальним переміщенням ні товарних, ні грошових цінностей називають фіктивними. До таких векселів належать дружні, бронзові (дугі) та зустрічні векселі. Дружній вексель виникає тоді, коли одне підприємство є кредитоспроможним і "по дружбі" випишує вексель іншому, який має фінансові проблеми з метою одержання останнім грошової суми в банку шляхом врахування або застави цього векселя. Якщо партнер, своєю чергою, випишує дружній вексель з метою гарантії оплати, то такий вексель називають зустрічним. Векселі, видані фіктивними або некредитоспроможними фірмами є бронзовими або дугими.

Векселі бувають також перекази і (тратти), видані в формі безумовної пропозиції (наказу) здійснити платіж, та прості, видані в формі безумовного зобов'язання здійснити платіж.

Особливість векселя як цінного паперу та боргового зобов'язання полягає в тому, що він є безумовним, беззаперечним зазвичай, абстрактним, тобто не залежить від причин, які спонукали його видачу, зобов'язанням. Він може також виконувати функції платіжного засобу. Передавання прав векселя держателя іншій особі здійснюється шляхом передаточного надпису на звороті векселя, який називається індосаментом. У випадку не оплати векселя в строк або відмови трасати (платник за векселем) від акцепту, власник векселя має повідомити особу, від якої він одержав вексель за надписом, про несплату та трасата - про відмову від акцепту.

Усі особи, які є трасатами, акцептантами, або вексельними поручителями, відповідають солідарно перед пред'явником векселя. Пред'явник може звертати свою вимогу до цих осіб окремо до кожного або до усіх разом та не зобов'язаний дотримуватися послідовності, в якій вказані особи, що видали своє зобов'язання [13].

З 2004 року на фінансовому ринку України з'явилися нові фінансові інструменти - іпотечні цінні папери. Їх поява зумовлена початком дії законів "Про іпотеку" [7], "Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати" [8], "Про фінансово-кредитні механізми й управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю" [10] та "Про іпотечні облігації" [9].

Згідно з цими законодавчими актами, право па існування в Україні мають такі види іпотечних цінних паперів, як заставні, іпотечні облігації та іпотечні сертифікати та сертифікати ФОН.

Усю сукупність іпотечних цінних паперів умовно можна поділити на дві групи:

- 1) боргові цінні папери: заставна, іпотечні облігації та іпотечний сертифікат з фіксованою дохідністю;
- 2) іпотечні інструменти участі: іпотечний сертифікат участі та сертифікати ФОН.

Заставна - це борговий цінний папір, який засвідчує безумовне право його власника на отримання від боржника виконання за основним зобов'язанням, за умови, що воно підлягає виконанню в грошовій формі, а в разі невиконання основного зобов'язання - право звернути стягнення на предмет іпотеки. Заставна оформлюється, якщо її випуск передбачений іпотечним договором. Схематично порядок емісії заставної наведений на рис. 3.3.

Заставна може передаватися її власником будь-якій особі шляхом вчинення індосаменту. Інший власник заставної має ті ж права, що мав іпотекодержатель згідно з іпотечним договором.

У разі видачі заставної припиняються грошові зобов'язання боржника за договором, який обумовлює основне зобов'язання, та виникають грошові зобов'язання боржника щодо платежу за заставною. Після оформлення заставної виконання основного зобов'язання та звернення стягнення на предмет іпотеки може бути здійснено лише на підставі вимоги власника заставної.



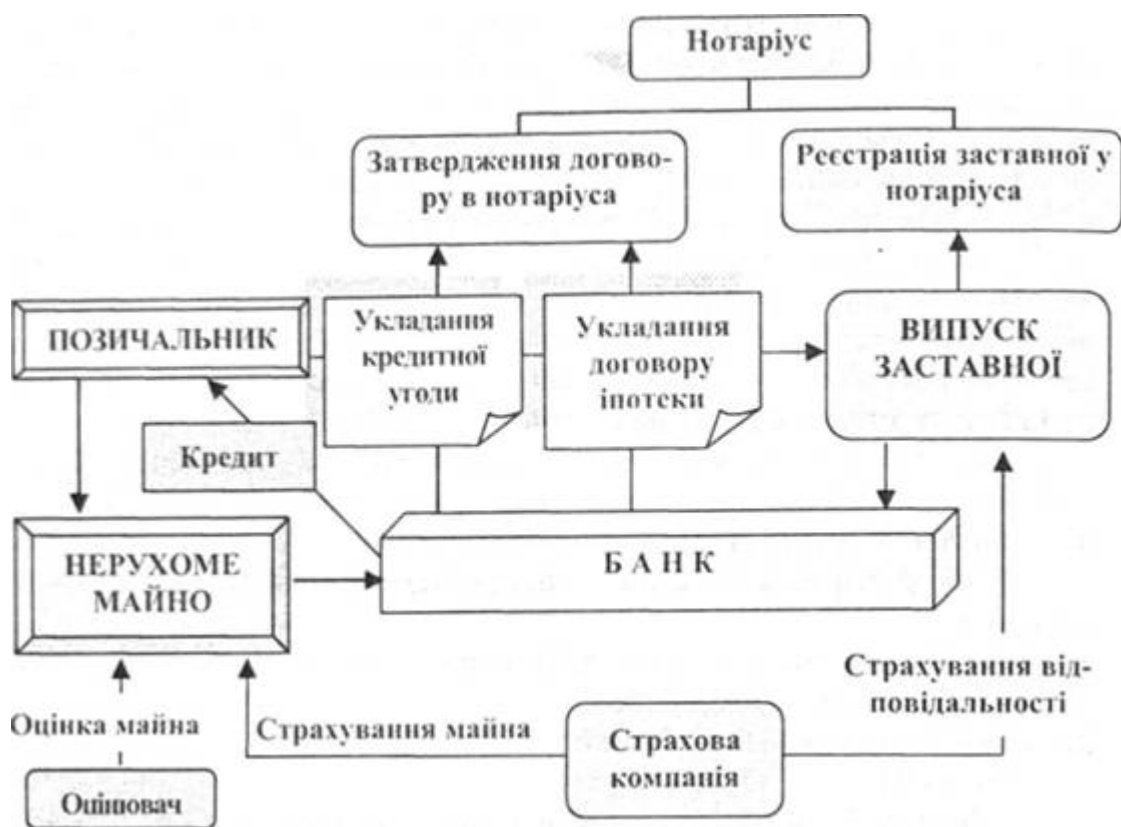


Рис. 3.3. Схема іпотечного кредитування за умови випуску заставної

Заставна підлягає державній реєстрації у встановленому законом порядку разом із державною реєстрацією обтяження відповідного нерухомого майна іпотекою та передаванню боржнику у разі належного виконання ним основного зобов'язання. Перебування заставної у боржника свідчить про виконання основного зобов'язання, якщо не буде доведено протилежне. У разі виконання основного зобов'язання боржником заставна, що знаходиться в нього, анулюється.

Існує три умови видачі заставної:

- ◆ основне зобов'язання має бути грошовим;
- ◆ в іпотечному договорі необхідно вказувати суму боргу за основним зобов'язанням на конкретний момент або критерії, якими можна її визначити;
- ◆ випуск заставної необхідно передбачити в іпотечному договорі.

Для оформлення заставної слід зазначити спеціальний пункт в іпотечному договорі, де описано, що саме є предметом застави та яку суму покриває ця заставна. Якщо абсолютна сума боргу не

зазначається, то у договорі мають бути зазначені критерії, які дозволять її визначити на конкретну дату.

На практиці передбачається чотири способи рефінансування за допомогою заставних: продаж заставної, операції РЕПО, застава заставної, а також смісія іпотечних цінних паперів, див. рис. 3.4.

За змістом застава схожа на вексель. Обидва види цінних паперів випускаються у документарній формі та мають відповідні вказівки щодо основного зобов'язання, а також можуть передаватися шляхом індосаменту.

Інструментами, що дозволяють створити систему рефінансування іпотечних кредитів є іпотечні сертифікати, емітентом яких може бути кредитна установа (переважно банк), який є власником іпотечних активів [8].

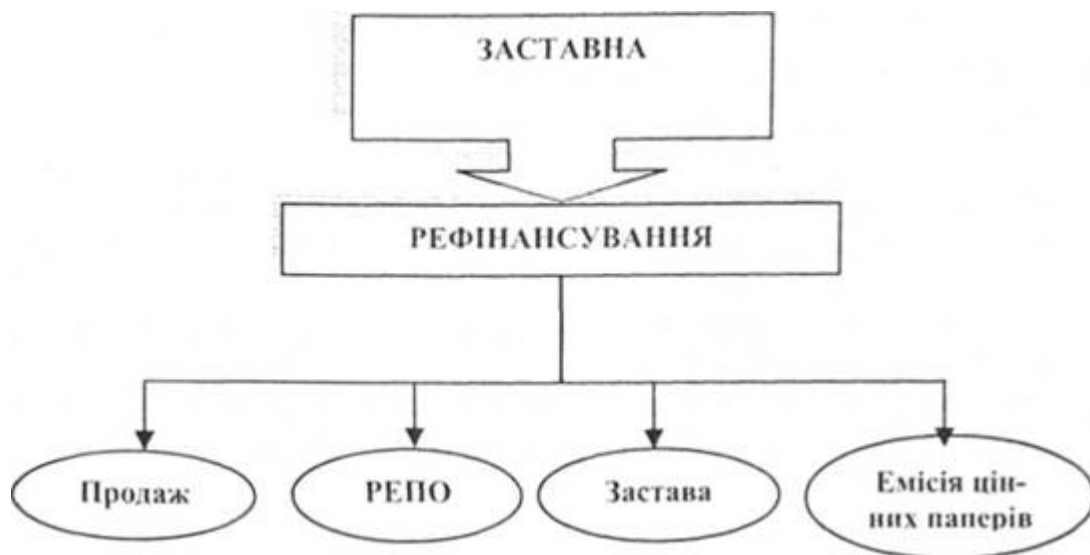


Рис. 3.4. Способи рефінансування з використанням заставних

Якщо емітентом є небанківська фінансова установа, кошти за розміщені сертифікати акумулюються на рахунку, відкритому нею в обслуговуючому банку. Якщо емітентом є банк, такі кошти він акумулює на окремому рахунку у своєму балансі.

Іпотечні сертифікати мають строк обігу, сертифікати з фіксованою дохідністю - номінальну вартість, сертифікати участі - частку консолідованого іпотечного боргу, що припадає на один сертифікат.

Строк обігу сертифікатів одного випуску не може перевищувати строк існування іпотечних активів, які є забезпеченням цього випуску, та строку відчуження іпотечних активів.

Розміщення сертифікатів здійснюється шляхом проведення відкритого продажу. Обслуговування обігу сертифікатів, у тому числі депозитарну діяльність щодо цих цінних паперів, здійснює обраний емітентом або управителем банк, який обслуговує іпотечні активи, в Національній депозитарній системі

Юридичні та фізичні особи мають право купувати та продавати сертифікати за ринковою ціною та здійснювати з ними інші операції, що не суперечать інформації про випуск сертифікатів.

Сертифікати можуть бути випущені в одній з таких форм:

- ◆ іменні сертифікати документарної форми випуску (іменні документарні сертифікати);
- ◆ іменні сертифікати бездокументарної форми випуску (іменні бездокументарні сертифікати);
- ◆ сертифікати на пред'явника документарної форми випуску (документарні сертифікати на пред'явника).

Іпотечні сертифікати можуть бути випущені у вигляді:

- ◇ сертифікатів із фіксованою дохідністю;
- ◇ сертифікатів участі.

Сертифікати з фіксованою дохідністю - це сертифікати, які забезпечені іпотечними активами та посвідчують такі права власників:

- ◆ право на отримання номінальної вартості в передбачені умовами випуску сертифікатів терміни;
- ◆ право на отримання процентів за сертифікатами на умовах інформації про випуск сертифікатів;
- ◆ право на задоволення вимог - у разі невиконання емітентом прийнятих на себе зобов'язань - з вартості іпотечних активів, що є забезпеченням випуску сертифікатів з фіксованою дохідністю, переважно перед іншими кредиторами емітента.

Виконання зобов'язань за одним випуском сертифікатів з фіксованою дохідністю можуть забезпечувати один або декілька консолідованих іпотечних боргів. У разі, якщо при реалізації права на задоволення вимог за рахунок іпотечних активів їх загальна

вартість буде меншою, ніж загальна вартість зобов'язань емітента за сертифікатами з фіксованою дохідністю, задоволення вимог власників сертифікатів у частині, що перевищує вартість іпотечних активів за цими договорами, здійснюється за рахунок власного майна емітента.

Ризик дострокового виконання основних зобов'язань, реформованих у консолідований іпотечний борг, бере на себе емітент сертифікатів із фіксованою дохідністю, про що обов'язково повідомляється в інформації про випуск сертифікатів.

**Сертифікати участі** - це сертифікати, забезпечені іпотеками та які посвідчують частку його власника у платежах за іпотечними активами.

Власник сертифікатів участі має такі права:

- право на отримання частки у платежах за іпотечними активами відповідно до договору про придбання сертифікатів;
- право на задоволення вимог - у разі невиконання емітентом взятих на себе зобов'язань - з вартості іпотечних активів, які знаходяться у довірчій власності управителя.

Виконання зобов'язань за одним випуском сертифікатів участі можуть забезпечувати один або декілька консолідованих іпотечних боргів.

Власник сертифікатів участі бере на себе ризик дострокового виконання зобов'язань боржниками за договорами про іпотечний кредит, реформованими в іпотечний актив, про що обов'язково зазначається в інформації про випуск сертифікатів. Строк обігу сертифікатів участі має відповідати строку виконання зобов'язань за договорами про іпотечний кредит, що реформовані в іпотечні активи, та строку відчуження іпотечних активів.

Принципова відмінність між сертифікатами з фіксованою прибутковістю та сертифікатами участі криється у фінансовій моделі перетворення платежів, що надходять за іпотечними активами для виплати за сертифікатами. Модель, за якою випускаються сертифікати з фіксованою дохідністю, передбачає, що власником іпотечних активів, а отже, і платежів за ними, є емітент. Модель, за якою випускаються сертифікати участі, передбачає, що власник сертифікатів передає іпотечні активи у довірчу власність. Звідси випливають відмінності в правових відносинах, що

встановлюються між емітентами та власниками сертифікатів. У випадку придбання сертифікатів з фіксованою дохідністю їх власник виступає кредитором емітента. У випадку придбання сертифікатів участі, власник сертифікатів є опосередкованим кредитором позичальників за кредитами. Незважаючи на те, що іпотечні сертифікати власне, є новим інструментом для українського фондового ринку, не можна сказати, що це принципово незнайомі фінансові конструкції. Так, іпотечні сертифікати з фіксованою дохідністю подібні звичайним облігаціям, а іпотечні сертифікати участі мають ряд ознак інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду.

Незважаючи на істотні розбіжності між двома видами сертифікатів є кілька загальних ознак, що відрізняють іпотечні сертифікати від інших видів цінних паперів:

1) Наявність реформованих зобов'язань. При ухваленні рішення про випуск іпотечних сертифікатів, емітент повинен сформувати або придбати в іншого кредитора консолідований іпотечний борг і іпотечний пул. Консолідований іпотечний борг - це реформовані в неподільну цілісність зобов'язання окремих позичальників здійснювати платежі за кредитними договорами. Іпотечний пул поєднує іпотеки, що забезпечують такі зобов'язання. Після випуску іпотечних сертифікатів консолідований іпотечний борг здобуває статус іпотечних активів.

2) Механізм довірчого управління. Іпотечні активи, що є основою випуску іпотечних сертифікатів, знаходяться в довірчому управлінні спеціально призначеної особи - управителя. Управитель призначається власником іпотечних активів, що виступає засновником довірчого управління. При встановленні довірчого управління власник іпотечних активів передає їх управителю в довірчу власність.

3) Принцип забезпеченості. Виконання зобов'язань за іпотечними сертифікатами забезпечується іпотечними активами та пулом іпотек. Забезпеченням виконання зобов'язань за сертифікатами з фіксованою дохідністю є іпотечні активи. Забезпеченням виконання зобов'язань за сертифікатами участі є іпотеки, що складають іпотечний пул і забезпечують виконання зобов'язань, реформованих у консолідований іпотечний борг;

4) Відокремлення іпотечних активів. Іпотечні активи, що є забезпеченням випуску іпотечних сертифікатів, відокремлюються від іншого майна емітента. Емітент не має права використовувати іпотечні активи для задоволення своїх власних вимог. При банкрутстві емітента іпотечні сертифікати не входять до ліквідаційної маси;

5) Принцип розподілу функцій. До обігу іпотечних цінних паперів можуть бути залучені особи, що професійно виконують функції з обслуговування обігу іпотечних цінних паперів - розпорядник платежів, керуючий іпотекою.

6) Наявність реєстру забезпечення сертифікатів. Такий реєстр є систематизованим переліком зобов'язань, реформованих у консолідований іпотечний борг, і перелік іпотек, що складають іпотечний пул.

Чинне законодавство запроваджує систему норм, спрямованих на захист прав інвесторів, які вклали кошти в іпотечні сертифікати:

1) для здійснення емісії іпотечних сертифікатів емітент повинен одержати спеціальний дозвіл;

2) діяльність всіх учасників системи чітко регламентована та встановлені спеціальні вимоги до кожного з учасників;

3) обсяг зобов'язань за сертифікатами не може перевищувати 90 % вартості іпотечних активів;

4) не можуть виступати забезпеченням випуску сертифікатів вимоги за зобов'язаннями, забезпечені іпотекою майнових прав на нерухомість, будівництво якої не завершено, й іпотекою, що знаходиться у власності осіб з обмеженою дієздатністю;

5) у випадку невиконання боржником основного зобов'язання, керуючий іпотекою здійснює заходи щодо примусового стягнення за цим зобов'язанням і накладає стягнення на предмет іпотеки;

6) власники сертифікатів мають переважне право на задоволення своїх вимог за сертифікатами у випадку накладення стягнення на предмет іпотеки, що забезпечує виконання зобов'язань за кредитним договором;

7) у випадку визнання емітента банкрутом, іпотечні активи не приєднують до ліквідаційної маси;

8) в інтересах власників іпотечних сертифікатів, управитель може здійснювати заміну частин іпотечних активів;

9) при банкрутстві емітента сертифікатів участі обов'язки з довірчого управління іпотечними активами передаються іншому управителю.

Завдяки системі захисту прав інвесторів іпотечні сертифікати обіцяють стати надійними фінансовими інструментами на фондовому ринку України. Власники іпотечних сертифікатів з фіксованою дохідністю мають переваги перед власниками корпоративних облігацій, оскільки виконання зобов'язань за іпотечними сертифікатами забезпечується іпотечними активами.

Ще одним видом іпотечних цінних паперів є іпотечні облігації - це іменні облігації, виконання зобов'язань емітента за якими забезпечене іпотечним покриттям [9]. Іпотечна облігація засвідчує внесення грошових коштів її власником і підтверджує зобов'язання емітента відшкодувати йому номінальну вартість цієї облігації та грошового доходу, а в разі невиконання емітентом зобов'язань за іпотечною облігацією надає її власнику право задовольнити свою вимогу за рахунок іпотечного покриття.

Державну реєстрацію випусків і проспектів емісії іпотечних облігацій здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Випуск іпотечних облігацій здійснюється у бездокументарній формі.

Виконання зобов'язань за іпотечними облігаціями здійснюється в порядку та у строки, визначені в їх проспекті емісії, а для структурованих іпотечних облігацій - також у договорі про управління іпотечним покриттям.

Проспектом емісії може передбачатися надання власникам іпотечних облігацій гарантії щодо виконання грошових зобов'язань емітента або створення для цієї мети спеціального резервного чи страхового фонду.

Процент за іпотечними облігаціями може бути фіксованим або плаваючим. У разі застосування плаваючого процента у проспекті емісії повинні зазначатися критерії або формула для його розрахунку.

Власники іпотечних облігацій мають вищий пріоритет перед правами чи вимогами інших осіб щодо іпотечного покриття.

Іпотечні облігації можуть випускатися у вигляді:

1) звичайних іпотечних облігацій;

2) структурованих іпотечних облігацій.

Емітентом звичайних іпотечних облігацій є іпотечний кредитор, що несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями іпотечним покриттям та всім іншим своїм майном, на яке, відповідно до законодавства може, бути звернено стягнення.

Для кожного випуску звичайних іпотечних облігацій формується окреме іпотечне покриття. Протягом строку обігу звичайних іпотечних облігацій сукупний розмір іпотечних активів, зобов'язання боржників за якими забезпечені іпотекою жилих будинків або квартир, повинен становити не менше ніж 85 % від сукупного розміру усіх іпотечних активів, які входять до складу іпотечного покриття звичайних іпотечних облігацій. Основна сума боргу за іпотечними активами, предметом іпотеки за якими є нерухомість нежилого призначення та які входять до складу іпотечного покриття, не повинна перевищувати 60 % від оціночної вартості предмета іпотеки.

Для емітентів звичайних іпотечних облігацій, виконання зобов'язань за якими повністю гарантовано державою, коефіцієнт їх іпотечного покриття не повинен перевищувати 1.

Якщо протягом строку обігу звичайних іпотечних облігацій коефіцієнт іпотечного покриття перевищує встановлені цією статтею значення, емітент зобов'язаний ввести нові іпотечні активи до складу іпотечного покриття для приведення його розміру у відповідність із встановленим у цій статті значенням коефіцієнта іпотечного покриття.

Управління іпотечним покриттям звичайних іпотечних облігацій покладається на управителя, яким може бути банк або небанківська фінансова установа, яка отримала ліцензію на управління іпотечним покриттям, видану Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Емітентом структурованих іпотечних облігацій є спеціалізована іпотечна установа, яка несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями лише іпотечним покриттям.

Спеціалізована іпотечна установа - це фінансова установа, виключним видом діяльності якої є придбання іпотечних активів та



випуск структурованих іпотечних облігацій. Вона може бути створена без обмеження строку існування або на строк до повного погашення структурованих іпотечних облігацій.

Загальний розмір зобов'язань за всіма випусками структурованих іпотечних облігацій, виконання зобов'язань за якими забезпечене єдиним іпотечним покриттям, не повинен перевищувати розмір такого покриття.

Виконання зобов'язань емітента за структурованими іпотечними облігаціями здійснюється виключно за рахунок іпотечного покриття.

Грошові доходи від іпотечних активів у складі іпотечного покриття підлягають переказу обслуговуючою установою на рахунок управителя.

Функції державного регулювання, нагляду та контролю у сфері випуску та обігу іпотечних облігацій і діяльності фінансових установ здійснюють:

- ◆ щодо випуску та обігу іпотечних облігацій - Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку;
- ◆ щодо діяльності банків - Національний банк України;
- ◆ щодо діяльності фінансових установ, які не є банками, - спеціально уповноважений орган виконавчої влади у сфері регулювання ринків фінансових послуг.

**Сертифікат фонду операцій із нерухомістю (сертифікати ФОН)** - це цінний папір, що засвідчує право його власника на отримання доходу від інвестування в операції з нерухомістю.

Їх емітентом може бути фінансова установа — Фонд операцій із нерухомістю [10]. Емітент сертифікатів ФОН, який не є банківською установою, відкриває в обраному ним банку на своє ім'я окремий поточний рахунок, який є рахунком ФОН.

Власником сертифікатів ФОН може бути будь-яка юридична або фізична особа.

Управитель ФОН інвестує кошти, залучені від продажу сертифікатів ФОН, в операції з нерухомістю, отримує дохід від цих операцій та розподіляє отриманий дохід між власниками сертифікатів ФОН на умовах Правил ФОН.

ФОН діє до моменту виконання усіх зобов'язань перед власниками сертифікатів ФОН. ФОН створюється на строк,

встановлений проспектом емісії, і до його закінчення емітент сертифікатів цього ФОН не бере на себе зобов'язань щодо викупу таких сертифікатів. Після закінчення строку, на який був створений ФОН, він припиняє своє функціонування.

Кількість випусків сертифікатів ФОН одного емітента, що одночасно знаходяться в обігу, не обмежується. Оплата сертифікатів ФОН при їх розміщенні здійснюється тільки грошовими коштами. Розміщення сертифікатів ФОН здійснюються за цінами, встановленими на певну дату, виходячи з правил ФОН.

Юридичні та фізичні особи мають право купувати і продавати сертифікати ФОН за ринковою ціною та здійснювати з ними інші операції, що не суперечать умовам випуску.

Сертифікати ФОН, випущені одним емітентом, можуть підлягати конвертації, якщо це передбачено інформацією про умови випуску сертифікатів ФОН. Конвертація сертифікатів ФОН здійснюється емітентом шляхом вилучення з обігу сертифікатів ФОН одного випуску, їх анулювання та обміну на сертифікати ФОН іншого випуску.

Сертифікати ФОН можуть бути випущені в одній з таких форм:

- ◆ іменні сертифікати ФОН документарної форми випуску (іменні документарні сертифікати ФОН);
- ◆ іменні сертифікати ФОН бездокументарної форми випуску (іменні бездокументарні сертифікати ФОН);
- ◆ сертифікати ФОН на пред'явника документарної форми випуску (документарні сертифікати ФОН на пред'явника).

Емітентом сертифікатів ФОН може бути банк або інша фінансова установа, якщо вона відповідає вимогам, встановленим спеціально уповноваженим органом виконавчої влади у сфері регулювання ринків фінансових послуг, а також має дозвіл на здійснення емісії сертифікатів ФОН.

Отже, сертифікати ФОН за своїм цільовим призначенням нагадують інвестиційні сертифікати пайових інвестиційних фондів. Проте вони мають свої специфічні особливості, а саме:

- управитель ФОН зобов'язаний викупити не менше 1% від суми емісії кожного випуску сертифікатів ФОН, функції управителя якого він виконує;

- загальна номінальна вартість сертифікатів ФОН, випущених емітентом, не може перевищувати 50-кратного розміру власного капіталу емітента;
- обсяг здійснюваного в рамках емісії випуску сертифікатів ФОН має бути в сумі, еквівалентній не менше ніж 100 тис. євро за курсом НБУ на день прийняття рішення про емісію сертифікатів ФОН;
- оплата сертифікатів ФОН при їх розміщенні здійснюється тільки грошовими коштами;
- випускаються іменними або на пред'явника, але лише у документарній формі. Такий висновок впливає з того, що ведення реєстру власників іменних сертифікатів ФОН емітент здійснює самостійно.

Особливою групою цінних паперів є похідні цінні папери, які мають встановлені законодавством реквізити та засвідчують зобов'язання внаслідок виконання яких відбувається перехід права власності на базовий актив та/або проводяться розрахунки на підставі ціни (розміру) базового активу. До похідних цінних паперів належать деривати та депозитарні розписки (свідоцтва).

Дериватив - це стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив (цінні папери) на визначених ним умовах у майбутньому. Існують такі форми деривативів:

- ◆ ф'ючерсний контракт - це стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) базовий актив у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією ціни на момент укладання зобов'язань сторонами контракту.
- ◆ опціон - це стандартний документ, який засвідчує право придбати (продати) базовий актив на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією ціни на момент укладання такого контракту або на час такого придбання за рішенням сторін контракту.
- ◆ варант - це різновид опціону на купівлю, який випускається емітентом разом із власними привілейованими акціями чи облігаціями та надає його власнику право на придбання простих акцій цього емітенту протягом певного періоду за певною ціною.

Депозитарна розписка (свідоцтво) - це похідний цінний папір, що засвідчує право власності інвестора-резидента на визначену кількість цінних паперів іноземного емітента, загальний обсяг емісії

який обліковується в іноземній депозитарній установі. Емітентом їх можуть бути юридичні особи - резиденти, які є учасниками Національної депозитарної системи, за умови встановлення кореспондентських відносин між депозитарієм, у якому зберігається глобальний сертифікат на загальний обсяг емісії депозитарних розписок, та іноземною депозитарною установою, що веде облік права власності за цінними паперами, які лежать в основі депозитарних розписок.

Похідні цінні папери вволяться в обіг юридичними особами - суб'єктами підприємницької діяльності, які зобов'язуються виконувати, передбачені в інформації про випуск похідних цінних паперів.

Похідні цінні папери, що утворюються шляхом надання пропозицій щодо провадження певних дій, спрямованих на встановлення зобов'язань, умови виконання яких передбачені у похідних цінних паперах, можуть бути утворені лише організатором торгівлі.

Випуск від імені держави похідних цінних паперів, базовим активом яких є державні цінні папери, здійснює за рішенням Кабінету Міністрів України Міністерство фінансів України. У рішенні Кабінету Міністрів України повинні визначатися основні умови випуску та обігу таких похідних цінних паперів. Випуск та інформація про випуск таких цінних паперів не підлягають реєстрації у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Для введення в обіг похідних цінних паперів емітент чи організатор торгівлі повинен узгодити можливість використання базового активу з:

Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку - якщо базовим активом є цінні папери (крім державних), фондові індекси чи ставки прибутковості за цінними паперами:

Міністерством економіки України - якщо базовим активом є товарні ресурси;

Національним банком України - якщо базовим активом є кошти, їх ринкові характеристики та банківські метали;

Міністерством фінансів України - якщо базовим активом є державні цінні папери.

Міністерство економіки України та Національний банк України можуть встановлювати квоти на обсяги використання відповідного базового активу.

### **3.2. РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Особливою сферою ринкових відносин, де здійснюється емісія, купівля-продаж цінних паперів та формується ціна на них є ринок цінних паперів.

Ринок цінних паперів - це складний механізм, за допомогою якого встановлюються відповідні правові та економічні взаємовідносини між підприємцями, корпораціями та іншими структурами, яким необхідні фінансові кошти для свого розвитку, та організаціями й громадянами, які їх можуть позичити (надати) на певних умовах.

Отже, мета ринку цінних паперів - акумулювати фінансові ресурси й забезпечити можливість їх перерозподілу через вдосконалення різноманітних операцій з цінними паперами різними учасниками ринку, тобто здійснювати посередництво в русі тимчасово вільних грошових коштів від інвесторів до емітентів цінних паперів.

Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" [3] ототожнює ринок цінних паперів з фондовим ринком і дає таке визначення: це сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів).

Завданням ринку цінних паперів є: створення умов та забезпечення повного та швидкого переливу заощаджень в інвестиції за ціною, яка задовольняла б обидві сторони; мобілізація тимчасово вільних фінансових ресурсів з метою здійснення конкретних інвестицій; формування ринкової інфраструктури, що відповідає світовим стандартам; трансформація відносин власності; забезпечення реального контролю над фондовими капіталом на засадах державного регулювання та ін.

Ринок цінних паперів має забезпечувати реалізацію національних інтересів, а також сприяти зміцненню економічного потенціалу країни шляхом:

1) сприяння:

- надходження інвестицій у реальний сектор економіки;
- ефективної системи захисту прав і інтересів інвесторів, як вітчизняних, так і іноземних;
- сприятливих умов для розвитку інститутів спільного інвестування, в тому числі недержавних пенсійних фондів;
- умов для підвищення конкурентоспроможності фондового ринку України з подальшою цивілізованою його інтеграцією в міжнародні ринки капіталу;

2) розбудови:

- сучасної надійної системи виконання угод з цінними паперами та обліку права власності на цінні папери;
- ефективної системи організованої торгівлі, яка має визначати ринкову вартість цінних паперів вітчизняних емітентів;

3) концентрації і централізації торгівлі корпоративними цінними паперами українських емітентів на організованому ринку на засадах конструктивної конкуренції та інновацій;

4) гармонізації політики держави на фондовому ринку з грошово-кредитною, валютною і бюджетно-податковою політикою з метою розвитку фондового ринку України.

Існує декілька рівнів, які проходить цінний папір з моменту емісії до моменту активних торгових операцій через ринок:

- ◇ первинний ринок, на якому відбувається розміщення нових цінних паперів;
- ◇ вторинний ринок - місце основної купівлі-продажу раніше випущених активів;
- ◇ третій ринок охоплює торгівлю зареєстрованими на біржі цінними паперами за межами самої біржі;
- ◇ четвертий ринок - це електронні системи торгівлі великими пакетами цінних паперів безпосередньо між інституційними інвесторами. Найвідоміші системи четвертого ринку - InstiNet, POSIT, Crossing Network.

Первинний ринок - це місце первинної пропозиції акцій, емітованих (тобто випущених) компанією. Деякі емітенти спілкуються з покупцями безпосередньо, проте переважна більшість користується послугами інвестиційних посередників, роль яких виконують, зазвичай, брокерські фірми, рідше - банки.

Первинна пропозиція буває двох видів:

1. Приватне розміщення. В цьому випадку пакет акцій продається одному-двом інституційним інвесторам (наприклад, інвестиційному банку). Особливістю приватного розміщення є закритий характер операції. Ніяких вимог з розкриття фінансової документації не висувається. Проте приватне розміщення є неліквідною інвестицією, оскільки покупець пакету акцій не має права перепродувати цінні папери протягом двох років з моменту операції.

2. Публічне розміщення (public offering) або IPO (initial public offering) - це випуск компанією своїх акцій чи інших цінних паперів на ринок з метою продажу широкому колу інвесторів. Головною метою IPO є збільшення капіталу компанії. У світовій практиці первинне публічне розміщення зазвичай здійснюється "молодими" компаніями, які прагнуть отримати кошти для розширення власного бізнесу. Проте досить часто великі компанії розміщують власні цінні папери з метою стати компаніями, які публічно продаються на біржі.

На цьому первинний ринок цінних паперів закінчується і настає ринок вторинний.

Вторинний ринок призначений для забезпечення максимальної ліквідності цінних паперів, а також для регулювання торгівлі ними. Вторинний ринок буває біржовим і позабіржовим. Торгівля цінними паперами на біржовому вторинному ринку відбувається на фондових біржах.

На вторинному ринку обертаються цінні папери, які вже реалізовані на первинному, тобто тут продаються та купуються раніше випущені цінні папери, відбувається зміна їх власників. З точки зору організації, вторинний ринок поділяється на позабіржовий (вуличний) та біржовий. Термін "вуличний ринок" (торгівля з прилавку) зберігається з тих далеких часів, коли лондонські брокери укладали угоди просто на вулиці чи у кафе. Позабіржовий ринок ще називають децентралізованим, на відміну від біржового централізованого.

Біржовий ринок пов'язують з поняттям фондової біржі як особливо організованого, зазвичай, вторинного ринку цінних паперів, що сприяє підвищенню мобільності капіталу і виявленню

реальних ринкових цін активів. Історично позабіржовий ринок передує біржовому.

Позабіржовий ринок охоплює ринок операцій із цінними паперами поза біржею: первинне розміщення, а також перепродаж цінних паперів тих емітентів, що не бажають потрапити на біржу.

Крім зазначених вище сегментів, ринок цінних паперів можна класифікувати за такими ознаками:

- ◆ за категоріями емітентів: ринок корпоративних цінних паперів; ринок державних цінних паперів; ринок муніципальних цінних паперів тощо;
- ◆ за рівнем розвитку інституційного середовища: розвинуті ринки та ринки, що розвиваються;
- ◆ за рівнем організації торгівлі активами: організований і неорганізований;
- ◆ за формою організації торгівлі активами (вторинний): біржовий і позабіржовий;
- ◆ за термінами випуску, ринок безтермінових цінних паперів; ринок термінових цінних паперів із встановленим терміном обертання та без встановленого терміну обертання тощо;
- ◆ за територією розповсюдження, міжнародний, національний, міжнаціональний, регіональний;
- ◆ за видами (категоріями) цінних паперів: ринок акцій (у тому числі за їх видами); ринок ОВДП, ринок іпотечних цінних паперів, ринок похідних цінних паперів та ін.);
- ◆ за принципом повернення фінансових активів, що підлягають поверненню: ринок боргових зобов'язань та ринок інструментів власності;
- ◆ за типом торгівлі ринок цінних паперів має дві основні форми - публічну та комп'ютеризовану.

Як і будь-який інший, ринок цінних паперів формується, виходячи з попиту та пропозиції, урівноважених ціною на фінансові інструменти. Через ринок цінних паперів акумулюються грошові нагромадження кредитно-фінансових інститутів, корпорацій, підприємств, держав, приватних осіб і спрямовуються на виробниче та невиробниче вкладення капіталів.

Ринок цінних паперів об'єднує частину кредитного ринку (ринок боргових інструментів позики або боргових зобов'язань) та



ринок інструментів власності. Іншими словами, цей ринок охоплює операції з випуску й обертання інструментів позики, інструментів власності, а також функціонування їх гібридів і похідних.

Отже, головною метою розвитку ринку цінних паперів є залучення тимчасово вільних інвестиційних ресурсів для спрямування їх на відновлення та забезпечення подальшого зростання виробництва.

Загальний стан ринку цінних паперів характеризується фондовими індексами та їх динамікою. У фінансових публікаціях (засобах інформації) публікуються біржові та позабіржові фондові індекси для міжнародного ринку акцій загалом, а також для регіональних та національних ринків зокрема. Так, Morgan Stanley Capital International (MSCI) публікує такі індекси:

- Світовий - 1500 акцій з 22 країн;
- Європейський - 600 акцій;
- По Європі, Австралії та Далекому Сході (EAFE) - 1000 акцій.

Ці індекси враховують близько 60 % капіталізації кожного ринку.

У "Financial Times" публікуються фондові індекси для основних національних, регіональних та світового ринків (FT/S & P Actuaries World Indices), які визначаються спільно з FTSE International Standard & Poor's. Регіональні індекси визначаються для таких регіонів, як Америка, Європа, Тихоокеанський регіон, Євротихоокеанський регіон, Японія, Північна Америка та інші. Для кожного індексу наводяться:

- ◇ значення в доларах США, євро, японських єнах та національних валютах;
- ◇ зміна у відсотках щодо попереднього дня торгів індексу в доларах США, євро та національних валютах;
- ◇ середнє значення дивіденду.

Індекси FT/S & P Actuaries базуються на даних близько 2500 акцій та враховують більш ніж 70 % капіталізації кожного ринку. Існують й інші міжнародні фондові індекси. Так, з 1987 року Solomon Brothers та Frank Russell публікують індекси Solomon/Russell Global Equity. Союз швейцарських банків (Union de Banques Suisses - UBS) визначає регіональні та світові індекси на основі значень основних національних індексів. Банк Credit Swiss

First Boston також визначає міжнародні індекси, які згодом публікує в "Euromoney".

Зазвичай, інвестори-резиденти надають перевагу національними індексам, а іноземні інвестори - світовим. Деякі з них наведені у таблиці 3.1.

Макроекономічна ситуація тенденцій розвитку фондового ринку України визначається через інтегральний індекс фондового ринку, який визначається відповідно до методики, затвердженої Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [14].

Таблиця 3.1. Національні фондові індекси

КРАЇНА	БІРЖА (МІСТО)	ІНДЕКС
США	Нью-Йоркська фондова біржа Американська фондова біржа Позабіржовий ринок	NYSE Composite, Standard & Poor's 500, Dow Jones Industrial AMEX Composite Index Nasdaq Composite Nasdaq 100
Японія	Токіо	Nikkei Average, TOPIX
Великобританія	Лондон	FT-SE30, FT-SE IOq, FT-SE Mid250 J
Канада	Торонто Монреаль	TSE Montreal Industrial
Гонконг	Гонконг	Hang Seng
Сінгапур	Сінгапур	Streits Times
Австралія	Сідней	All Ordinaries

Нідерланди	Амстердам	AEX Index
Франція	Париж	CAC40
Німеччина	Франкфурт	FAZ, DAX
Швейцарія	Цюрих	Swiss Mkt Index

Ця методика визначає порядок розрахунку, інформаційну базу та критерії відбору підприємств для розрахунку інтегрального індексу фондового ринку. Підприємства - емітенти, які будуть введені до бази для розрахунку інтегрального індексу мають відповідати таким вимогам:

- ◇ обсяг торгів емітентів дорівнює 70-80 % загальної ринкової капіталізації підприємств - емітентів акцій;
- ◇ обсяг торгів за такими підприємствами повинен складати 50-60 % торгів за акціями на вторинному ринку за угодами купівлі-продажу.

Базове значення індексу - 100. На практиці використовується два показники: фондовий індекс - це відношення усередненого (за певною групою підприємств) значення вартості акцій, проданих за поточний період до усередненого значення вартості акцій, проданих за минулий період, та інтегральний індекс - це показник діяльності ринку цінних паперів у межах національних кордонів, який характеризує стан внутрішніх ринків, що існують в певній державі або на долю яких припадає значна частина ринку цінних паперів цієї країни.

Розрахунок інтегрального індексу фондового ринку здійснюється на основі звітності торговців цінними паперами. Для розрахунку інтегрального індексу фондового ринку відбираються всі виконані торговцями угоди купівлі-продажу з акціями підприємств на вторинному ринку.

Порядок розрахунку інтегрального індексу фондового ринку такий: інтегральний індекс фондового ринку розраховується як відношення середньої геометричної ціни акцій підприємств за поточний період до середньої геометричної ціни акцій підприємств в базисний період.

Формула розрахунку інтегрального індексу має такий вигляд:

$$I = \left[ \frac{\prod_{i=1}^n (P_i)}{\prod_{i=1}^n (P_o)} \right]^{1/n} \quad (3.1)$$

де: I - інтегральний індекс,

P<sub>i</sub> - середня ціна купівлі - продажу акції і-го підприємства за період, яка розраховується як середньозважена ціна купівлі-продажу акцій;

P<sub>o</sub> - середня ціна купівлі - продажу акції і-го підприємства в базисний період.

Середня ціна купівлі - продажу акції j-го підприємства в період розраховується таким чином:

$$P_i = \frac{\sum_{j=1}^m (K_j \cdot P_j)}{\sum_{j=1}^m K_j} \quad (3.2)$$

де: K<sub>j</sub> - кількість куплених в одній операції акцій;

m - кількість угод за період n-го емітента;

j - кількість підприємств-емітентів.

Формула дає значення індексу на визначену дату. Для ефективного функціонування ринку цінних паперів держава здійснює його регулювання.

**Державне регулювання ринку цінних паперів** - це здійснення державою комплексних заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та їх похідних та запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері.

Державне регулювання ринку цінних паперів здійснюється у таких формах [2]:

- ◆ прийняття актів законодавства з питань діяльності учасників ринку цінних паперів;
- ◆ регулювання випуску та обігу цінних паперів, прав та обов'язків учасників ринку цінних паперів;
- ◆ видача ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів та забезпечення контролю за такою діяльністю; заборона та зупинення на певний термін (до одного року)

професійної діяльності на ринку цінних паперів у разі відсутності ліцензії на цю діяльність та притягнення до відповідальності за здійснення такої діяльності згідно з чинним законодавством;

- ◆ реєстрація випусків (емісій) цінних паперів та інформації про випуск (емісію) цінних паперів;

- ◆ контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів, умов продажу (розміщення) цінних паперів, передбачених такою інформацією;

- ◆ створення системи захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів;

- ◆ контроль за достовірністю інформації, що надається емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, контролюючим органам;

- ◆ встановлення правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів та контролю за їх дотриманням;

- ◆ контроль за системами ціноутворення на ринку цінних паперів; контроль за діяльністю осіб, які обслуговують випуск та обіг цінних паперів;

- ◆ проведення інших заходів щодо державного регулювання і контролю за випуском та обігом цінних паперів.

Державне регулювання ринку цінних паперів здійснюється з метою:

- ◆ реалізації єдиної державної політики у сфері випуску та обігу цінних паперів та їх похідних;

- ◆ створення умов для ефективної мобілізації та розміщення учасниками ринку цінних паперів фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства;

- ◆ одержання учасниками ринку цінних паперів інформації про умови випуску та обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської діяльності емітентів, обсяги та характер угод з цінними паперами та іншої інформації, що впливає на формування цін на ринку цінних паперів;

- ◆ забезпечення рівних можливостей для доступу емітентів, інвесторів і посередників на ринок цінних паперів;

- ◆ гарантування прав власності на цінні папери та захисту прав учасників фондового ринку;

- ◆ інтеграції в європейський та світовий фондові ринки;
- ◆ дотримання учасниками ринку цінних паперів вимог актів законодавства;
- ◆ запобігання монополізації та створення умов розвитку добросовісної конкуренції на ринку цінних паперів;
- ◆ контролю за прозорістю та відкритістю ринку цінних паперів.

Державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). Інші державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників ринку цінних паперів у межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством.

Основними завданнями Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку є:

- формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку та функціонування ринку цінних паперів та їх похідних в Україні, сприяння адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів;
- координація діяльності державних органів з питань функціонування в Україні ринку цінних паперів та їх похідних;
- здійснення державного регулювання та контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних на території України, а також у сфері спільного інвестування;
- захист прав інвесторів шляхом застосування заходів щодо запобігання і припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів, застосування санкцій за порушення законодавства у межах своїх повноважень;
- сприяння розвитку ринку цінних паперів;
- узагальнення практики застосування законодавства України з питань випуску та обігу цінних паперів в Україні, розроблення пропозицій щодо його вдосконалення.

З метою координації діяльності державних органів з питань функціонування ринку цінних паперів створюється Координаційна рада, до складу якої входять керівники державних органів, що у межах своєї компетенції здійснюють контроль або інші функції управління щодо фондового ринку та інвестиційної діяльності в Україні. Очолює Координаційну раду Голова ДКЦПФР. Склад та

Положення про Координаційну раду затверджує Президент України за поданням Голови ДКЦПФР.

Основними факторами, які сьогодні стримують розвиток ринку цінних паперів в Україні, є:

- ◆ недосконала податкова нормативна база;
- ◆ звужений, непрозорий позабіржовий ринок;
- ◆ інертний вторинний ринок;
- ◆ нерозвинені похідні фінансові інструменти;
- ◆ не вирішені проблеми надання гарантій щодо доставки корпоративних цінних паперів та їх перереєстрації в режимі, який не перевищує T+3 повинні бути поставлені на третій день після укладення угоди);
- ◆ відсутній механізм "поставки проти оплати", внаслідок чого левова частка угод здійснюється на умовах передоплати або передпоставки.

Саме тому, основними напрями розвитку ринку цінних паперів в Україні мають бути:

- ◇ посилення конкурентоспроможності ринку через проведення сприятливої державної політики щодо оподаткування на фондовому ринку, перетворення торговців цінними паперами у повнофункціональні, фінансово стійкі інститути, що надаватимуть широкий перелік фінансових послуг;
- ◇ податкове стимулювання розвитку фондового ринку України через:
  - ◆ звільнення від обкладення податком на прибуток підприємств та податком на додану вартість некомерційних (неприбуткових) організацій фондового ринку, введення до складу емісійного доходу емітента сум перевищення виручки від повторного розміщення цінних паперів над ціною викупу таких цінних паперів, відмови від оподаткування курсових різниць, що виникають при перерахуванні у національну валюту інвестицій на фондовому ринку, які надходять в іноземній валюті;
  - ◆ скасування оподаткування майна та коштів, що надходять підприємству - платнику податків від інвесторів на виконання інвестиційних зобов'язань за договорами купівлі - продажу державних пакетів акцій під час приватизації такого підприємства;

◆ застосування податкової застави щодо забезпечення податкового боргу професійного учасника фондового ринку в розмірі, що не перевищує подвійної суми такого боргу.

◇ удосконалення системи регулювання ринку цінних паперів через визначення пріоритетів державної політики на фондовому ринку та розроблення заходів щодо його подальшого розвитку, забезпечення єдиного підходу до регулювання діяльності на фондовому ринку як банківських, так і небанківських фінансових установ;

◇ розвиток корпоративного управління через удосконалення системи розкриття інформації про вартість цінних паперів та об'єкти інвестування через інструменти фондового ринку;

◇ розвиток інститутів спільного інвестування через приведення українського законодавства про інститути спільного інвестування відповідно до законодавства країн Європейського Союзу, визначення діяльності з управління активами інститутів спільного інвестування і недержавних пенсійних фондів як виключної, здійснення заходів щодо формування у населення позитивного сприйняття діяльності нових інститутів спільного інвестування.

◇ розбудова інфраструктури фондового ринку через розвиток професійної діяльності з управління цінними паперами, кастодіальної, з інвестиційного консультування, зосередження торгівлі акціями та облігаціями підприємств та угод з великими пакетами цінних паперів на організаційно оформленому ринку, здійснення заходів щодо запобігання маніпулюванню ринком, нечесній торговій практиці і порушенню стики професійної діяльності на фондовому ринку. ^ розвиток Національної депозитарної системи через здійснення заходів для утворення єдиного депозитарію цінних паперів (крім державних цінних паперів), запровадження стандартів діяльності прямих учасників Національної депозитарної системи щодо обліку прав власності на цінні папери;

◇ підготовка фахівців з питань фондового ринку та корпоративного управління через створення комплексної, постійно функціонуючої системи підготовки фахівців з питань фондового ринку та корпоративного управління із застосуванням сучасних навчально-методичних технологій та використанням міжнародного досвіду в цій сфері.



### 3.3. УЧАСНИКИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ЇХ ФУНКЦІЇ

Учасниками ринку цінних паперів можуть бути - емітенти, інвестори, саморегульвні організації та професійні учасники фондового ринку, див. рис. 3.5.

**Емітент** - це юридична особа. Автономна Республіка Крим або міські ради, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади, яка від свого імені розміщує емісійні цінні папери та бере на себе зобов'язання щодо них перед їх власниками.

Емітентів виокремлюють за такими групами:

- форма державно-правового утворення — держава. Автономна республіка Крим, муніципальні органи, суб'єкт господарювання;
- організаційно-правова форма - юридичні особи, які можуть випускати всі види цінних паперів, дозволені законодавством країни, окрім державних цінних паперів; фізичні особи, які займаються підприємницькою діяльністю без створення юридичної особи;
- напрям професійної діяльності - промислові компанії; сфера послуг та зв'язку: банки та інші фінансові установи;
- політика на ринку цінних паперів - розрахована на залучення стратегічних інвесторів; спрямована на вітчизняний або іноземний капітал; подрібнення капіталу тощо;
- національна належність - резиденти, нерезиденти.

Відповідно до чинного законодавства [3], емісія цінних паперів в Україні може мати форму відкритого (публічного) та закритого (приватного) розміщення.

**Публічне (відкрите) розміщення цінних паперів** - їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оголошення будь-яким іншим способом повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь не визначеної кількості осіб.

**Приватне (закрите) розміщення цінних паперів** - розміщення цінних паперів шляхом безпосередньої пропозиції цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб. Перше розміщення акцій відкритого акціонерного товариства є виключно закритим (приватним) серед засновників.

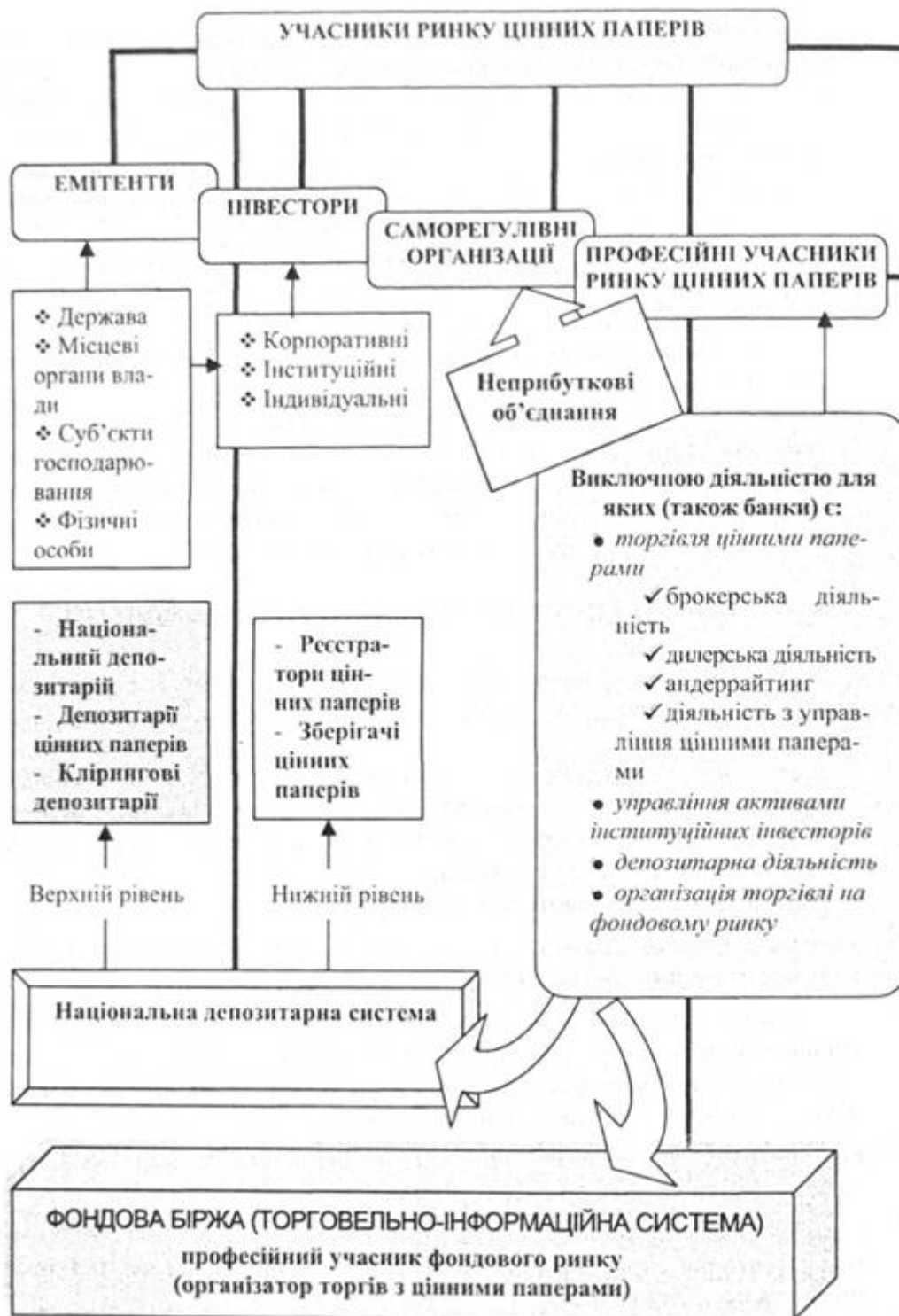


Рис. 3.5. Учасники ринку цінних паперів

**Інвестори в цінні папери** - фізичні та юридичні особи, резиденти та нерезиденти, які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або

набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства.

**Корпоративні інвестори** - це суб'єкти підприємницької діяльності різних форм власності, що мають вільні грошові кошти.

**Інституційними інвесторами** є інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб.

**Індивідуальними інвесторами** найчастіше є фізичні особи, які використовують свої нагромадження для придбання цінних паперів

**Саморегулівна організація професійних учасників фондового ринку** - неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, що здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність (діяльність реєстраторів та зберігачів), утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених ДКЦПФР.

Ці організації професійних учасників ринку цінних паперів створюються згідно з Рішенням Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку України, за принципом - одна саморегулівна організація з кожного виду професійної діяльності [15].

Саморегулівна організація повинна об'єднувати не менше ніж 25 % кількості професійних учасників ринку цінних паперів, які здійснюють певний вид (види) професійної діяльності, за винятком саморегулівних організацій організаторів торгівлі та установ, що здійснюють розрахунково-клірингову діяльність.

Основними завданнями саморегулівних організацій є:

- ◆ встановлення правил, стандартів та вимог до здійснення діяльності з цінними паперами, норм та правил поведінки, вимог до професійної
- ◆ кваліфікації фахівців - членів саморегулівних організацій та здійснення контролю за їх дотриманням членами організації;
- ◆ сприяння умовам здійснення підприємницької діяльності членами саморегулівної організації;

- ◆ розробка та впровадження заходів щодо захисту прав членів саморегульованої організації, розгляд скарг клієнтів - членів саморегульованих організацій, які входять до їх складу, щодо порушення професійними учасниками ринку цінних паперів вимог чинного законодавства;
- ◆ впровадження ефективних механізмів розв'язання спорів між членами саморегульованої організації та між членами саморегульованої організації та їх клієнтами;
- ◆ ініціювання вдосконалення нормативної та законодавчої бази ринку цінних паперів;
- ◆ представництво інтересів членів саморегульованої організації та інших учасників ринку цінних паперів в органах державної влади, судах, інших організаціях з метою захисту їх інтересів [ 15].

Найактивнішою саморегульованою організацією в Україні є Асоціація "Позабіржова фондова торгівельна система (ПФТС)", яка має вигляд електронного фондового ринку, створеного для торгівлі цінними паперами, допущеними Асоціацією до котування у Торговельній системі. Членом ПФТС може бути будь-яка юридична особа, яка має право здійснювати підприємницьку діяльність з цінними паперами в Україні та прийнята в Асоціацію згідно з її Статутом, положеннями та правилами [18]. Система "ПФТС On line" дозволяє операторам ринку через Інтернет відслідковувати за котируванням з п'ятихвилинною затримкою.

**Професійні учасники фондового ринку** - юридичні особи, які на підставі ліцензії, виданої Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, провадять на фондовому ринку професійну діяльність, види якої визначені законами України.

Поєднання професійної діяльності на фондовому ринку з іншими видами професійної діяльності, за винятком банківської, не допускається, крім випадків, передбачених законом.

На фондовому ринку здійснюються такі види професійної діяльності:

- 1) діяльність з торгівлі цінними паперами;
- 2) діяльність з управління активами інституційних інвесторів;
- 3) депозитарна діяльність;
- 4) діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку.

Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами поєднує:

- ◆ брокерську діяльність;
- ◆ дилерську діяльність.

Торговцю цінними паперами забороняється перепродавати (обмінювати) цінні папери власного випуску.

**Брокерська діяльність** - укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів (зокрема договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи.

**Дилерська діяльність** - укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом.

**Андеррайтинг** - розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента.

**Діяльність з управління цінними паперами** - діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб.

Не вважається професійною діяльністю з торгівлі цінними паперами:

- 1) розміщення емітентом власних цінних паперів;
- 2) викуп емітентом власних цінних паперів;
- 3) проведення юридичними особами та фізичними особами - підприємцями розрахунків з використанням векселів та/або заставних;
- 4) провадження юридичними особами на підставі договорів комісії або договорів доручення купівлі - продажу (обміну) цінних паперів через торговця цінними паперами, який має ліцензію на провадження брокерської діяльності, а також на підставі договорів купівлі-продажу або міни, укладених безпосередньо з торговцем цінними паперами;

5) внесення цінних паперів до статутного капіталу юридичних осіб.

Професійні учасники фондового ринку є також учасниками Національної депозитарної системи, яка складається з двох рівнів:

Верхній рівень - це Національний депозитарій України (який функціонує на основі Указу Президента України "Про Загальні засади функціонування національного депозитарію України" [1]), депозитарії, що ведуть розрахунки для зберігачів та здійснюють кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів.

Нижній рівень - це зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів.

Сферою діяльності Національної депозитарної системи є:

- стандартизація обліку цінних паперів згідно з міжнародними стандартами;
- уніфікація документообігу щодо операцій з цінними паперами і нумерація цінних паперів, випущених в Україні, згідно з міжнародними стандартами;
- відповідальне зберігання всіх видів цінних паперів як у документарній, так і в бездокументарній формах;
- реальна поставка та переміщення з рахунку в цінних паперах з одночасною оплатою грошових коштів відповідно до розпоряджень клієнтів;
- акумулювання доходів щодо цінних паперів, взятих на обслуговування системою, та їх розподіл за рахунками;
- регламентація та обслуговування механізмів позики та застави для цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;
- надання послуг щодо виконання обов'язків номінального утримувача іменних цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;
- розробка, впровадження, обслуговування і підтримка комп'ютеризованих систем обслуговування обігу рахунків у цінних паперах і здійснення грошових виплат, пов'язаних із банківськими або іншими системами грошового клірингу на щоденній чи іншій регулярній основі [1].

Перелік цінних паперів, що обслуговуються Національною депозитарною системою, встановлює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Основними учасниками Національної депозитарної системи є:

**Депозитарії цінних паперів** - це спеціалізована посередницька організація, яка забезпечує збереження і облік цінних паперів, обслуговує угоди, пов'язані з їх обігом, та за потреби - поставку паперових бланків фондових інструментів із своїх сховищ у місця, зазначені їх власниками; або це юридична особа, яка провадить виключно депозитарну діяльність та може здійснювати кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів. Фондова біржа чи учасники організаційно оформленого позабіржового ринку можуть бути засновниками депозитарію.

Клієнтами депозитарію є зберігачі, які уклали з ним депозитарний договір, емітенти щодо рахунків власних емісій, відкритих на підставі договорів про обслуговування емісії цінних паперів, а також інші депозитарії, з якими укладені договори про кореспондентські відносини.

**Зберігачі цінних паперів** - це організації, які мають дозвіл на зберігання та обслуговування обігу цінних паперів і операцій емітенту з цінними паперами на рахунках у цінних паперах як щодо тих цінних паперів, що належать йому, так і тих, які він зберігає згідно з договором про відкриття рахунку в цінних паперах.

Комерційні банки, які мають дозвіл на здійснення діяльності з випуску та обігу цінних паперів, і торгівці цінними паперами за наявності відповідного дозволу мають право бути зберігачами, проводити за дорученням власника операції з депонованими цінними паперами і здійснювати іншу депозитарну діяльність, пов'язану з обігом цінних паперів, за винятком клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів.

Клірингові депозитарії це організації, які отримують, звіряють та поновлюють поточну інформацію, готують бухгалтерські та облікові документи, необхідні для виконання угод щодо цінних паперів, визначають взаємні зобов'язання, що передбачає взаємозалік, забезпечують та гарантують розрахунки за угодами щодо цінних паперів.

Взаєморозрахунки за угодами щодо цінних паперів здійснюються на підставі розрахункових документів, наданих сторонами відповідно до договорів, що передбачають перехід права власності на цінні папери, або інформації, наданої фондовими біржами та організаційно оформленим позабіржовим ринком.

Правила та операційні стандарти клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів затверджуються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Національним банком України та Міністерством фінансів України.

Реєстратори власників цінних паперів - це організації, які здійснюють перелік за станом на певну дату власників іменних цінних паперів, належних їм іменних цінних паперів, що є складовою системи реєстру та дає змогу ідентифікувати цих власників, кількість, номінальну вартість та вид належних їм іменних цінних паперів.

Органи державної влади, центри сертифікатних аукціонів і їх правонаступники не можуть вести реєстри та бути засновниками реєстраторів. Частка емітента цінних паперів у статутному фонді реєстратора не може перевищувати десяти відсотків. Емітент може вести власний реєстр самостійно, якщо кількість власників цінних паперів не перевищує кількості, визначеної Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

### **3.4. ФОНДОВА БІРЖА**

Професійним учасником фондового ринку (організатором торгівлі) із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту та пропозицій, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами, централізованого укладення та виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ними, та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі є фондова біржа.

Фондова біржа діє в організаційно-правовій формі товариства (крім повного, командитного товариства та товариства з додатковою відповідальністю) або дочірнього підприємства об'єднання торговців цінними паперами. Вона утворюється не менше ніж 20 засновниками торговцями цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку, або їх об'єднанням, що налічує не менше ніж 20 торговців цінними паперами. Частка одного торговця цінними



паперами не може бути більшою ніж 5 % статутного капіталу фондової біржі.

Правила фондової біржі складаються з порядку:

- ◆ організації та проведення біржових торгів;
- ◆ лістингу (сукупність процедур із введення цінних паперів до реєстру організатора торгівлі та здійснення контролю за відповідністю цінних паперів і емітента умовам та вимогам, установленим у правилах організатора торгівлі) та делістингу (процедура виключення цінних паперів з реєстру організатора торгівлі, якщо воли не відповідають правилам організатора торгівлі, з подальшим припиненням їх обігу на організаторі торгівлі або переведенням у категорію цінних паперів, допущених до обігу без введення до реєстру організатора торгівлі) цінних паперів;
- ◆ допуску членів фондової біржі та інших осіб, визначених законодавством, до біржових торгів;
- ◆ котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу;
- ◆ розкриття інформації про діяльність фондової біржі та її оприлюднення;
- ◆ розв'язання спорів між членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством;
- ◆ здійснення контролю за дотриманням членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством, правил фондової біржі;
- ◆ накладення санкцій за порушення правил фондової біржі.

Фондова біржа працює за такими принципами:

- перевірка якості і надійності цінних паперів;
- встановлення на основі аукціонної торгівлі єдиного курсу на однакові цінні папери одного емітенту;
- гласність біржових операцій.

Фондова біржа виконує такі функції:

- ◇ відкриває доступ підприємствам до позичкового небанківського капіталу;
- ◇ координує розміщення державних цінних паперів;
- ◇ забезпечує переміщення фінансового капіталу з однієї сфери діяльності в іншу;

◇ впорядковує ринкові відносини з приводу обігу фінансових інструментів.

Діяльність фондової біржі припиняється у разі, коли кількість її членів - менше 10.

У торгах на фондовій біржі мають право брати участь члени фондової біржі та інші особи відповідно до законодавства.

**Член фондової біржі** - це юридична особа, яка має ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку - діяльності з торгівлі цінними паперами, і отримала цей статус в порядку, встановленому фондовою біржею. Членами фондової біржі можуть бути:

- маркет-мейкер - член фондової біржі, який, згідно з правилами фондової біржі, зобов'язується підтримувати ліквідність ринку відповідних цінних паперів та інших фінансових інструментів, які допущені до біржових торгів;
- учасник біржових торгів - член фондової біржі, а також, інші особи та державні органи, які, згідно з правилами фондової біржі, отримали право оголошувати заявки та укладати біржові угоди;
- уповноважений представник учасника біржових торгів - фізична особа, яка від імені учасника торгів оголошує заявки та укладає біржові угоди;
- брокерські компанії - це компанії, що здійснюють цивільно-правові угоди щодо цінних паперів, які передбачають оплату цінних паперів проти їх поставки новому власнику на підставі договорів доручення чи комісії за рахунок своїх клієнтів.
- дилерські компанії - це компанії, що здійснюють цивільно-правові угоди щодо цінних паперів, які передбачають оплату цінних паперів проти їх поставки новому власнику від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу третім особам.

Залежно від виду торговельної діяльності члени біржі поділяються на чотири категорії:

- брокер-комісіонер збирає у брокерських фірм заявки клієнтів, доставляє їх в зал біржі і відповідає за їх виконання;
- біржовий брокер виконує доручення інших брокерів;
- біржовий трейдер здійснює операції лише за власний рахунок, правилами біржі йому заборонено виконувати розпорядження клієнтів;

- "спеціаліст" виконує три основні функції: здійснює виконання заявок з певними групами цінних паперів, діючи при цьому як брокер; діє як ділер, тобто купує та продає цінні папери за власний рахунок; виконує завдання підтримки стабільності на ринку певних цінних паперів шляхом компенсації тимчасових дисбалансів попиту та пропозиції. Спеціаліст є центральною фігурою на фондовій біржі.

Усі операції на фондовій біржі поділяють на: касові (спотові) та строкові.

**Касова угода (спотова)** - її особливість у тому, що цінні папери оплачуються та передаються покупцю, зазвичай, у день угоди або протягом 1-3 днів. Ринок таких угод називається касовим (спотовим), а ціна касовою (спотовою). Ці угоди передбачають первинне розміщення цінних паперів та їх вторинний перепродаж. До первинного розміщення через біржу приймаються цінні папери, які пройшли лістинг (експертизу) в експертній групі біржі. Вторинний перепродаж цінних паперів полягає у такому:

- угоди здійснюються за паперами, які котуються на біржі;
- котування складається, виходячи з пропозиції;
- доручення брокерам на покупку та продаж цінних паперів даються у формі наказу.

Угоди, які мають предмет поставки активу у майбутньому називають строковими. Предметом строкових угод можуть бути будь-які активи. До строкових угод належать: опціони ф'ючерси, варанти.

З точки зору строків виконання опціони поділяють на:

- американський опціон, який може бути виконаний у будь-який день до закінчення строку контракту;
- європейський опціон, який здійснюється лише в день закінчення строку контракту.

Першими фондовими біржами у світі були Амстердамська біржа (1602 р.), Лондонська (1770 р.), Нью-Йоркська біржа (1792 р.). Спочатку розвиток бірж був пов'язаний з ростом державного боргу, тому що вкладені в облігаційні позики капітали могли перетворюватися на гроші. Після того, як з'явилися перші акціонерні товариства, об'єктом біржового обороту стають акції.

Сьогодні у світі налічується близько 200 фондових бірж, об'єднаних у Міжнародну федерацію фондових бірж. Найбільшими

з них є фондові біржі Нью-Йорка, Лондона та Токіо - на них припадає до 60 % загальносвітового обсягу торгівлі цінними паперами. У кожній країні існує своя інтернаціональна, історично сформована система бірж.

У міжнародній практиці існують різні організаційно - правові форми бірж:

- ◆ неприбуткова корпорація (Нью-Йоркська біржа);
- ◆ неприбуткова членська організація (Токійська біржа);
- ◆ товариство з обмеженою відповідальністю (Лондонська та Сіднейська біржі);
- ◆ напівдержавна організація (Франкфуртська біржа) та ін.

З огляду на роль, яку відіграють біржі у національних фінансово- інвестиційних системах, можна виокремити країни з моно- та поліцентричною організацією фондових бірж (див. табл. 3.2.)

Таблиця 3.2. Кількість фондових бірж в окремих країнах світу

Кількість фондових бірж в окремих країнах світу	Країна
1	Австралія. Австрія. Угорщина, Греція, Данія, Ізраїль, Ірландія, Корея, Люксембург, Мексика, Норвегія, Чехія. Словачія, Тайвань, Турція, Нова Зеландія, ПАР
2	Венесуела, Індонезія, Єгипет, Китай, Пакистан, Португалія
3	Бельгія. Колумбія. Філіппіни, Швейцарія
4	Іспанія
5	Аргентина, Канада

6	Велика Британія
7	США (без NASDAQ). Франція
8	Німеччина. Японія
9	Бразилія
10	Італія
Більше 10	Індія (19 бірж)

Станом на 01.01.2008 в Україні загальна кількість організаторів торгівлі, яким видана ліцензія на здійснення діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку, становила 9 [<sup>\*2</sup>], з яких 7 фондових бірж: ЗАТ "Українська фондова біржа"; ЗАТ "Придніпровська фондова біржа"; ЗАТ "Українська міжбанківська валютна біржа"; ЗЛТ "Українська міжнародна фондова біржа"; ЗАТ "Українська фондова біржа"; ЗЛТ Фондова біржа "ІННЕКС"; Домірне підприємство "Фондова біржа ПФТС" та 2 торгівельно-інформаційні системи: Домірне підприємство Асоціації "Південноукраїнська торговельно-інформаційна система" - "Південь-Север" та ТОВ "Торговельно-інформаційна система "Перспектива".

#### Література для вивчення теми

1. Про Загальні засади функціонування національного депозитарію України. Указ Президента України № 703/99 від 22 червня 1999 року.
2. Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" від 30.10.96 №448/96-ВР.
3. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23 лютого 2006 року, № 3480-IV.
4. Закон України "Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" від 10 грудня 1997 року, №710/97-ВР.

5. Закон України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" від 15 березня 2001 року, № 2299-III.
6. Закон України "Про заставу" від 02.10.92р. № 2654 - XII.
7. Закон України "Про іпотеку" від 05.06.2003 р., № 898.
8. Закон України "Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим боргом та іпотечні сертифікати" від 19 червня 2003 року, № 979.
9. Закон України "Про іпотечні облигації" від 22 грудня 2005 року, № 3273-IV.
10. Закон України "Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю" від 19 червня 2003 року № 978.
11. Постанова Кабінету міністрів України "Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів" від 19.04.1999 року № 632.
12. Наказ Міністерства фінансів України "Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 13 "Фінансові інструменти", від 30 листопада 2001 року № 559.
13. Постанова Правління НБУ Положення про операції банків з векселями. № 258 від 28 травня 1999 року.
14. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Про затвердження Методики розрахунку інтегрального індексу фондового ринку, від 20.12.2000. № 237
15. Рішення Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку. Щодо затвердження Основних засад розвитку саморегулювання на фондовому ринку України, від 22 листопада 2001 року. № 350
16. Рішення Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку. Про затвердження Положення про порядок випуску облигацій підприємства, від 17 липня 2003 року, № 322.
17. Рішення Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж, від 19.12.2006, № 1542.
18. Кодекс професійної відповідальності членів асоціації Позабіржової фондової торговельної системи. Затверджено загальними зборами Асоціації ПФТС 25 квітня 1997 р, Українська

Контрольні запитання та завдання для вивчення теми

1. Визначте характерні ознаки фінансових інвестицій.
2. Визначте характерні ознаки цінних паперів.
3. Визначте основні види та форми цінних паперів.
4. Охарактеризуйте види та особливості обігу боргових цінних паперів.
5. Охарактеризуйте види та особливості обігу похідних цінних паперів (деривативів).
6. Охарактеризуйте види та особливості обігу акцій.
7. Назвіть фактори, що визначають інвестиційні якості акцій.
8. Назвіть фактори, що визначають інвестиційні якості облігацій.
9. Що поєднує в себе оцінка ефективності фінансових інвестицій.
10. Охарактеризуйте особливості іпотечних цінних паперів.
11. Назвіть фактори, що впливають на ціну фінансових інструментів.
12. Охарактеризуйте стан ринку цінних паперів в Україні.
13. Охарактеризуйте структуру ринку цінних паперів.
14. Визначте основні функції ринку цінних паперів в Україні.
15. Визначте основні завдання ринку цінних паперів в Україні.
16. Визначте особливості функціонування первинного та вторинного ринку цінних паперів.
17. Назвіть основних учасників ринку цінних паперів в Україні.
18. Назвіть основні функції торговців цінними паперами в Україні.
19. Визначте роль та функції Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.
20. Визначте роль та функції фондових бірж в Україні.
21. Охарактеризуйте основні операції, що проводяться на фондових біржах.
22. Визначте роль та функції саморегулюючих органів на ринку цінних паперів в Україні.
23. Охарактеризуйте основні методи державного регулювання ринку цінних паперів в Україні.

24. Визначте перспективи та напрями розвитку ринку цінних паперів в Україні.
25. Використовуючи статистичні дані фінансових видань України та зарубіжних країн, визначити показник інтегрального індексу фондового ринку на певну дату.
26. Визначте особливості портфеля цінних паперів.
27. Назвіть основні етапи формування портфеля цінних паперів.
28. Визначте складові стратегії управління портфелем цінних паперів.
29. Назвіть основні фактори, які мають бути враховані при формуванні портфеля цінних паперів.



## ТЕМА 4. ІННОВАЦІЇ ЯК ОБ'ЄКТ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

### 4.1. ЕКОНОМІЧНА СУТНІСТЬ ІННОВАЦІЙ ТА ІННОВАЦІЙНОГО ПРОЦЕСУ

Основною формою реальних інвестицій є інноваційні інвестиції, які реалізуються у процесі інноваційної діяльності підприємства.

Згідно з Законом України "Про інноваційну діяльність" [4], інновації це новостворені або вдосконалені конкурентоздатні технології, продукція або послуги, а також організаційно-технічні рішення виробничого, адміністративного, комерційного або іншого характеру, що істотно поліпшують структуру та якість виробництва та соціальної сфери.

Інновації класифікують за різними ознаками, див. табл. 4.1.

Таблиця 4.1. Класифікація інновацій

Ознака класифікації	Види інновацій
За результатами	Наукові, технічні, конструкторські, виробничі, інформаційні
За темпами впровадження	Стрибокподібні, швидкі, зростаючі, уповільнені, затухаючі
За масштабами	Глобальні, транснаціональні, регіональні, місцеві
За результативністю	Зростаючі, високі, низькі, стабільні
За характером ефективності	Фінансові, бюджетні, економічні, соціальні
За розповсюдженням	Одиничні, дифузійні
За охопленням очікуваної частини ринку	Локальні, системні, стратегічні

За глибиною внесених змін	Радикальні (базові), покращуючі, модифікаційні
За місцем у виробничому процесі	Сировинні, технологічні, продуктові

Крім того, залежно від конкретної мети інвестора розрізняють такт типи інновацій:

- товарна інновація - введення нового продукту;
- технологічна інновація - введення нового методу виробництва;
- ринкова інновація - створення нового ринку товарів або послуг;
- маркетингова інновація - освоєння нового джерела постачання сировини або напівфабрикатів;
- управлінська інновація - реорганізація структури управління;
- соціальна інновація - впровадження заходів щодо покращення життя населення;
- екологічна інновація - впровадження заходів щодо охорони навколишнього середовища.

Інновації можна також розглядати і як вкладення інвестиційного капіталу в нововведення, які призводять до кількісних або якісних змін в підприємницькій діяльності. Інноваціям передують науково-виробнича діяльність, пов'язана з появою нововведення. Ідея нововведення може бути зароджена як інтенція, ініціація або дифузія інновацій.

**Інтенція** - це ідея, пропозиція або проект, які після опрацювання перетворюються в інновацію.

**Ініціація** - це рекомендації щодо удосконалення науково-технічної, організаційної, виробничої або комерційної діяльності, метою яких є початок інноваційного процесу або його розвиток.

**Дифузія** - це процес передавання нововведення комунікаційними каналами між членами соціальної системи в часі. Нововведеннями можуть виступати ідеї, технології тощо, які є новими для суб'єкта господарювання. Це означає, що дифузія інновації - це розповсюдження вже одного разу освоєної і впровадженної інновації у нових умовах.

У реальних інноваційних процесах швидкість дифузії нововведення залежить від таких факторів, як: спосіб передавання

інформації; форми прийняття рішення; властивості соціальної системи; властивості самого нововведення.

Підготовка, обґрунтування, освоєння та контроль за впровадженням нововведення є інноваційною діяльністю.

**Інноваційна діяльність** - це діяльність, що спрямована на використання та комерціалізацію результатів наукових досліджень та розробок і зумовлює випуск на ринок нових конкурентоздатних товарів та послуг. Вона містить:

- ◇ випуск та розповсюдження нових видів техніки та технологій;
- ◇ прогресивні міжгалузеві структурні зрушення;
- ◇ реалізацію довгострокових науково-технічних програм з великими термінами окупності витрат;
- ◇ фінансування фундаментальних досліджень для здійснення якісних змін у стані виробничих сил країни;
- ◇ розробку і впровадження нових ресурсозберігаючих технологій, спрямованих на покращення соціального стану населення, екологічної ситуації тощо.

Інноваційна діяльність на підприємстві може здійснюватися у трьох видах, див. рис. 4.1.:

- впровадження нових виробів і технологій, які не є результатом власних розробок;
- виділена участь в інноваційній діяльності;
- спеціалізована діяльність підприємства як новатора.

У випадку, коли інноваційна діяльність підприємства здійснюється у вигляді виділеної участі, або спеціалізованої участі підприємства як новатора, така діяльність складається з інноваційного процесу, який охоплює весь комплекс відносин виробництва та споживання та є періодом від зародження ідеї до її комерційної реалізації, див. рис. 4.2.

Інноваційний процес у різних сферах діяльності внаслідок розвитку науково-технічного прогресу може проходити різні, щодо тривалості та витрат, етапи. У виробничому (інвестиційному) середовищі цей процес проходить такі стадії:

- 1) сертифікація (патентування) ідеї;
- 2) наукове і техніко-економічне обґрунтування нового продукту або технології;
- 3) експериментальне освоєння зразків;

- 4) доведення до промислового виробництва;
- 5) одержання нового продукту у необхідному обсязі для його комерціалізації.

Враховуючи ці стадії, розрізняють три форми інноваційного процесу:

- § простий внутрішньо організаційний (натуральний);
- § простий міжорганізаційний (товарний);
- § розширений.

**Простий внутрішньо організаційний інноваційний процес** - це процес створення і використання нововведення у межах однієї організації.

**Простий міжорганізаційний інноваційний процес** передбачає відокремлення функцій створення і виробництва нововведення від функції його споживання. Це означає, що воно стає предметом купівлі-продажу.



Рис. 4.1. Вили інноваційної діяльності на підприємстві

Розширений інноваційний процес знаходить своє відображення в появі нових виробників нововведень, у порушенні монополії виробника-початківця, що сприяє за допомогою взаємної конкуренції удосконаленню споживчих якостей товару.

Сьогодні в Україні головними напрямками розвитку інноваційного розвитку є:

- підвищення ролі наукових та технологічних факторів у подоланні кризових явищ у соціально-економічному розвитку України;
- створення ефективних механізмів збереження, розвитку та ефективного використання національного науково-технологічного потенціалу;
- технологічне переобладнання і структурна перебудова виробництва з метою нарощування випуску товарів, конкурентоспроможних на світовому та внутрішньому ринках;
- збільшення експортного потенціалу за рахунок наукоємких галузей виробництва, зменшення залежності економіки від імпорту;
- організаційне введення інноваційних факторів до процесу соціально-економічного розвитку держави;
- відродження творчої діяльності винахідників та раціоналізаторів виробництва;
- розвиток людини як особистості, збереження та захист її здоров'я.

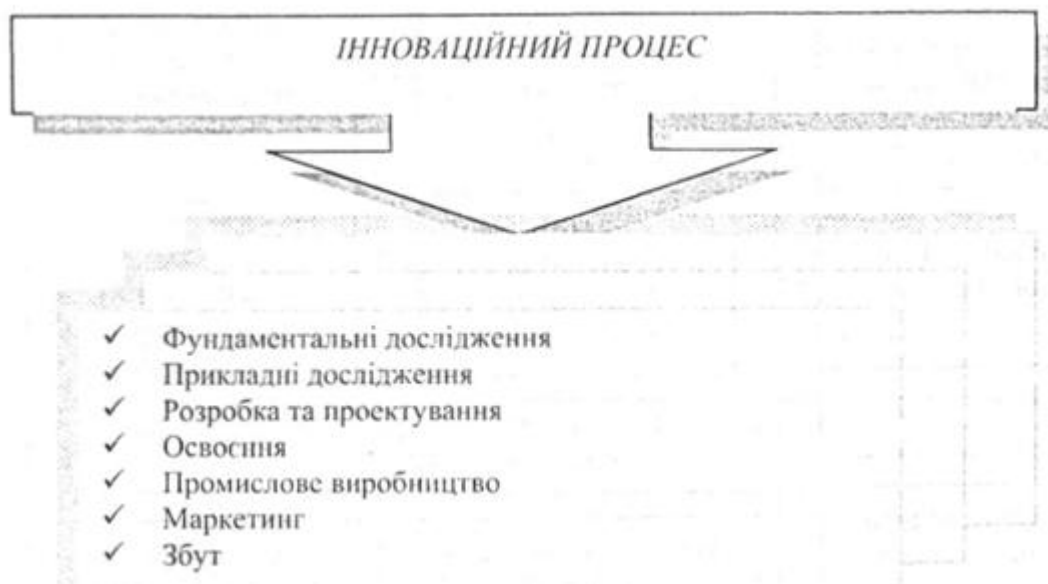


Рис. 4.2. Модель інноваційного процесу

## 4.2. ОСОБЛИВОСТІ ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНТЕЛЕКТУАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Реалізація інноваційних проектів тісно пов'язана з інтелектуальною власністю - правом особи на результат інтелектуальної чи творчої діяльності або на інший об'єкт права. Право інтелектуальної власності становлять особисті немайнові права інтелектуальної власності та (або) майнові права інтелектуальної власності, див. рис. 4.3.

Оцінюючи особисті немайнові та майнові права інтелектуальної власності потрібно враховувати, що особисті немайнові права є чинними безстроково, а майнові права діють протягом певного строку, а іноді вони можуть бути припинені достроково.

Інтелектуальна власність може існувати у вигляді:

- документації - зафіксована на матеріальному носії інформація про технології - нормативна, науково-технічна, конструкторська документація, звіти про результати патентно-кон'юнктурних, наукових і науково-прикладних досліджень, конструкторських і проектних робіт, державних випробувань окремих складових технологій тощо;
- ноу-хау - інформація, отримана завдяки досвіду та випробуванням, яка не є загальновідомою чи легкодоступною на день укладення договору про трансфер технологій, але є істотною, тобто важливою та корисною для виробництва продукції та/або надання послуг, і є визначеною, тобто описаною достатньо вичерпно, щоб можна було перевірити її відповідність критеріям незагальновідомості та істотності;
- технології - результатів інтелектуальної діяльності, сукупності систематизованих наукових знань, технічних, організаційних та інших рішень про перелік, послідовність та строк виконання операцій щодо виробництва та/або зберігання і реалізації продукції, надання послуг.

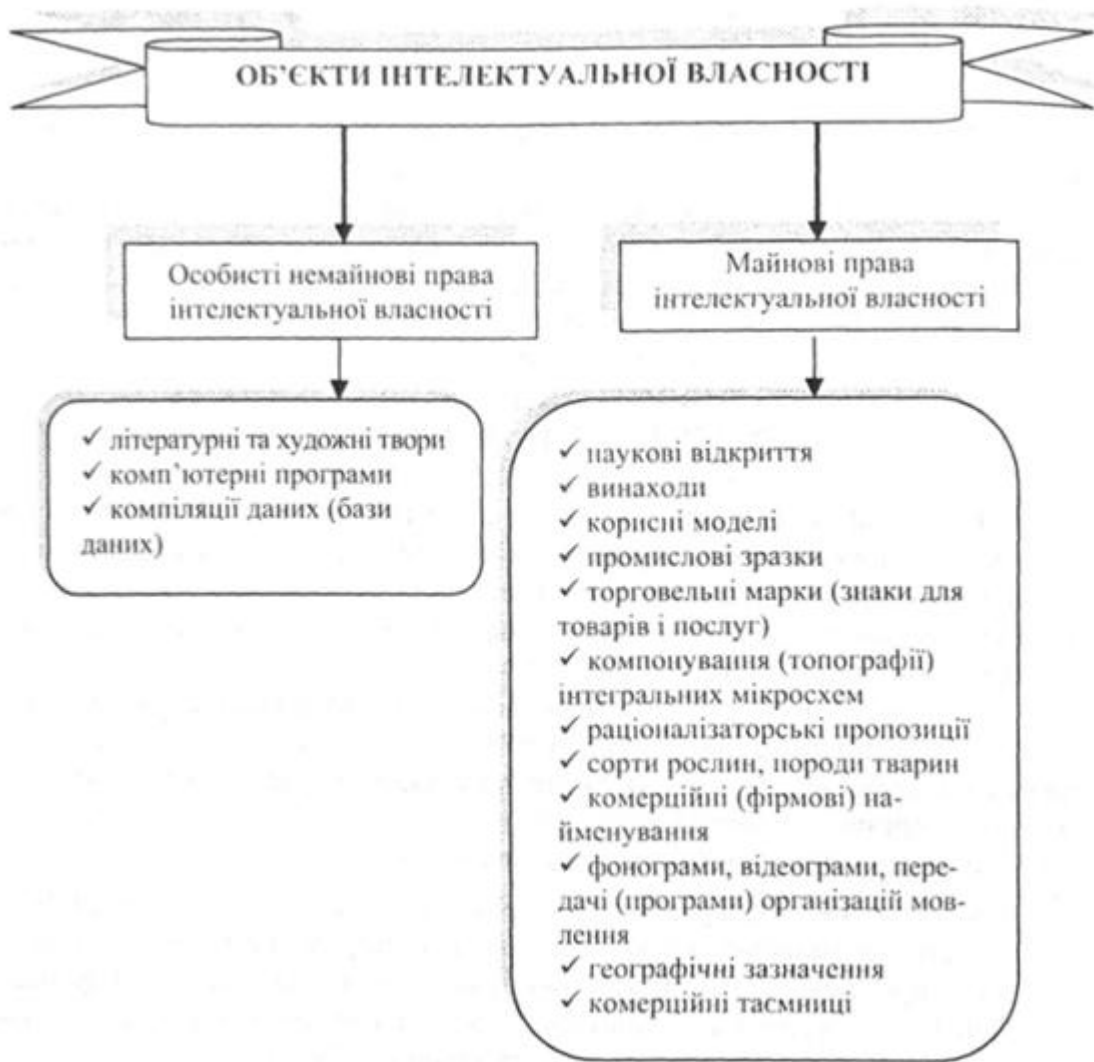


Рис. 4.3. Об'єкти інтелектуальної власності

Таким чином, інтелектуальними інвестиціями вважаються вкладення у наукову (творчу) діяльність - діяльність, спрямовану на одержання та використання нових знань. Основними формами наукової діяльності є:

- ◆ фундаментальні наукові дослідження — наукова теоретична та (або) експериментальна діяльність, спрямована на одержання нових знань про закономірності розвитку природи, суспільства, людини та їх взаємозв'язок;
- ◆ прикладні наукові дослідження - наукова та науково-технічна діяльність, спрямована на одержання і використання знань для практичних цілей.

Основними об'єктами інтелектуальних інвестицій є наукові та науково-технічні результати, об'єкти права інтелектуальної власності, в яких відображені перелік, строк, порядок та послідовність виконання операцій, процесу виробництва та/або реалізації і зберігання продукції, до яких належать:

- наукове відкриття - встановлення невідомих раніше, але об'єктивно існуючих закономірностей, властивостей та явищ матеріального світу, які вносять докорінні зміни у рівень наукового пізнання;
- винахід - придатний для набуття права інтелектуальної власності об'єкт, якщо він є новим, має винахідницький рівень і придатний для промислового використання. Об'єктом винаходу може бути продукт (пристрій, речовина) або процес у будь-якій сфері технології;
- корисна модель - придатна для набуття права інтелектуальної власності модель, якщо вона є новою і придатною для промислового використання. Об'єктом корисної моделі може бути продукт (пристрій, речовина) або процес у будь-якій сфері технології;
- промисловий зразок - придатний для набуття права інтелектуальної власності зразок, якщо він є новим. Об'єктом промислового зразка можуть бути форма, малюнок чи розфарбування або їх поєднання, що визначають зовнішній вигляд цього об'єкта;
- раціоналізаторська пропозиція є визнана юридичною особою (органом) пропозиція, яка містить технологічне (технічне) або організаційне рішення у будь-якій сфері її діяльності. Об'єктом раціоналізаторської пропозиції може бути матеріальний об'єкт або процес;
- торговельна марка - будь-яке позначення або будь-яка комбінація позначень, які придатні для вирізнення товарів (послуг), що виробляються (надаються) юридичною чи фізичною особою, від товарів (послуг), що виробляються (надаються) іншими особами. Такими позначеннями можуть бути, зокрема, слова, літери, цифри, зображувальні елементи, комбінації кольорів тощо;
- комерційна таємниця - це інформація, яка є секретною в тому розумінні, що вона загалом чи в певній формі, частині або сукупності її складових є невідомою та легкодоступною для осіб, які зазвичай мають справу з цим видом інформації, що має



комерційну цінність і потребує збереження її секретності (захисту), вжитих особою, яка законно контролює цю інформацію. Комерційною таємницею можуть бути відомості технічного, організаційного, комерційного, виробничого та іншого характеру, за винятком тих, які, відповідно до чинного законодавства, не можуть бути віднесені до комерційної таємниці.

Інтелектуальні інвестиції тісно пов'язані з інвестиціями у людський капітал, тобто заходи, що підвищують професійну кваліфікацію та продуктивні здібності людини (колективу). Витрати, що сприяють підвищенню людської продуктивності, можна розглядати як інвестиції, оскільки вони здійснюються з розрахунком їх багаторазового використання та компенсації у майбутньому.

Інвестиції в людський капітал - це, передусім, витрати на освіту, у т. ч. загальну та спеціальну, формальну та неформальну, підготовку за місцем роботи і т. ін. Освіта формує працівників, які стають більш кваліфікованими і продуктивнішими. Витрати на охорону здоров'я також мають велике значення. Добре здоров'я - результат витрат на профілактику захворювань, медичне обслуговування, дієтичне харчування та поліпшення життєвих умов, відпочинок - продовжує тривалість життя, підвищує працездатність і продуктивність праці. Нарешті, витрати на мобільність, тобто можливість швидкого пересування до роботи з високою продуктивністю (загалом), збільшують віддачу людського капіталу. Крім названих вище, велике значення мають інвестиції на охорону здоров'я, освіту, відпочинок членів родини працівника. Такі піклування приносять значні вигоди роботодавцям у майбутньому.

Оцінка інтелектуальних інвестицій має здійснюватися у певній методичній послідовності. Спочатку проводиться обстеження об'єктів інтелектуальної власності, тобто аналізуються технічні описи, креслення, схеми, зразки виробництва продукції тощо. Потім проводиться правова експертиза та ідентифікація майнових прав об'єктів інтелектуальної власності, виявляються виключні права, що передаються ліцензіату без збереження за ним права на видачу ліцензій іншим особам, а також невиключні права, які передаються ліцензіату із використанням права видачі ліцензії іншим особам.

Далі здійснюється правова експертиза для перевірки наявності документів (патентів, охоронних свідоцтв, ліцензійних договорів тощо), які підтверджують правомірне володіння суб'єктами майнових прав.

Перш ніж визначити дохід від реалізації інтелектуальних інвестицій, необхідно скласти кошторис на створення (відтворення) або придбання об'єктів інтелектуальної власності. Якщо підприємство самостійно створює такі об'єкти, з подальшим введенням їх у господарський оборот, у кошторис вводяться витрати на проведення патентних досліджень, створення об'єктів інтелектуальної власності, їх патентування та підтримку протягом усього терміну дії. Оскільки перелічені етапи робіт мають досить тривалий термін (10-15 років), витрати повинні враховувати ціновий індекс.

Витрати на патентні дослідження містять оплату праці патентознавців. Витрати на створення об'єктів інтелектуальної власності складаються з витрат на проведення дослідно-експериментальних робіт, виготовлення та випробування моделей та зразків, а також на організацію виставок, оглядів, конкурсів, виплати авторських винагород. Для нових об'єктів також враховуються роботи з формування нових та вдосконалення діючих технологій, створення нових видів сировини та матеріалів з подальшим захистом винаходів патентами.

Для визначення ефективності інтелектуальних інвестицій найчастіше використовується метод розрахунку додаткового прибутку від впровадження у виробництво об'єктів інтелектуальної власності.

Додатковий прибуток ( $\Delta\Pi_D$ ), отриманий підприємством від використання об'єктів інтелектуальної власності, у випадку, коли обсяг виробленої і реалізованої наукоємної продукції однакові, визначається за такою формулою:

$$\Delta\Pi_D = \Pi_1 - \Pi_0 = (Ц_1 - C_1) - (Ц_0 - C_0), \quad (4.1)$$

де  $\Pi_1$ ,  $\Pi_0$  відповідно прибуток, отриманий підприємством від використання ОІВ, що запроваджується, та його аналогу;

$\Pi_1, \Pi_0$  — відповідно ціна товару з використанням об'єктів інтелектуальної власності та його аналогу;

$C_1, C_0$  - відповідно собівартість товару, та його аналогу.

Коли обсяги виробленої наукоємної та реалізованої продукції різняться, розрахунки здійснюються у такій послідовності:

1) Визначається зміна загальних витрат на виробництво наукоємної продукції:

$$\Delta Z = Z_1 \times OB_1 - Z_0 \times OB_0, \quad (4.2)$$

де  $Z_1, OB_1$  - відповідно витрати та обсяги виробленої інноваційної продукції;

$Z_0, OB_0$  - відповідно витрати та обсяги виробленої аналогічної продукції.

2) Визначається зміна обсягів продажів наукоємної продукції:

$$\Delta O_{np} = \Pi_1 \times OP_1 - \Pi_0 \times OP_0, \quad (4.3)$$

де  $\Pi_1, OP_1$  - ціни та обсяги проданої інноваційної продукції;

$\Pi_0, OP_0$  - ціни та обсяги виробленої аналогічної продукції.

3) Визначається додатковий прибуток, який може бути отриманий з використанням об'єктів інтелектуальної власності:

$$\Delta \Pi_D = \Delta O_{np} - \Delta Z, \quad (4.4)$$

4) Визначається очікуваний додатковий прибуток, приведений до моменту оцінки за формулою:

$$nn = \sum_{i=1}^T \frac{\Pi_1 \times OP_1 - \Pi_0 \times OP_0}{(1+d)^i}, \quad (4.5)$$

де  $d$  - ставка дисконтування, яка враховує середню дохідність на ринку інтелектуальної власності.

При здійсненні купівлі - продажу або передаванні ліцензії застосовуються аналогічні методи визначення прибутку.

### 5.3. ФІНАНСОВА ПІДТРИМКА ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Основними джерелами фінансування інноваційної діяльності є:

- а) кошти Державного бюджету України;
- б) кошти місцевих бюджетів і кошти бюджету Автономної Республіки Крим;
- в) власні кошти спеціалізованих державних і комунальних інноваційних фінансово-кредитних установ;
- г) власні чи запозичені кошти суб'єктів інноваційної діяльності;
- д) кошти (інвестиції) будь-яких фізичних і юридичних осіб;
- е) інші джерела, не заборонені законодавством України.

В умовах постійного скорочення бюджетного фінансування інноваційних заходів за рахунок державних коштів фінансуються сьогодні, переважно, фундаментальні та довгострокові прикладні дослідження, що мають загальнонаціональне значення, а також міждержавні, загальнодержавні науково-технічні програми та проекти. Крім того, держава створює умови для фінансування науково-дослідних, дослідно-конструкторських робіт з різних джерел. У галузі прикладних досліджень і розробок головним має стати контрактний метод фінансування на базі проектної (програмно-цільової) організації.

Активну участь у фінансовому забезпеченні інноваційного розвитку економіки відіграють державні установи. Наприклад, для здійснення фінансової підтримки інноваційної діяльності суб'єктів господарювання різних форм власності Кабінет Міністрів України за поданням спеціально уповноваженого центрального органу виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності створює спеціалізовані державні небанківські інноваційні фінансово-кредитні установи, зокрема, Державну інноваційну фінансово-кредитну установу (ДІФКУ)<sup>3</sup>.

Засновником ДІФКУ є держава в особі Кабінету Міністрів України і належить вона до сфери управління Державного агентства України з інвестицій та інновацій.

Мстою ДІФКУ є здійснення фінансової підтримки інноваційної діяльності суб'єктів господарювання різних форм

власності, а також залучення вітчизняних та іноземних інвестицій для розвитку національної економіки.

Основними завданнями ДІФКУ є:

- фінансування за рахунок власних та залучених коштів науково-технічних і маркетингових досліджень, конструкторсько-технологічних та інших проектних робіт, науково-технічного пошуку, інноваційних та інвестиційних проектів і програм, спрямованих на впровадження у виробництво прогресивних науково-технічних розробок і технологій, освоєння випуску нових видів продукції шляхом створення нових виробництв;
- фінансування заходів щодо розвитку інноваційної інфраструктури;
- залучення коштів, у тому числі іноземних, для фінансування науково-технічних і маркетингових досліджень, конструкторсько-технологічних та інших проектних робіт, науково-технічного пошуку, інноваційних та інвестиційних проектів і програм;
- розроблення та здійснення комплексу заходів передінвестиційного характеру;
- налагодження співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями, урядовими та неурядовими організаціями іноземних держав з питань залучення фінансових ресурсів в економіку України і реалізація спільних інноваційних та інвестиційних проектів і програм.

Державна інноваційна фінансово-кредитна установа може надавати суб'єктам інноваційної діяльності для реалізації ними інноваційних проектів фінансову підтримку у вигляді:

- а) повного безвідсоткового кредитування (на умовах інфляційної індексації) пріоритетних інноваційних проектів за рахунок коштів Державного бюджету України, коштів бюджету Автономної Республіки Крим та коштів місцевих бюджетів;
- б) часткового (до 50 %) безвідсоткового кредитування (на умовах інфляційної індексації) інноваційних проектів за рахунок коштів Державного бюджету України, коштів бюджету Автономної Республіки Крим та коштів місцевих бюджетів за умови залучення до фінансування проекту решти необхідних коштів виконавця проекту і (або) інших суб'єктів інноваційної діяльності;
- в) повної чи часткової компенсації (за рахунок коштів Державного бюджету України, коштів бюджету Автономної Республіки Крим та

коштів місцевих бюджетів) відсотків, сплачених суб'єктами інноваційної діяльності комерційним банкам та іншим фінансово-кредитним установам за кредитування інноваційних проектів;

г) надання державних гарантій комерційним банкам, що здійснюють кредитування пріоритетних інноваційних проектів;

д) майнового страхування реалізації інноваційних проектів у страховиків.

Для отримання фінансової підтримки суб'єкти інноваційної діяльності, інноваційні проекти яких занесені до Державного реєстру інноваційних проектів, подають до Державної інноваційної фінансово-кредитної установи (її регіональних відділень) інноваційні проекти та всі необхідні документи, перелік яких визначається нею. Державна інноваційна фінансово-кредитна установа організовує на конкурсних засадах у порядку, що визначається спеціально уповноваженим центральним органом виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності, відбір інноваційних проектів для їх фінансової підтримки. Конкурсні відбори інноваційних проектів здійснюються на засадах прозорості, відкритості, гласності.

Суб'єкт інноваційної діяльності, інноваційний проект якого пройшов конкурсний відбір, залежно від встановленого конкурсною процедурою рейтингу, може отримати від Державної інноваційної фінансово-кредитної установи один чи кілька видів фінансової підтримки.

Фінансова підтримка Державною інноваційною фінансово-кредитною установою інноваційних проектів шляхом надання кредитів чи передавання майна у лізинг здійснюється за умови наявності гарантій повернення коштів у вигляді застави майна, договору страхування, банківської гарантії, договору поруки тощо. Ця установа здійснює супроводження реалізації інноваційних проектів, які нею фінансуються, та контролює цільове використання суб'єктами інноваційної діяльності наданих нею коштів.

Для здійснення фінансової підтримки місцевих інноваційних програм органи місцевого самоврядування можуть створювати комунальні спеціалізовані небанківські інноваційні фінансово-кредитні установи і підпорядковувати їх виконавчим органам місцевого самоврядування. Ці установи діють на основі положень

(статутів) про них, що розробляються і затверджуються органами місцевого самоврядування.

Кошти комунальної інноваційної фінансово-кредитної установи формуються за рахунок коштів відповідного місцевого бюджету, залучених вітчизняних та іноземних інвестицій юридичних та фізичних осіб, добровільних внесків юридичних та фізичних осіб, власної чи спільної фінансово-господарської діяльності та інших джерел, не заборонених законодавством України.

Комунальна інноваційна фінансово-кредитна установа здійснює супроводження реалізації інноваційних проектів, які нею фінансуються, та контролює цільове використання суб'єктами інноваційної діяльності наданих нею коштів. Фінансова підтримка реалізації інноваційних проектів може надаватися комунальною інноваційною фінансово-кредитною установою у формі послідовних траншів за результатами контролю ходу виконання проектів.

Велику роль у фінансуванні інноваційної діяльності відіграють позичкові кошти, до яких належать:

- ◇ кредити комерційних банків;
- ◇ позикові кошти від розміщення облігацій інноваційного підприємства;
- ◇ податковий кредит;
- ◇ комерційний кредит постачальників матеріальних ресурсів при покупці цих ресурсів з відстроченим платежем;
- ◇ фінансовий лізинг.

Активну участь у фінансуванні інноваційного процесу в Україні відіграють банки, кредитна політика яких направлена, насамперед, на банківське обслуговування інноваційної діяльності підприємств.

Відомо, що комерційне фінансування передбачає стандартні банківські послуги та кредитування, зберігання вільних коштів під відсотки, розрахункове і касове обслуговування, організацію цільових інвестицій.

Своєю чергою, інноваційне фінансування банки здійснюють за деякими принципами функціонування "ризикових" фондів: організація часткового фінансування розробки; впровадження у

дослідне підприємство перспективних науково-технічних досягнень, а на цій основі у подальшому - одержання прибутків від спільного володіння патентом на профінансовану банком розробку.

Специфікою діяльності банків у інноваційній сфері є те, що: по-перше, вона забезпечує акціонерам можливість одержання високого процента на вкладений капітал;

по-друге, при сприянні банку акціонери мають можливість оперативно і якісно вирішувати питання власного науково-технічного розвитку й одержати від цього додатковий прибуток, а також організувати широкомасштабне впровадження розроблених ними нововведень і безпосередньо брати участь в одержанні прибутку від їх експлуатації;

по-третє, через банк акціонери можуть одержати на пільгових умовах кредит для вирішення не тільки науково-технічних, а й інших виробничих цілей власного розвитку;

по-четверте, завдяки обліку потреб у науково-технічній продукції та можливостей наукового потенціалу регіону банк забезпечує високий рівень інформованості акціонерів з таких питань. Це дає можливість з більшою ефективністю планувати та здійснювати власні програми науково-технічного і соціально-економічного розвитку.

Головними напрямками діяльності банків є:

1. Кредитування різних стадій процесу "дослідження - виробництво". Кредит може бути виданий під наявні фонди заявника, або під гарантію іншої організації, або під укладені договори на придбання продукції, що виробляється з використанням кредитованого нововведення. Відсоткова ставка за кредит на створення інновації встановлюється залежно від її об'єктивності, строків окупності та відповідності пріоритетам науково-технічного розвитку держави. Аналіз цих та деяких інших параметрів нововведення дає змогу оцінити рівень банківського ризику кредитованого заходу, на основі якого встановлюється взаємоприйнятна ставка за кредит.

2. Фінансування, створення та впровадження прогресивних науково-технічних нововведень. Внаслідок цієї операції банк стає на певний строк співвласником кінцевого результату, повертаючи витрати у вигляді частки прибутку від експлуатації нововведення. У



договорі про фінансування обумовлюється строк, після закінчення якого частка банку може бути продана зацікавленій юридичній особі (наприклад, підприємству - інноватору).

3. Придбання авторських прав на нововведення. Відповідно до Закону України "Про винахідництво", банк, придбавши повний обсяг або частину авторських прав на нововведення, організовує його впровадження та широкомасштабне тиражування. Витрачені фінансові ресурси повертаються до банку у вигляді частки прибутку, що відраховується підприємствами, які прийняли нововведення до експлуатації.

4. Лізингові операції. Банк може придбати діючі (здебільшого збиткові) підприємства або створити нове виробництво. На базі цих потужностей організується впровадження нововведення, придбаного банком. Реконструйоване виробництво, власником та співвласником якого є банк, здається в оренду. Орендар відраховує зумовлену в договорі суму, яка йде на покриття банківських витрат.

5. Факторингові операції. Банк сплачує рахунки та заборгованість підприємства, акредитує його технічну переозброєність і розвиток на базі портфеля інновацій. Підприємство зобов'язується повернути витрачені банком кошти в зумовлені строки. Для стимулювання діяльності реконструйованою підприємства відсоткова ставка за кредит може бути зменшена за рахунок надання банку на певний строк можливості брати участь у розподілі прибутків.

6. Конкурсне фінансування. Банк здійснює розподіл відрахованих у фонд коштів, бере участь у проведенні експертизи запропонованих робіт, з'ясовує потреби та обсяги впровадження, контролює правильність витрачання коштів. Напрями та обсяги фінансування визначаються на конкурсній основі.

7. Кредитування заходів щодо підвищення технічного рівня і розвитку підприємств. Банк надає своїм клієнтам комплекс фінансово-кредитних послуг для забезпечення робіт, що супроводжують впровадження нововведень.

8. Проведення досліджень. Для вирішення актуальних науково-технічних проблем розвитку підприємств банк організовує проведення відповідних досліджень і розробок. З цією метою при банку створюються тимчасові творчі колективи, до складу яких залучають провідних учених, спеціалістів і представників

зацікавлених підприємств. Фінансуючи дослідження, банк орієнтується на перспективні для широкого тиражування розробки. Свої витрати банк відшкодовує прямим продажем (впровадженням) результатів досліджень підприємствам або у вигляді відрахувань від додаткового прибутку, отриманого за допомогою інновацій.

9. Експертиза нововведень. Банк, заохочуючи на договірній основі висококваліфікованих спеціалістів, проводить для власних потреб і на замовлення зацікавлених організацій комплексну експертизу інновацій. При цьому нововведення оцінюються з наукової, техніко-технологічної, економічної позиції. Вартість комплексної експертизи становить до 1 % розрахункової або договірної вартості розробки.

10. Надання послуг - інформаційних, фінансово-розрахункових, посередницьких, консультативних, науково-технічних, організаційно-економічних, рекламних, прогнозних тощо. Вартість виконання цих послуг визначається договором між клієнтами та банками.

11. Організація спільних виробництв. Для прискорення впровадження прогресивних науково-технічних нововведень, випуску нових видів продукції банк практикує створення та фінансування діяльності спільних виробництв.

Однією з форм фінансування інноваційної діяльності підприємств є податковий інвестиційний кредит, який визначається як: відстрочка сплати податку на прибуток, що надається суб'єкту підприємницької діяльності на визначений строк з метою збільшення його фінансових ресурсів для здійснення інноваційних програм з подальшою компенсацією відстрочених сум у вигляді додаткових надходжень податку через загальне зростання прибутку, що буде отриманий, згідно з чинним законодавством, внаслідок реалізації інноваційних програм.

Економічну основу податкового інвестиційного кредиту становлять кошти, які підприємство сплачує у вигляді податку на прибуток. Тому він багато в чому подібний до такої форми фінансової підтримки підприємства, як пільгове оподаткування прибутку.

Інвестиційний податковий кредит має цільове призначення. Його надають переважно під інноваційні програми, які забезпечують реалізацію таких науково-технічних пріоритетів, як:

- науково-технічне оновлення виробництва з підвищенням його техніко-економічних показників і забезпеченням конкурентоспроможності на світовому ринку;
- прискорення розвитку наукомістких та високотехнологічних галузей і виробництв, здатних кардинально змінити економічний та науково-технічний потенціал України;
- розширення виробництва в найбільш пріоритетних і ефективних для національної економіки секторах ринку.

Введення інвестиційного податковою кредиту має психічні переваги. порівняно з іншими формами кредиту. Так. при звичайному банківському кредитуванні використовуються вільні кредитні ресурси, яких, як відомо, хронічно не вистачає. Крім того, банківський кредит надається на умовах сплати досить значних відсотків, що робить інноваційні інвестиції, за рахунок такого кредиту для підприємства економічно обтяжливими.

Запровадження інвестиційного податкового кредиту не вимагає додаткових кредитних ресурсів, бо в ньому використовується ресурсний потенціал самого підприємства у вигляді прибутку, а саме - тієї частини, яка повинна відраховуватися до бюджету у вигляді податку на прибуток. Тому введення інвестиційного податкового кредиту буде заохочувати підприємства в підвищенні ефективності своєї роботи та отриманні прибутку.

Визначальними умовами надання інвестиційного податкового кредиту є:

по-перше стале фінансове становище підприємства - позичальника, тобто систематичне отримання ним прибутку, з якого нараховується податок;

по-друге, переважно (не менше 50 %) інвестиційна спрямованість у використанні власних фінансових ресурсів інвестора (прибуток, амортизаційні відрахування, відшкодування збитків від аварій, стихійних лих, грошові накопичення громадян, юридичних осіб тощо);

по-третє, наявність економічно обґрунтованого інноваційного проекту (бізнес-плану), який забезпечує після його реалізації підвищення ефективності виробництва, зростання загального обсягу отриманого підприємством прибутку та, відповідно, сум податку на прибуток як джерела компенсації інвестиційного податкового кредиту;

по-четверте, термін окупності запозичених через інвестиційний податковий кредит коштів, тобто їх повернення до бюджету у вигляді додаткових надходжень податку на прибуток, не повинен перевищувати певну кількість, наприклад, п'яти років після реалізації інноваційного проекту.

Дотримання цих умов знижує ризик кредитору, у цьому випадку - держави, щодо ефективності використання інвестиційних ресурсів.

Споживачами інвестиційного податкового кредиту можуть бути суб'єкти підприємницької діяльності, а саме: підприємства усіх форм власності, яким для реалізації інноваційних програм не вистачає власних інвестиційних ресурсів. Рішення про надання кредиту за галузевою підпорядкованістю підприємств приймають міністерства (відомства), які за дорученням Кабінету Міністрів України виступають розпорядниками інвестиційного податкового кредиту на галузевому рівні.

Отримання інвестиційного податкового кредиту здійснюється на підставі кредитного договору між галузевим міністерством (відомством) і підприємством-позичальником. Йому повинна передувати всебічна експертиза ефективності інноваційної програми (бізнес-плану) та наявності умов, які б підтверджували реальні можливості підприємства щодо успішної реалізації цієї програми.

Загальний обсяг ресурсів інвестиційного податкового кредиту на кожен рік визначається Кабінетом Міністрів України в розрахунках до бюджету. Виходячи зі стану економіки, він може досягати до 10 % надходжень до бюджету податку на прибуток з подальшим розподілом знижки податку по міністерствах (відомствах) відповідно до пріоритетності напрямів їх інноваційної діяльності.

Посилюючи вимоги до ефективності використання інвестиційних ресурсів, інвестиційний податковий кредит може надаватися підприємствам під конкретний інноваційний проект на строк до п'яти років. Довший термін не відповідає сучасним вимогам щодо тривалості освоєння нової техніки (нових виробництв), веде до розпорошення державних ресурсів, знижує ефективність використання інноваційних інвестицій.

Одним із способів оновлення основних фондів підприємства, що найбільш динамічно розвивається, є лізинг. Він дає змогу орендарові гнучко вирішувати свої виробничі завдання через тимчасове використання, а не придбання особливо дорогої, з більшим ризиком морального старіння, техніки. Розвиток лізингу є одним із найпрогресивніших методів матеріально-технічного забезпечення виробництва. Він відкриває доступ до найпередовішої техніки та дає можливість розв'язати протиріччя між необхідністю використання такої техніки та швидким її моральним старінням. Отже створюються умови як для одержання прогресивної техніки й технологій, її успішного освоєння та підтримки на високому технічному рівні, так і для забезпечення збуту підприємствам-виробникам цієї техніки.

У зв'язку зі зниженням частки державних асигнувань та недоступності для більшості підприємств довгострокових позичкових коштів (через велику їх вартість) власні кошти підприємства - прибуток та амортизація - є сьогодні єдиним реальним джерелом фінансування інноваційної діяльності. За рахунок цих коштів фінансується близько 65-70 % усіх інноваційних інвестицій, в тому числі прибуток забезпечує фінансування 20 % усіх інноваційних вкладень. Великим резервом для акумулювання коштів для реалізації інноваційно-інвестиційних проектів є також вивільнення від зайвого морально та фізично застарілого обладнання.

Одним із нових та перспективних методів фінансування інноваційної діяльності є венчурне фінансування. Таке фінансування може здійснюватися на усіх стадіях життєвого циклу виробництва продукту.

На рис. 4.4. наведена схема фінансування інноваційно-інвестиційної діяльності підприємства, яка містить елементи

венчурного фінансування на різних етапах життєвого циклу продукту у взаємозв'язку з іншими формами фінансування.

На схемі виділені три види венчурного фінансування, які пов'язані з найважливішими стадіями життєвого циклу продукту:

1. Фінансування інкубаційного періоду. На цьому етапі проводиться експрес - аналіз інноваційних пропозицій та здійснюються роботи зі створення бізнес-інкубатора чи інноваційного центру. На цьому етапі виділяється дві стадії: передстартове та стартове фінансування. На першій стадії здійснюється фінансування початкових етапів підприємницької діяльності, а саме: роботи з оцінки нематеріальних активів, патентного захисту, аналізу ринку збуту, правового забезпечення вигідних франчайзингових договорів та договорів купівлі - продажу, а також з формування плану підприємницької діяльності.

2. Фінансування комерційного освоєння. Цей етап також містить дві стадії: фінансування початкової стадії та фінансування освоєння. На початковій стадії передбачається надавати кошти підприємцям та керівникам підприємств, які мають значний потенціал росту. Фінансування освоєння передбачає виділення коштів на комерційну реалізацію дослідного зразка продукції. Основними джерелами фінансування на цьому етапі є банківські кредити та кошти синдикатського інвестора. Синдикатське інвестування - це пайове фінансування малих інноваційних підприємств, зацікавлених у провадженні продуктових або інших інновацій, які одержують в процесі реалізації інноваційно-інвестиційних проектів підприємств. Синдикатське інвестування є перехідною формою до венчурного фінансування.

3. Фінансування розвитку. Венчурне фінансування є суто цільовим "під ключ". Основною умовою такого фінансування є наявність у підприємства технологічного та комерційного заділу з випуску на ринок продукту. Венчурний капітал інвестується в непов'язані між собою проекти в розрахунок на швидку окупність коштів. Для венчурних інвесторів дуже важливим є правильно спрогнозувати очікувану ринкову вартість бізнес-напрямку, куди вони вкладають кошти. Тому, на цьому етапі здійснюється встановлення спільних з інвестором або самостійних нових цільових підприємств з ряду бізнес-інкубаторів, що створюються на першому етапі.

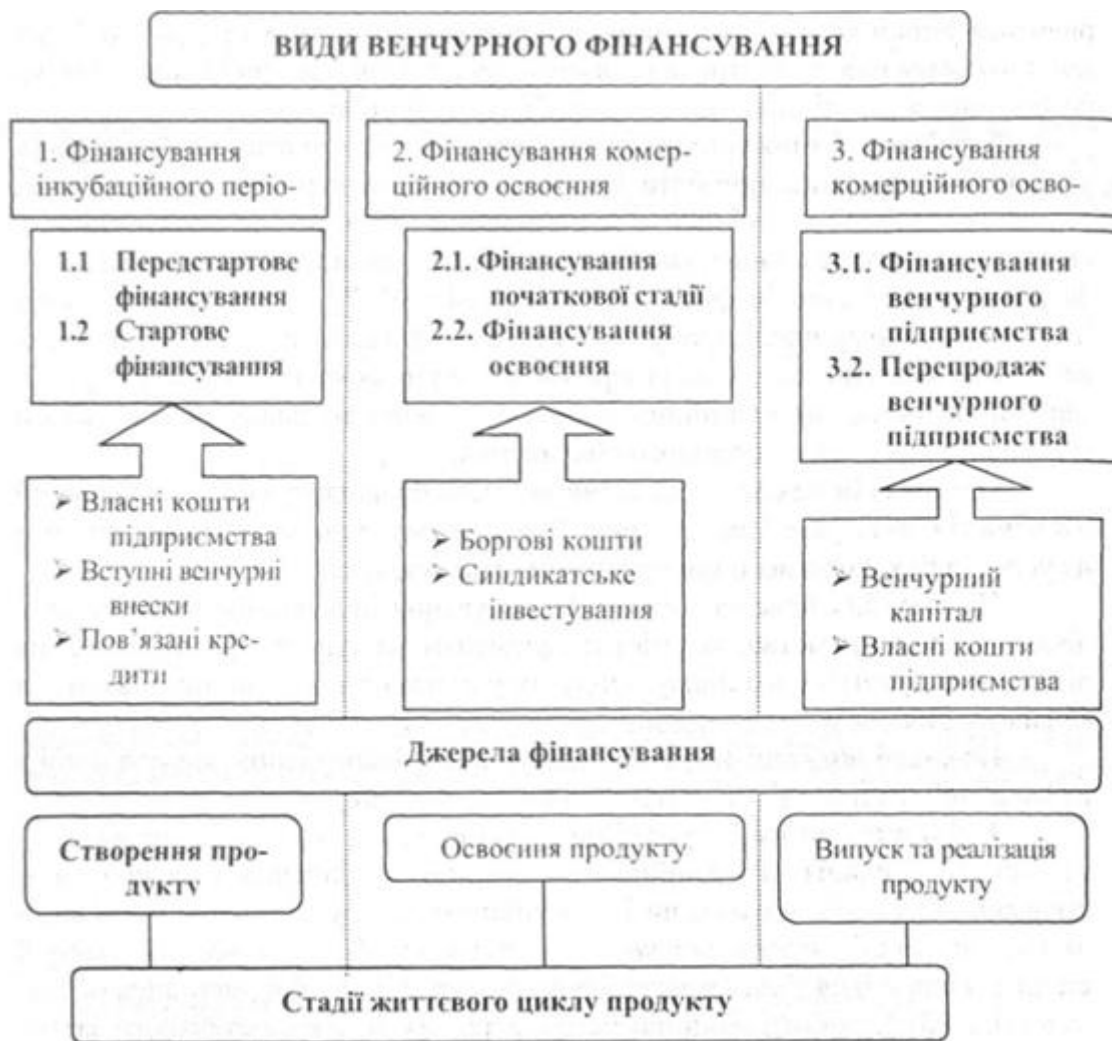


Рис. 4.4. Схема венчурного фінансування інноваційної діяльності підприємства

Отже, венчурний капітал використовується, зазвичай, для фінансування діяльності підприємств, що швидко розвиваються, і тому відіграє важливу роль у забезпеченні конкурентоспроможності промисловості загалом. Функціональне завдання венчурного фінансування - сприяти росту перспективного бізнесу шляхом надання певної суми грошових коштів в обмін на частку в статутному капіталі. На практиці найчастіше зустрічається комбінована схема венчурного інвестування, при якій частина коштів вноситься в акціонерний капітал, а інша надається у формі інвестиційного кредиту.

Реалізація комерційного інтересу венчурного фінансування полягає у тому, щоб підприємство успішно розвивалося і через 3-5 років підвищило свою вартість та вартість своїх акцій в 5-7 разів,

забезпечивши, таким чином, в середньому 30-40 % щорічного росту. Це дасть можливість венчурному інвестору на певній стадії продати свої акції або самому підприємству, або на фондовому ринку, або іншій зацікавленій стороні. В результаті він одержує повернення своїх інвестицій та прибуток з капіталу при виході з бізнесу.

Основним недоліком венчурного фінансування є те, що через високий ризик такий капітал надається під вищий відсоток, ніж банківський кредит, а в деяких випадках, пов'язаних із збільшенням гарантії проти нецільового використання вкладених коштів, венчурні інвестори можуть залишатися співвласниками підприємства, створеного під перспективний інвестиційний проект, протягом всього життєвого циклу освоєння продукту. В цьому випадку вони розраховують на одержання дивідендів з очікуваних прибутків.

#### Література для вивчення теми

1. Закон України "Про охорону прав на винаходи і корисні моделі" від 15 грудня 1993 р. № 3687 - XII.
2. Закон України "Про охорону прав на промислові зразки" від 15 грудня 1993 р., №3688-XII.
3. Закон України "Про охорону прав на знаки для товарів і послуг" від 15 грудня 1993 р., № 3689 - XII.
4. Закон України Про інноваційну діяльність від 4 липня 2002 р., № 40 - IV.
5. Закон України Про державне регулювання діяльності у сфері трансферу технологій від 14 вересня 2006 року, № 143-V.
6. Постанова Кабінету Міністрів України Про затвердження Положення про порядок створення та функціонування технопарків та інноваційних структур інших типів від 22 травня 1996 року, № 549.
7. Постанова Верховної Ради України Про концепцію науково-технологічного та інноваційного розвитку України від 13 липня 1999 року, №916-XIV.
8. Наказ Міністерства економіки України, Міністерства освіти і науки України, Міністерства промислової політики України від Про



затвердження Методики оцінки ефективності виконання інноваційних проектів та діяльності технологічних парків 21.11.2005 р., № 434/668/442.

9. Менеджмент інноваційно-інвестиційного розвитку підприємств України Д. М. Черваньов, Л. І. Нейкова. - К.: 1999 р. - 514 с.

10. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом. - К.: Лібра, 2002.- .472 с.

11. Проектне фінансування: Підручник. Пересада А. А., Майорова Т. В. Ляхова О. О. К.: КНЕУ, 2005 р. - 761 с.

12. Радинова С. П., Радионов Н. В. Оценка инвестиционных ресурсов предприятий (инновационный аспект). - СПб.:Альфа, 2001. - 208 с.

13. Стеченко Д. М. Інноваційні форми регіонального розвитку: Навч. посіб. - К.: Вища шк., 2002. - 254 с.

#### Контрольні запитання та завдання для вивчення теми

1. Охарактеризуйте зміст інновацій.
2. Визначте особливості інноваційної форми інвестицій.
3. Охарактеризуйте основні складові інноваційного процесу.
4. Назвіть основні об'єкти інноваційних інвестицій.
5. Охарактеризуйте види та форми інноваційних інвестицій.
6. Визначте особливості інтелектуальних інвестицій.
7. Охарактеризуйте зміст інтелектуальної власності та інтелектуального капіталу.
8. Визначте роль державних органів управління в інноваційному процесі.
9. Охарактеризуйте напрями діяльності технополісу.
10. Охарактеризуйте напрями діяльності технопарку.
11. Охарактеризуйте напрями діяльності бізнес-інкубатору.
12. Визначте роль венчурного капіталу для розвитку підприємства.
13. Назвіть основні джерела фінансування інноваційних інвестицій.
14. Визначте роль Державної інноваційної фінансово-кредитної установи у фінансуванні інноваційної діяльності.
15. Визначте роль банків у фінансуванні інноваційної діяльності.
16. Визначте роль податкового інвестиційного кредиту у фінансуванні інноваційної діяльності.

# ТЕМА 5. МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ

## 5.1. ХАРАКТЕРИСТИКА ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Світова практика переконує, що без широкого залучення іноземного капіталу неможливо провести структурну перебудову економіки, скоротити технічну та технологічну відсталість народного господарства, домогтися конкурентоздатності вітчизняної продукції на світовому ринку. Крім того, продуктивне використання іноземних інвестицій є органічною частиною світового процесу руху капіталу та реалізується переважно за рахунок капіталів приватних інвесторів, зацікавлених в одержанні вищого рівня прибутку на вкладені кошти.

**Іноземні інвестиції** - це цінності, що вкладаються іноземними інвесторами в об'єкти інвестиційної діяльності, відповідно до законодавства України, з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту [1].

При визначенні іноземних інвестицій, зазвичай, розрізняють лише один стрижневий момент їх ідентифікації: суб'єктом інвестування виступають іноземні особи щодо країни вкладання капіталу. При цьому, для визначення іноземних інвесторів використовується юридичний критерій: є особа резидентом чи нерезидентом цієї країни.

Іноземні інвестори - це суб'єкти, які провадять інвестиційну діяльність на території України, а саме:

- ◇ юридичні особи, створені відповідно до законодавства іншого, ніж законодавство України;
- ◇ фізичні особи - іноземці, які не мають постійного місця проживання на території України і не обмежені у дієздатності;
- ◇ іноземні держави, міжнародні урядові та неурядові організації;
- ◇ інші іноземні суб'єкти інвестиційної діяльності, які визнаються такими відповідно до законодавства України.

Іноземні інвестиції та інвестиції українських партнерів, у т. ч. внески до статутного фонду підприємств, оцінюються в іноземній конвертованій валюті та у валюті України за домовленістю сторін на основі цін міжнародних ринків або ринку України\*  
Перерахування інвестиційних сум в іноземній валюті у валюту

України здійснюється за офіційним курсом валюти України, визначеним Національним банком України. При реінвестиціях прибутку, доходу та інших коштів, одержаних у валюті України внаслідок здійснення іноземних інвестицій, перерахування інвестиційних сум провадиться за офіційним курсом валюти України, визначеним Національним банком України на дату фактичного здійснення реінвестицій.

Іноземні інвестиції можуть здійснюватися у вигляді:

- ◇ іноземної валюти, що визнається конвертованою Національним банком України;
- ◇ валюти України - при реінвестиціях в об'єкт первинного інвестування чи в будь-які інші об'єкти інвестування, відповідно до законодавства України, за умови сплати податку на прибуток (доходи);
- ◇ будь-якого рухомого та нерухомого майна та пов'язаних із ним майнових прав;
- ◇ акцій, облігацій, інших цінних паперів, а також корпоративних прав (прав власності на частку (пай) у статутному фонді юридичної особи, створеної відповідно до законодавства України або законодавства інших країн), виражених у конвертованій валюті;
- ◇ грошових вимог та права на вимоги виконання договірних зобов'язань, які гарантовані першокласними банками та мають вартість у конвертованій валюті, підтверджену згідно з законами (процедурами) країни інвестора або міжнародними торговельними звичаями;
- ◇ будь-яких прав інтелектуальної власності, вартість яких у конвертованій валюті підтверджена згідно з законами (процедурами) країни інвестора або міжнародними торговельними звичаями, а також підтверджена експертною оцінкою в Україні, включаючи легалізовані на території України авторські права, права на винаходи, корисні моделі, промислові зразки, знаки для товарів і послуг, ноу-хау тощо;
- ◇ прав на здійснення господарської діяльності, у т.ч. права на користування надрами та використання природних ресурсів, наданих відповідно до законодавства або договорів, вартість яких у конвертованій валюті підтверджена згідно з законами

(процедурами) країни інвестора або міжнародними торговельними звичаями;

◇ інших цінностей відповідно до законодавства України.

Основними формами здійснення іноземних інвестицій є:

- часткова участь у підприємствах, що створюються спільно з українськими юридичними та фізичними особами, або придбання частки діючих підприємств;
- створення підприємств, що повністю належать іноземним інвесторам, філій та інших відокремлених підрозділів іноземних юридичних осіб або придбання у власність діючих підприємств повністю;
- придбання не забороненого законами України нерухомого чи рухомого майна, у т. ч. будинки, квартири, приміщення, обладнання, транспортні засоби та інші об'єкти власності, шляхом прямого одержання майна та майнових комплексів або у вигляді акцій, облігацій та інших цінних паперів;
- придбання самотійно чи за участю українських юридичних або фізичних осіб прав на користування землею та використання природних ресурсів на території України;
- придбання інших майнових прав;
- господарської (підприємницької) діяльності на основі угод про розподіл продукції;
- в інших формах, які не заборонені законами України, в тому числі без створення юридичної особи на підставі договорів із суб'єктами господарської діяльності України.

Іноземні інвестиції класифікують за такими ознаками:

- за суб'єктами інвестицій: приватні, державні, інвестиції міжнародних організацій та змішані;
- за видами інвестицій: в іноземній валюті, у національній валюті, рухоме та нерухоме майно, цінні папери, грошові вимоги, об'єкти та/або права інтелектуальної власності, права на господарську діяльність, послуги;
- за формами: створення підприємства, яке повністю належить іноземному інвестору, часткова участь у підприємстві, придбання рухомого та нерухомого майна, концесії;
- за розміром: великі, середні, малі;

- за терміном: короткострокові, середньострокові, довгострокові, безстрокові;
- за джерелом формування ресурсів: первинні, реінвестиції;
- за методом інвестування, прямі, непрямі;
- залежно від об'єктів інвестування: реальні, фінансові, інтелектуальні та інноваційні;
- за формами створення об'єктів: самостійні, акціонерні та неакціонерні;
- за призначенням: для створення та розширення підприємств чи їх філіалів, які повністю належать іноземному інвестору; придбання раніше створеного та діючого підприємства, надання довгострокових позик. за сферами діяльності: соціальна сфера та реальний сектор економіки зарубіжних країн.

При здійсненні іноземних інвестицій інвестор має врахувати їх специфіку, а саме:

**Психологічні бар'єри.** Психологічні бар'єри обумовлені незнанням економіки, політики та культури інших країн, іноземних мов, методів торгівлі на фінансових ринках, порядку звітності та інше. Тому іноземні інвестори здійснюють свою діяльність через брокерів відповідних національних ринків.

**Інформаційні проблеми.** У інвестора можуть виникати проблеми з одержанням інформації про іноземні ринки та емітентів. Найчастіше для одержання інформації для іноземних інвестицій використовуються такі міжнародні інформаційні системи:

- інформаційні системи Reuters, Telerate, Ten/ore, Forex, які не тільки повідомляють новини, але й приводять ціни по окремим ринкам та цінним паперам;
- спеціальні цінові системи Exshare, Telekurs та інші, які дають повну інформацію по усім світовим ринкам, зокрема, дані про рух капіталів та дивідендів;
- спеціальні пакети комп'ютерних програм (Datastream), які забезпечують дані з котировок цінних паперів та надають допомогу при фінансовому аналізі [16, С. 10].

**Юридичні проблеми.** В різних країнах можуть існувати юридичні проблеми для іноземних інвесторів, при розміщенні їх капіталу та повернення його з одержаним доходом, у т. ч. особливості оподаткування. У зв'язку з цим іноземному інвестору

слід ґрунтовно вивчити законодавчу та нормативну базу країни, куди вкладатимуться кошти.

**Додаткові витрати.** Іноземні інвестиції, зазвичай, пов'язані з додатковими витратами, які містять: більші комісійні посередникам на іноземних ринках; більшу плату за оформлення угод; більшу плату керуючим портфелем іноземних інвестицій.

**Ризики іноземних інвестицій.** Ризики, пов'язані з іноземними інвестиціями, містять, по-перше, ризики національних ринків, тобто загальні ризики для усіх інвесторів - резидентів та нерезидентів. Наприклад, інвестори з країн з розвинутою економікою можуть зіткнутися з такими ризиками, як політична нестабільність, корупція, недосконале податкове законодавство та законодавство про права власності акціонерів, погане інформаційне забезпечення, недостатній рівень корпоративного управління, низька ефективність роботи юридичної та адміністративної систем. По-друге, додаткові ризики для нерезидентів пов'язані з можливим введенням обмежень на їх діяльність та вивіз капіталу та доходу. По-третє, існують ризики падіння курсів іноземних валют, що призводить до зменшення дохідності інвестицій в перерахунку на валюту інвестора.

**Переваги іноземних інвестицій.** Незважаючи на зазначені проблеми та ризики, обсяг іноземних інвестицій у світі постійно збільшується. Ріст іноземних інвестицій пов'язаний із тим, що вони дають можливість отримати більшу дохідність та менший ризик щодо суто національних інвестицій. Додаткова дохідність іноземних інвестицій пов'язана з можливим ростом курсів іноземних валют по відношенню до валюти інвестора, бо існує взаємозв'язок між основними фінансовими інструментами та курсом національної валюти (ріст національного ринку акцій призводить до росту курсу національної валюти). Крім того, ріст валюти певної країни дає можливість одержати вищу дохідність вкладень в облігації її емітентів, навіть якщо їх дохідність буде менше дохідності облігацій в країні інвестора. Іноземні інвестиції можуть мати і менший ризик. Це пов'язано з тим, що економіка різних країн розвивається нерівномірно, і якщо деякі національні ринки акцій будуть падати, то інші будуть зростати. Досвідчений інвестор для зменшення ризику іноземних інвестицій буде формувати портфель

шляхом диверсифікації, тобто купувати цінні папери різних національних ринків.

Таким чином, враховуючи специфіку та особливості іноземних інвестицій інвестор, який має намір здійснити їх, повинен:

- ґрунтовно проаналізувати стан та структуру міжнародного ринку інвестицій;
- вивчити характеристики та особливості цінних паперів, які обертаються на різних національних ринках;
- визначити основні показники, які характеризують ринок інвестицій, та проаналізувати їх в динаміці;
- проаналізувати інформацію з засобів масової інформації про ринки інвестицій, їх структуру;
- визначити фактори, які впливають на ціни активів на міжнародних ринках, та про їх взаємозв'язок;
- визначити методи та інструменти зменшення ризику іноземних інвестицій;
- визначити показники якості (дохідності) портфеля іноземних інвестицій.

## **5.2. ОСНОВНІ НАПРЯМИ МІЖНАРОДНОЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ**

**Міжнародна інвестиційна діяльність** - це сукупність практичних дій суб'єктів із вкладання інвестицій за кордон та іноземних інвестицій. Вона перерозподіляє у просторі та часі ресурси між окремими суб'єктами й об'єктами різних країн. Головним суб'єктом інвестиційної діяльності, який приймає рішення про вкладання коштів, - є інвестор. Його іноземна діяльність зумовлена розвитком господарських зв'язків між країнами світу, і залежить як від об'єктивних економічних законів, так і від політико-економічної мети діяльності національних держав у світовому політичному та господарському просторі.

На стан міжнародної інвестиційної діяльності впливають як глобально-економічні фактори (стан розвитку світової економіки; міжнародних ринків, насамперед, фінансового; стабільність світової валютної системи; рівень транснаціоналізації та регіональної інтеграції; розвиток міжнародної інвестиційної інфраструктури), так

і інші фактори, що знаходяться у площині країн, звідки направляються та куди залучаються інвестиції, у тому числі:

→ політико-економічні - політична стабільність, міра втручання уряду в економіку, ставлення до зарубіжних та іноземних інвестицій, дотримання дво- і багатосторонніх угод та ін.;

→ ресурсно-економічні - наявність природних ресурсів, демографічна ситуація, географічне розташування;

→ загальноекономічні - темпи економічного зростання, співвідношення споживання та заощаджень, ставка відсотку за кредитами, норма прибутку, рівень і динаміка інфляції, конвертованість валюти, стан платіжного балансу тощо.

Здійснюється міжнародна інвестиційна діяльність у двох напрямках: вивезення капіталу та залучення іноземних інвестицій.

Вивезення капіталу зумовлюється такими чинниками, як: надлишок капіталів у країні (низькі норми прибутку чи брак відповідної економічної структури для застосування капіталів); потреба у нових ринках збуту, сировини; формування певного рівня конкурентоспроможної економіки; міжнародний поділ праці, пошук стабільних умов застосування капіталів.

**Необхідність залучення іноземних інвестицій** виникає за: обмеженості внутрішніх інвестиційних ресурсів; низької інвестиційної активності власних інвесторів; необхідності забезпечення разом з інвестиціями нової техніки та технології; бажання створити конкурентноспроможну економіку та освоїти світові ринки: потреби в модернізації соціальної інфраструктури суспільства.

Залежно від виду та форми іноземних інвестицій основні напрями міжнародної інвестиційної діяльності можна представити за допомогою схеми (рис. 5.1).



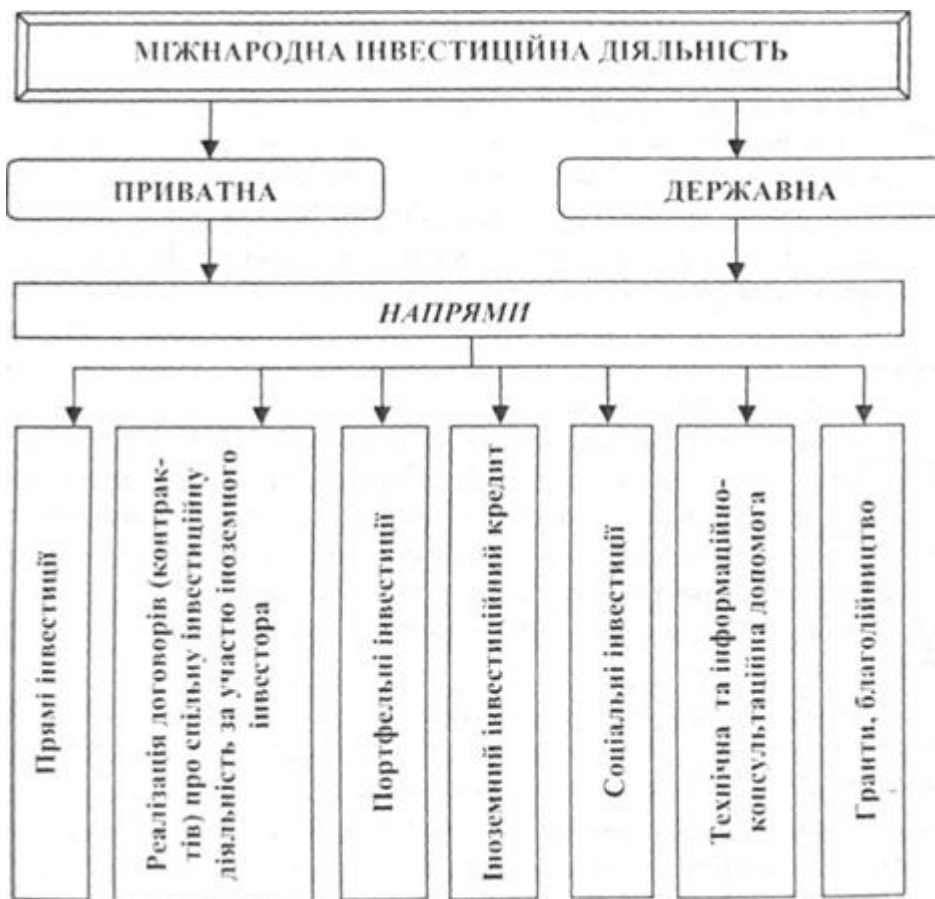


Рис. 5.1. Напрями міжнародної інвестиційної діяльності

Головною метою приватних іноземних інвестицій є експорт інвестиційного капіталу за кордон у грошовій або товарній формі з метою отримання прибутку чи розширення економічного впливу.

Мстою державних іноземних інвестицій є створення правових, економічних та організаційних умов для сталого розвитку економіки країни, куди вкладаються інвестиції.

Найпоширенішим напрямом міжнародної інвестиційної діяльності є прямі інвестиції або вкладання у зарубіжні підприємства, що забезпечують контроль інвестора або його участь в управлінні підприємством. Прямими інвестиціями є як первинні вкладення, так і реінвестиції, крім того, до них належать всі внутрішньо корпоративні перекази капіталу у формі кредитів і позичок між прямим інвестором і філіями, дочірніми та асоційованими компаніями.

За схваленням МВФ та іншими міжнародними організаціями визначенням, прямі іноземні інвестиції - це вкладання капіталу за

національними межами з метою розширення виготовлення товарів і надання послуг шляхом організації виробництва та придбання товарів для імпорту у власну країну чи експорту до третіх країн. До характерних форм прямих іноземних інвестицій належать здійснення управлінського контролю інвестора та акціонерна форма функціонування підприємства.

Отже, стрижневою ознакою прямих іноземних інвестицій є набуття довгострокового економічного інтересу, коли інвестор отримує чи зберігає контроль над об'єктом вкладення капіталу.

Розрізняють вертикальні та горизонтальні прямі іноземні інвестиції.

**Вертикальні прямі інвестиції** - це прямі інвестиції у сфери та галузі, що належать до різних стадій виробництва окремого продукту.

**Горизонтальні прямі інвестиції** - це прямі інвестиції за кордон, але в межах однієї галузі.

Основною формою прямих іноземних інвестицій є спільні підприємства або підприємства з іноземними інвестиціями - це підприємства (організації) будь-якої організаційно-правової форми, створені відповідно до законодавства України, іноземна інвестиція в статутному фонді якого, за його наявності, становить не менше 10 %. Підприємство набирає статусу підприємства з іноземними інвестиціями з дня зарахування іноземної інвестиції на його баланс [1].

Масштаби прямих інвестицій та темпи їх вкладання залежать від обсягів капіталів країн донорів і змін в економіці, юрисдикції, внутрішнього господарського механізму країн, що приймають іноземний капітал. Створення необхідних умов для сприятливого клімату для залучення прямого, реального капіталу - це комплексна проблема, яка містить економічну, соціальну, політичну й технічну складові. Світовий досвід доводить, що умови іноземним інвесторам створюються за допомогою економічних та соціальних заходів, юридичних норм, що є складовою інвестиційного законодавства держави, яка приймає капітал; міжнародних договорів: інвестиційних договорів між іноземним інвестором і державою, яка приймає: страхових полюсів при страхуванні інвестицій у національних та міжнародних страхових організаціях.

Виходячи з цих умов, прямі інвестиції можуть здійснюватися в таких формах:

1. Придбання неконтрольних пакетів акцій у фірмах країн-реципієнтів здійснюється через пряму купівлю акцій на місцевому фондовому ринку. Цей спосіб інвестування широко застосовується в процесі приватизації підприємств, а також при обміні акцій на борги підприємств як державної, так і приватної форм власності.
2. Ліцензійні угоди з фірмами країн-реципієнтів дають інвестору можливість виходу на ринок з мінімальним ризиком. Транснаціональна компанія передає права на виробництво певного продукту або послуги або на використання запатентованого процесу, технології, товарного знаку або іншої інтелектуальної власності місцевій фірмі, яка буде відповідати за виробництво та маркетинг на місцевому ринку. Іноземний інвестор може купувати акції місцевої фірми, з якою укладено ліцензійну угоду.
3. Стратегічні альянси та спільні підприємства дають інвесторам більшу присутність на місцевому ринку з меншим ризиком, ніж пряма купівля місцевої фірми або створення власного дочірнього підприємства. Створення альянсів великими корпораціями відкриває можливості для дрібних компаній, що шукають джерела фінансування для зросту. Продукція таких компаній займає вузькі ніші, тому вони можуть забезпечити більш високий дохід, порівняно з великими конкурентами, які частіше не так оперативно реагують на появу нових ринків і продуктів.
4. Переважна більшість стратегічних альянсів набуває форми спільних підприємств, що створюються для досягнення цілей, обумовлених членами- засновниками (компаніями, що вирішили утворити альянс).
5. Придбання контрольних пакетів акцій у фірмах країн-реципієнтів іноземними інвесторами приносить великі вигоди місцевим фірмам, стимулює економіку країни загалом та прискорює її інтеграцію у світову економіку, тому що це вимагає від інвесторів більших зобов'язань та тривалішого часу для отримання прибутків. Контрольні пакети акцій можуть бути отримані шляхом прямої купівлі акцій, приватизації, обміну акцій на борги та іншими методами.

Створення власних дочірніх підприємств у фірмах країни-реципієнтів застосовується на ринках, які мають найбільший потенціал для отримання прибутків. Ця форма інвестицій має найбільший ризик та найбільші зобов'язання з боку іноземного інвестора.

Таким чином, прямі іноземні інвестиції несуть ризик іноземним інвесторам, тому що останні позбавлені можливості швидкого виходу на ринок, крім того вони приносять більше вигод країні-реципієнту, тому що включають більші суми коштів, пов'язаних з більшими зобов'язаннями і тривалим часом здійснення інвестицій.

Міжнародний рух підприємницького капіталу, зокрема, прямі іноземні інвестиції, стали базою для формування всесвітньої системи філіалів та міжнародного виробництва транснаціональних компаній (ТНК).

**Транснаціональна корпорація** - це корпорація, що здійснює міжнародне співробітництво на основі прямих іноземних інвестицій та має прямий контроль над своїми зарубіжними філіями.

Головним критерієм розрізнення транснаціональних компаній і національних фірм, що ведуть зовнішньоекономічну експортно-імпорتنу діяльність, є вивіз капіталу та створення підконтрольних підприємств у різних країнах світу. Якщо національні компанії здійснюють лише експортно-імпортні операції товарів та послуг, то ТНК організують зарубіжне (міжнародне) виробництво товарів та послуг. Саме існування зарубіжного виробництва визначає особливі риси ТНК як форми структурної організації бізнесу: їхні організаційні моделі, стратегію підприємницької діяльності, напрями внутрішнього корпоративного руху товарів та фінансових ресурсів. [14, С. 33]

Починаючи з 2001 року, чистий щорічний приріст іноземного капіталу постійно зростає. Загальний обсяг прямих іноземних інвестицій, внесених в Україну, на 1 липня 2008 року склав 36 450,9 млн. дол., що на 23.4 % більше обсягів інвестицій на початок року та в розрахунку на одну особу становить 786,8 дол., рис. 5.2.

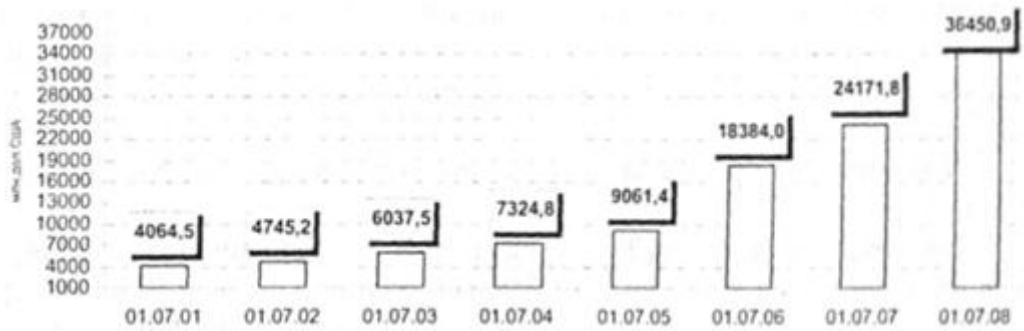


Рис. 5.2. Прямі іноземні інвестиції в Україну [13]

Найбільше зріс капітал нерезидентів з Кіпру - на 2361,1 млн. дол., Німеччини - на 838,9 млн. дол., Італії - на 740,2 млн. дол., Російської Федерації - на 645,3 млн. дол., Нідерландів - на 618,3 млн. дол., Австрії - на 343,7 млн. дол.. Сполученого Королівства - на 275,0 млн. дол.. Швеції - на 260,9 млн. дол. Продовжують нарощувати свій капітал інвестори з Угорщини (приріст капіталу 145,9 млн. дол.), Вірджинських островів. Британських (133,5 млн. дол.) та Франції (133,2 млн. дол.), рис. 5.3.



Рис. 5.3. Розподіл прямих інвестицій в Україну за основними країнами-інвесторами (у % до загального обсягу) [13]

Значний приріст іноземного капіталу спостерігався на підприємствах, що здійснюють фінансову діяльність, - на 2048,1 млн. дол., операції з нерухомим майном, оренду, інжиніринг та надання послуг підприємцям - на 942,4 млн. дол., торгівлю, ремонт автомобілів, побутових виробів, предметів особистого вжитку - на 524,1 млн. дол., будівництво - на 468,7 млн. дол., а також на підприємствах промисловості - на 858,2 млн. дол., у т.ч. переробної - на 725,9 млн. дол. Серед галузей переробної промисловості найбільше зросли обсяги прямих іноземних інвестицій у

виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів (на 195,3 млн. дол.), хімічну та нафтохімічну промисловість (на 104,4 млн. дол.), машинобудування (на 96,3 млн дол.), у виробництво іншої неметалевої мінеральної продукції (на 92,8 млн. дол.). На підприємствах сільського господарства, мисливства, лісового господарства капітал зріс на 277,0 млн. дол., з надання комунальних та індивідуальних послуг; діяльності у сфері культури та спорту - на 150,5 млн. дол., табл. 5.1.

Про наявність прямих іноземних інвестицій звітувало 16,4 тис. підприємств України.

Портфельні інвестиції - це вкладання в акції зарубіжних підприємств (без придбання контрольного пакету), облигації та інші цінні папери іноземних держав, міжнародних валютно-кредити их організацій з метою отримання підвищеного доходу за рахунок податкових пільг, зміни валютного курсу і т.п. Такі інвестиції не дають реального контролю інвестора над об'єктом інвестування.

Здійснення іноземних портфельних інвестицій дозволяє вирішити такі проблеми:

Таблиця 5.1.Примі інвестиції в Україну за видами економічної діяльності [13]

	Обсяги інвестицій на			
	01.01.2008		01.07.2009	
	млн. дол. США	у % до загального підсумку	млн. дол. США	у % до загального підсумку
Разом	29 532.8	100,0	16 450,9	100,0
Сільське і лісове господарство, мисливство.	557.3	1.9	834,3	2.3
Рибальство	0.5	0,0	0.6	0,0

Промисловість	7996.1	27.1	8854.3	24.3
• добувна	1052,4	3.6	1178,7	3,2
• переробна	6805.3	23,0	7531,2	20,7
• виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів	1561.1	5.3	1756.4	4,8
• легка промисловість	144.2	0,5	154,4	0.4
• оброблення деревини та виробництво виробів з деревини, крім меблів	241.7	0.8	267.7	0.7
• целюлозно-паперове виробництво: видавнича діяльність	187.7	0,6	210,9	0.6
• виробництво коксу, продуктів нафтопереробка	315,8	1,1	388.3	1.1
• хімічна та нафтохімічна промисловість	840.8	2,8	945,2	2.6
• виробництво іншої неметалевої мінеральної продукції	701.8	2,4	794.6	2.2
• металургійне виробництво та виробництво готових металевих виробів	1596,9	5.4	1672.8	4.6
• машинобудування	1011.3	3.4	1107.6	3,0

• інші галузі промисловості	204,0	0.7	233.3	0,7
• виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	138,4	0,5	144,4	0.4
Будівництво	1631.0	5,5	2099.7	5.7
Торгівля: ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	3070.3	10,4	3594,4	9.9
Діяльність готелів та ресторанів	428.3	1.5	459,7	1.3
Діяльність транспорту та зв'язку	1274.4	4.3	1387.7	3.8
Фінансова діяльність	4869.2	16.5	6917,3	19,0
Операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям	2669.9	9,0	3612,3	9.9
Державне управління	0,2	0,0	0.4	0.0
Освіта	18,1	0.1	19.0	0,0
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	190,4	0.6	207,5	0.6
Надання комунальних та індивідуальних послуг; діяльність у сфері культури та спорту	285.8	1.0	436.3	1.2



Нерозподілені за вилами економічної діяльності інвестицій	за обсяги	6541.3	22,1	8027.4	22.0
---	-----------	--------	------	--------	------

- Врівноваження платіжного балансу. Портфельні інвестиції як найбільш динамічна складова іноземного інвестування чутливо реагують на будь-які зміни в кон'юнктурі інвестиційного ринку. У випадку невірноваженості платіжного балансу вони рухаються з країни в країну, забезпечуючи при цьому зміну валютного курсу, рівня цін, процентних ставок та інших фінансових факторів, врівноважуючи таким чином платіжні баланси країн.
- Вирівнювання дохідності. Зміна відсоткових ставок в будь-якій країні, щодо інших країн, є стрижневим фактором, який приводить в рух короткострокові тимчасово вільні капітали світового фінансового ринку. їх відтік з одних країн та вкладання в фінансові зобов'язання в інших країн, призводить до врівноваження дохідності в межах світового фінансового<sup>1</sup> ринку.
- Підвищення ліквідності фінансових інструментів. Зростання попиту на фінансові інструменти національних емітентів з боку нерезидентів підвищує їх ліквідність за рахунок розширення кола потенційних покупців. Зростання ліквідності випущених підприємствами цінних паперів сприяє зменшенню вартості фінансування за рахунок зниження премії за ризик ліквідності, яку вимагають інвестори.
- Розвиток інфраструктури фінансового ринку. Інвестиції з боку іноземних інвесторів сприяють розвитку ринкової інфраструктури через: розвиток процедур торгівлі та обігу цінних паперів; запровадження сучасних систем обміну інформацією; підвищення професійного рівня учасників фондового ринку тощо.

Але, водночас, портфельні інвестиції несуть значну загрозу дестабілізації економічної системи, і не лише для окремої країни, але й для світової фінансової системи загалом.

Інвестор, який планує здійснити міжнародні портфельні інвестиції, передусім, має визначити принципи формування структури їх портфеля. Можлива така послідовність формування

структури портфеля міжнародних інвестицій загалом або за конкретними сегментами:

- ◇ країни (валюти) ® види цінних паперів ® конкретні цінні папери;
- ◇ види цінних паперів ® країни (валюти) ® конкретні цінні папери;
- ◇ види цінних паперів ® конкретні цінні папери ® країни (валюти);
- ◇ конкретні цінні папери ® країни (валюти).

У першому випадку інвестор може обрати спочатку, наприклад, Японію та Францію, а потім японські облігації та французькі акції і в кінці - цінні папери певного підприємства.

У другому випадку спочатку обираються види цінних паперів (наприклад, акції або короткострокові державні облігації), потім для кожного виду визначаються країни (наприклад, Німеччина - акції, а Великобританія - короткострокові державні облігації) і, нарешті, визначаються конкретні цінні папери.

Третій та четвертий випадки характерні для визначення структури сегменту акцій в портфелі міжнародних інвестицій. При цьому, в третьому випадку вибір виду цінних паперів означає вибір певних галузей економіки, після чого обираються акції конкретних компаній певної країни. Вибір таких акцій визначає сукупність країн (валют) інвестування.

Таким чином, в першому та другому випадку реалізується принцип "країни (валюти) ® конкретні цінні папери", який в літературі називають принципом "зверху вниз" (Top Down). У третьому та четвертому випадках реалізується принцип "конкретні цінні папери ® країни (валюти)", або принцип "знизу вверх" (Bottom Up) [ 16, С. 16-17].

На кожному етапі розглянутих послідовностей формування набору сегментів та конкретних цінних паперів в портфелі міжнародних інвестицій залежить від цілі конкретного інвестора. Такими цілями можуть бути:

- одержання якості (дохідність та ризик), близького за якістю ринкового портфеля , структура якого відповідає капіталізації відповідного ринку;
- одержання дохідності вите дохідності ринкового портфеля;
- забезпечення ризику нижче ризику ринкового портфеля.

Ці цілі можуть визначатися як для портфеля міжнародних інвестицій загалом, так і для окремих його сегментів. Одночасно з

формуванням структури портфеля іноземний інвестор має визначити принципи управління його ризиком. При цьому можливі такі варіанти дій:

- не вживати ніяких заходів, сподіваючись на сприятливу ситуацію;
- диверсифікувати інвестиції за країнами, вилами цінних паперів;
- сферами економіки та фінансовими інструментами;
- збільшити частку інвестицій у безризикові активи; вибирати менш ризиковані активи та валюти інвестицій на основі прогнозу їх якості; приймати спеціальні заходи для захисту від несприятливої зміни ціни активу та (або) валютного курсу.

Міжнародні портфельні інвестиції, на відміну від прямих, більш ліквідні, рухливі та чутливі до ситуації на фінансових ринках. Портфельному інвесторові однаково, в яку сферу або компанію вкладати, бо критеріями інвестування є лише рівень доходів та перспективи зниження ризику. У разі погіршення ситуації на ринках та зростання ризику портфельний інвестор може вилучити свої інвестиції набагато швидше, ніж прямий інвестор.

Міжнародний ринок портфельних інвестицій значно менший, ніж сукупний внутрішній ринок таких інвестицій. Інституційні та індивідуальні інвестори досі надають перевагу національним цінним паперам. Але слід зазначити, що в більшості промислово розвинутих країнах спостерігається тенденція, хоч і повільного, але поступового зростання операцій з іноземними цінними паперами.

- Ознаками активізації міжнародних портфельних інвестицій є
- ◆ збільшення питомої ваги іноземних цінних паперів у портфелях пенсійних фондів;
  - ◆ збільшення кількості міжнародних та глобальних інвестиційних фондів і зростання вартості їхніх активів;
  - ◆ збільшення практики емісії в США американських депозитарних розписок на іноземні акції;
  - ◆ збільшення випадків реєстрації транснаціональними компаніями своїх цінних паперів на зарубіжних ринках акцій;
  - ◆ поширення практики розповсюдження акцій філій ТНК серед місцевих інвесторів.

До основних причин зростання міжнародних портфельних інвестицій належать такі:

- ◇ лібералізація та дерегуляція фінансових ринків;
- ◇ намагання інституційних інвесторів знизити ризики шляхом міжнародної диверсифікації портфеля;
- ◇ поява додаткових джерел фінансування внаслідок збільшення обсягу ринку євровалют та національних грошових ринків;
- ◇ значна перебудова та модернізація роботи провідних фондових бірж світу;
- ◇ зростання обсягу необхідної для інвесторів інформації про зарубіжні ринки цінних паперів.

Більш ніж 90 % міжнародних портфельних інвестицій здійснюються між промислово розвинутими країнами. Понад 2/3 сукупної капіталізації ринку акцій припадають на три найбільші ринки (США, Японія, Велика Британія).

В останнє десятиріччя зростає значення нових ринків (нові індустріальні країни, країни з перехідною економікою). Ці ринки надають інвесторам можливості отримувати більші доходи, проте характеризуються значно більшою ризикованістю. [14, С. 336]

Важливою передумовою входження України до світового господарського простору має стати участь у міжнародному русі фінансових капіталів, зокрема через залучення іноземних кредитів. Потреба в них не викликає сумніву, оскільки залучення позичкового капіталу у формі іноземних інвестиційних кредитів в економіку України має важливе значення для виходу вітчизняного господарства з кризового стану.

**Іноземний інвестиційний кредит** - це економічні відносини між державами, іноземними банками та фірмами з приводу фінансування інвестиційної діяльності на засадах повернення у певні строки та, зазвичай, з виплатою відсотку.

Суб'єктами іноземного інвестиційного кредиту є державні структури, банки, міжнародні та регіональні валютно-кредити і організації, підприємства (фірми) та інші юридичні особи, окремі громадяни - представники різних країн.

Специфікою іноземного інвестиційного кредиту є те, що він бере участь в кругообігу капіталу на усіх його стадіях: при перетворенні грошового капіталу у виробничий - внаслідок експорту обладнання, сировини, палива; у процесі виробництва - у формі кредитування під незавершене виробництво; при реалізації

товарів на світових ринках. Він у тісному зв'язку з внутрішнім кредитом бере участь у зміні форм вартості, забезпечує непереривність відтворення, обслуговуючи усі його фази.

Різночасність окремих фаз відтворення, незбіг у часі та місці входження в міжнародний обіг реалізованої вартості та необхідних для цієї реалізації платіжних коштів, незбіг валютного обороту з рухом позичкового капіталу визначають взаємозв'язок іноземного інвестиційного кредиту з виробництвом.

На міжнародному позичковому ринку іноземний інвестиційний кредит відіграє подвійну роль: позитивну та негативну.

Позитивна роль полягає в прискоренні розвитку виробничих сил шляхом забезпечення неперервності процесу відтворення та його розширення. Він сприяє інтернаціоналізації виробництва та обміну, утворенню та розвитку світового ринку, поглиблює міжнародний розподіл праці. Крім того, він забезпечує сприятливі умови для іноземних приватних інвестицій, так як пов'язується з умовами про надання пільг інвесторам країни-кредитора; застосовується для утворення інфраструктури, необхідної для функціонування підприємств, у тому числі іноземних та спільних; сприяє зміцненню позицій національних підприємств та банків, які мають відношення до міжнародного капіталу.

Негативна роль іноземного інвестиційного кредиту в розвитку ринкової економіки полягає в загостренні її суперечності. Іноземний інвестиційний кредит - це знаряддя конкурентної боротьби країн за ринки збуту, сфери застосування капіталу, джерела сировини та переваги в основних сферах науково-технічного прогресу.

Таким чином, роль іноземного інвестиційного кредиту в умовах ринкової економіки має подвійну роль: з одного боку - розвиток взаємовигідного співтовариства країн; а з іншої - інструмент конкурентної боротьби.

Незважаючи на це, залучення іноземних інвестиційних кредитів в українську економіку має сьогодні стратегічний та тактичний інтерес з боку як України, так і іноземних кредиторів.

До основних джерел залучення Україною іноземних боргових коштів належать:

- кредити іноземних держав та їх угруповань, наприклад. Європейського Союзу (ЄС);
- кредити міжнародних фінансово-кредитних організацій;
- кредити держав-постачальниць сировинних ресурсів;
- розміщення державних та корпоративних боргових цінних паперів на зовнішніх ринках, а також на внутрішньому ринку при купівлі їх нерезидентами;
- міжнародний лізинг, франчайзинг тощо.

Зазвичай, для боргового фінансування використовуються різні інструменти залежно від того, чи залучаються вони через спеціалізованих фінансових посередників або виходять на ринок без них.

Зокрема, іноземний капітал може бути залученим через міжнародний ринок облігацій.

Капіталізація світового ринку облігацій приблизно дорівнює капіталізації світового ринку акцій. При ньому майже 50 % усіх облігацій емітують у доларах США, 20 % - в японських ієнах, 30 % - в європейських валютах. Приблизно дві третини всіх облігацій становлять облігації урядів різних країн, хоча частка таких облігацій у різних валютах істотно різниться.

Більшу частину облігацій на міжнародному ринку випускають із фіксованими відсотковими ставками (Straight Bonds), але існують також облігації з плаваючими (змінними) ставками (Floating Rate Notes - FRNs), емітовані, зазвичай, у доларах США. Корпорації різних країн випускають також конвертовані облігації. Наприклад, японські фірми, які потребують фінансування у євро, випускають облігації, деноміновані у євро, що можуть бути конвертовані у звичайні акції японських компаній. Придбання таких облігацій може надати перевагу в таких випадках:

- ◆ падіння ринкових відсоткових ставок на інвестиційному ринку, що призводить до зростання курсу облігації (як і на ринку власне європейських облігацій);
- ◆ зростання курсу акцій японських компаній (у цьому випадку облігації можуть бути конвертовані в акції");
- ◆ зростання курсу японської ієни щодо євро (облігації можуть бути конвертовані в актив (акції) у японських ієнах).

Крім того, облігації можуть випускатися в одній валюті (наприклад, у японських ієнах) із відсотковим купоном, який може виплачуватися у цій же валюті, а погашатися в іншій (наприклад, у доларах США). Використання таких двовалютних облігацій може принести інвестору додатковий дохід за рахунок сприятливої зміни курсів валют.

Позичальниками на ринку облігацій є центральні уряди країн, урядові організації, регіональні та місцеві органи влади, промислові та фінансові корпорації. Слід зазначити, що високоризикові позичальники (наприклад, деякі країни Африки або Латинської Америки) на міжнародний міжбанківський ринок безпосередньо не допускаються. Проте такі країни можуть одержати позики із цього ринку за посередництвом наднаціональних організацій, зокрема, Світового банку. Міжнародного банку реконструкції та розвитку, регіональних банків розвитку. Ці наднаціональні організації позичають на міжнародному ринку єврооблігацій і частину цих позик надають від свого імені країнам з високим ризиком.

Різновидом міжнародних боргових зобов'язань є єврооблігації (євро бонди) - це цінний папір, деномінований у валюті, відмінній від валюти країни емітента, то розміщуються через синдикат андеррайтерів серед іноземних інвесторів, для яких така валюта, зазвичай, є також іноземною. Ці цінні папери підтверджують зобов'язання емітента сплатити їхню номінальну вартість у визначений строк та відсотки за визначеною процентною ставкою.

На ринку єврооблігацій майже відсутні регулювання й обмеження, цей ринок немає місця фізичного розташування, але більша частина облігацій, якими торгують на ньому, котирується на Люксембурзькій фондовій біржі. Майже всі угоди з єврооблігаціями здійснюються цілодобово по всьому світу через фінансові інститути, які утворили Асоціацію дилерів міжнародних облігацій (Association of International Bond Dealers - AIBD).

У міжнародних економічних відносинах досить часто використовується механізм комерційного кредиту, який характеризується поєднанням міжфірмових розрахунків і кредитування за відкритим рахунком. Поширений у світовій економіці і внутрішній корпоративний комерційний кредит, який

надається транснаціональними корпораціями (ТІК) своїм філіалам у вигляді відстрочки платежу за товарні поставки.

До нетрадиційних механізмів комерційного кредиту у фінансуванні інвестиційних проектів належить кредитування за контрактом типу "френчайзинг".

**Френчайзинг** - це угода, за якою власник продукту, технологічного процесу, послуги або навіть торговельної марки надає право користуватися своїм ім'ям (ліцензію) за певну нагороду.

Нагорода за ліцензію (френшизу) може бути прямою - у формі певної грошової суми (роялті) або неповною - у формі зобов'язання купувати ті товари чи послуги, з яких власник ліцензії має комерційний інтерес. Розрізняють такі типи френчайзингових контрактів:

- ◆ збутові угоди (продуктивний френчайзинг або роздрібний френчайзинг);
- ◆ ліцензії на виробництво;
- ◆ угоди про використання особистого імені;
- ◆ комплексний френчайзинг.

Френчайзинг дуже поширений у сфері торгівлі, ресторанного та готельного бізнесу, індустрії побутових послуг тощо. В Україні успішно діють такі френчайзингові мережі, як "Кока-кола", "МакДональдз". "Форнетті" та ін.

Іншим борговим інструментом залучення іноземного інвестиційного капіталу є міжнародний лізинг - вид інвестиційно-підприємницької діяльності, пов'язаної з придбанням майна та передаванням його в користування за договором державі в особі її уповноважених органів, фізичній або юридичній особі на визначений термін з метою одержання прибутку (доходу) або досягнення соціального ефекту з урахуванням амортизації предмета лізингу за участю лізингодавця, постачальника, лізингоодержувача та інших учасників лізингового проекту;

Основними суб'єктами такого лізингу є:

- ◇ Лізингові компанії, якщо такі передбачені національним законодавством сторін, - комерційні організації, засновницькими документами яких передбачено здійснення лізингової діяльності. Лізингові компанії в лізингових операціях виступають у ролі



лізингодавця або лізингодавця і лізингоодержувача під час здійснення операцій сублізингу.

◇ Об'єднання лізингових компаній та інших суб'єктів лізингової діяльності - національні та міжнаціональні комерційні та некомерційні об'єднання з утворенням і без утворення юридичної особи, що створюються для реалізації великих проектів і програм, отримання додаткових вигод і

◇ Господарюючі суб'єкти - суб'єкти господарської діяльності, які не мають спеціалізованої ліцензії на проведення лізингових операцій, в лізингових операціях виступають у ролі лізингоодержувача, постачальника, страхувача, гаранта, інвестора, кредитора, покупця, за винятком кредитно-фінансових установ, які в лізингових операціях можуть виступати також у ролі лізингодавців, а також в інших випадках, передбачених національним законодавством.

Складовою частиною міжнародного лізингу, в якому беруть участь лізингові компанії та господарюючі суб'єкти двох і більше держав, - є міждержавний лізинг, основними видами якого є:

- фінансовий лізинг - вид середньо- і довготермінового лізингу, який передбачає виплату лізингоодержувачем протягом періоду дії договору про лізинг сум, що покривають повну вартість амортизації предмета лізингу або більшу її частину;
- операційний (оперативний) лізинг - вид лізингу, що укладається на термін менший, ніж амортизаційний період. Після закінчення договору про лізинг предмет лізингу повертається лізингодавцю і знову здається в лізинг;
- зворотний лізинг - вид лізингу, за якого постачальник предмета лізингу продає його лізинговій компанії, а та в свою чергу здає цей предмет в лізинг колишньому постачальнику предмета лізингу;
- компенсаційний лізинг - вид лізингу, за умовами якого як лізингові платежі лізингоодержувач може постачати лізингодавцю товар, вироблений з використанням предмета лізингу.
- бартерний лізинг - вид лізингу, за умовами якого як лізингові платежі лізингоодержувач може поставляти лізингодавцю будь-який товар, що є у нього в наявності, за згодою лізингодавця прийняти цей товар як лізинговий платіж.

Найбільш поширений міжнародний лізинг вантажних автомобілів, морських та повітряних суден, комп'ютерної техніки.

Постачання техніки та обладнання на лізинговій основі пропонують "RENAUT", "DAF", "SCANIA", "IBM", "HP" та інші. Цілий ряд закордонних компаній висловили готовність розвивати співробітництво з вітчизняними лізинговими компаніями щодо поставки в Україну на лізинговій основі сільськогосподарської та тракторної техніки та обладнання - "JOHN DEER", "NEUERO", "URSUS", "PROKOP"; будівничої техніки - "ZEPPELIN", "TATRA", "CONDOR"; авто - "MAN", "MERCEDDES", "MITSUBISHI", "VOLVO". Такі компанії вимушені організувати бізнес в Україні у зв'язку з насиченням їх власного ринку та загостренням на ньому конкуренції.

Важливою складовою міжнародної інвестиційної діяльності є державно іноземна допомога. Вона за призначенням не має комерційного характеру і надається тільки на пільгових умовах. Структурно її формують грати, пільгові позики та технічна й інформаційно-консультаційна допомога, що мають як двох-, так і багатосторонню основу.

Наприклад, активним іноземним інвестором країн, то розвиваються є Уряд Сполучених Штатів Америки, який у 1961 року створив Агентство США з міжнародного розвитку (USAID). Це провідна установа з виконання програм міжнародної економічної та гуманітарної допомоги. Штаб-квартира USAID знаходиться у Вашингтоні, округ Колумбія. Агентство також має регіональні Місії у: Центральній та Південній Африці, Азії та на Близькому Сході, Латинській Америці та країнах Карибського басейну, а також у Європі та Євразії.

Починаючи з 1992 року. Регіональна Місія Агентства США з міжнародного розвитку (USAID) в Україні, Молдові та Білорусі надає допомогу у здійсненні переходу до ринкової економіки на широкій суспільній базі. При тому, що перед кожною з країн стоять свої унікальні завдання у процесі розвитку, програми Місії у всіх трьох державах здійснюються за такими основними напрямками, як демократія та самоврядування, економічне зростання та розвиток соціального сектору.

USAID здійснює свої проекти у тісній співпраці з приватними добровольчими організаціями США, американськими компаніями та іншими державними та міжнародними організаціями.

Допомога USAID у реформуванні соціального сектора в Україні передбачає захист найменш захищених верств населення: літніх людей, дітей, інвалідів, безпритульних, людей з алкогольною та наркотичною залежністю. Діяльність у цій сфері охоплює багато програм, серед яких - підтримка у реформуванні державної солідарної пенсійної системи і запровадженні приватного пенсійного страхування, зміцненні системи перерозподілу державних коштів у наданні соціальних послуг на належному рівні.

USAID розробило декілька програм, спрямованих на поліпшення забезпечення соціальних послуг шляхом співпраці з місцевими органами влади та місцевими неурядовими організаціями, мережа яких постійно зростає.

USAID нещодавно затвердило свою нову стратегію заходів по боротьбі з ВІЛ/СНІД в Україні на наступні 5 років, що має на меті утримати поширення ВІЛ на рівні менше 5 %.

Прикладом державного іноземного інвестування в Україні є також підписана 7 квітня 2006 року урядом Швеції Грантова угода на загальну суму 29 млн. 400 тис. шведських крон (приблизно 3,5 млн. дол. США). Грант надається Шведським міжнародним агентством з розвитку (SIDA) на спів-фінансування проекту "Удосконалення системи соціальної допомоги", який впроваджує Міністерство праці та соціальної політики на кошти позики Світового банку.

Грант спрямований на надання технічної допомоги для розвитку потенціалу Міністерства праці та соціальної політики, Міністерства фінансів та Державного комітету статистики за такими напрямками:

- а) оцінка програм соціальної допомоги, у т. ч. методологічну допомогу;
- б) управління програмами та визначення їх бюджету, які орієнтовані на отримання результату;
- в) інформування громадськості про реформи в галузі соціальної допомоги, політики соціальної допомоги та послуг, що надаються.

Мета гранту - допомогти зробити українську систему соціальної допомоги ефективнішою та орієнтованою на споживача завдяки розвитку мережі сучасних офісів соціальної допомоги на

місцях та впровадження програм, спрямованих на підтримку тих верств населення, які потребують допомоги.

У країн-донорів, зазвичай, промислово розвинених країн, превалюють політичні та стратегічні пріоритети при наданні допомоги тій чи іншій країні. Однак, як показує практика, майже в усіх випадках має місце соціальне та економічне обґрунтування грантів, пільгових позик, технічної й інформаційно-консультаційної допомоги. Очевидною є також тенденція подорожчання іноземної допомоги та перевалювання позик над грантами.

Особливої уваги заслуговують приватні іноземні інвестиції соціальної спрямованості.

Зокрема, активним учасником інвестування соціального розвитку України є Міжнародний фонд "Відродження" (МФВ), який є однією з перших добродійних організацій, створених для сприяння розвитку відкритого й демократичного суспільства в Україні.

Міжнародний Фонд "Відродження" є частиною міжнародної мережі фондів Дж. Сороса, це юридична особа, яка діє відповідно до чинного національного законодавства. Фонд скеровує фінансову підтримку ініціативам українських громадян. Як недержавна організація, що перебуває під громадським контролем, МФВ визначає свою стратегію незалежно від державних структур та урядів іноземних держав-донорів.

Методи діяльності МФВ в Україні подібні до методів, які використовують організації, підтримані паном Дж. Соросом, в інших країнах. Однак їх пристосовано до українських умов, оскільки МФВ - це українська громадська добродійна організація. Фінансова база МФВ складається з приватних внесків, які забезпечує Дж. Сорос. Деякі з програм МФВ здійснюються спільно з українськими, міжнародними та іноземними донорськими організаціями, що працюють в Україні.

Міжнародний фонд "Відродження" фінансує проекти у сфері освіти, культури, видавничій та інформаційній сферах, охорони здоров'я, соціальній сфері, сприяє досягненню прозорості та відкритості законодавства та управління державою, створенню реальних умов для забезпечення впливу громадськості на державну політику, розвитку та зміцненню незалежних засобів масової

інформації, становленню громадянського суспільства, інтеграції громад національних меншин та забезпеченню міжнаціонального миру та толерантності.

Водночас фонд не підтримує проекти:

- ◆ що не відповідають пріоритетам програмної діяльності МФВ;
- ◆ які мають комерційний характер;
- ◆ з гуманітарної допомоги;
- ◆ подані від фізичних осіб, політичних партій чи релігійних громад.

Програмна діяльність МФВ здійснюється як через надання грантів недержавним організаціям, освітнім, просвітницьким та культурним установам і підприємствам (видавництва), так і через операційні проекти, ініційовані і виконувані самим фондом.

Фінансову підтримку отримують проекти, що посилюють вплив громадянського суспільства в Україні, сприяють становленню верховенства права, розвиткові незалежних засобів масової інформації, інформаційних ресурсів для відкритого суспільства, освіти, культурі, місцевому самоврядуванню, перекладу кращих творів світової суспільно-гуманітарної думки, реформам у сфері охорони здоров'я, розвою національних меншин та їх інтеграції в суспільство України.

### **5.3. СПЕЦІАЛЬНІ ЕКОНОМІЧНІ ЗОНИ, МЕТА СТВОРЕННЯ ТА ШЛЯХИ ЗАЛУЧЕННЯ ІНОЗЕМНОГО КАПІТАЛУ**

Діючим напрямом розвитку економіки окремих територій і регіонів, орієнтованим на рішення конкретних пріоритетних економічних завдань, реалізацію стратегічних програм та проектів є створення спеціальних (вільних) економічних зон (СЕЗ).

Відповідно до документів Міжнародної конвенції зі спрощення та гармонізації митних процедур (Кіото, 18 травня 1973 року), Вільна економічна зона (ВЕЗ) - це частина території країни, на якій товари розглядаються як об'єкти, що знаходяться за межами митної території, і не підлягають звичайному митному контролю та оподаткуванню [12].

Основне завдання ВЕЗ полягає у залученні інвестицій і нових технологій, створенні нових робочих місць, збільшенні валютних надходжень до країни, розвитку інфраструктури тощо. За допомогою таких зон вирішуються стратегічні завдання економічного зростання окремих регіонів і, нарешті, народного господарства всієї країни.

У світі існує багато модифікацій вільних економічних зон, які умовно можна поділити на такі групи, див. рис. 5.4.

Торгово-складські зони - це зони, у яких товари іноземного походження можуть зберігатися, продаватися і купуватися без оплати звичайних мит. У складі цих зон розрізняють зони зовнішньої торгівлі (США), вільні митні зони (Угорщина), вільні безмитні зони (Болгарія) та вільні порти (Німеччина). Усі торгово-складські зони організуються переважно в морських та річкових портах, на залізничних вузлах та в аеропортах. Вони завжди відокремлені від економічного простору країни митною і навіть державною межею.

Експортно-виробничі зони. Ці зони призначені для виробництва товарів для експорту. Вони мають право на безмитну торгівлю у митному та торговельному режимі країни та надають іноземним інвесторам податкові та фінансові пільги. Мета створення цих зон полягає у насиченні країни сучасними товарами та технологіями, об'єднання підприємств для виробництва

експортно-привабливої продукції. Експортно-виробничі зони створюються, насамперед, для залучення іноземного капіталу до національної економіки, створення експортних підприємств і нових робочих місць, збільшення надходження іноземної валюти, впровадження до господарської практики останніх досягнень НТП. У загальній сукупності експортно-виробничих зон розрізняють зони спільного підприємництва (Угорщина, Болгарія), зони вільного підприємництва (США), підприємницькі зони (Великобританія), спеціальні економічні зони (КНР).

Самостійну групу мають науково-технологічні зони. Відмінною рисою цих зон є те, що на їх території об'єднується наукова та виробничо-технологічна діяльність у формі сучасних наукомістких фірм, зосереджених навколо значного науково-дослідного центру або університету. Мета створення таких зон - мобілізувати всі доступні матеріальні і трудові ресурси для прискорення передавання нових високих технологій у промисловість, забезпечити нові робочі місця та інше.



Рис. 5.4. Класифікація спеціальних (вільних) економічних зон

Науково-технологічні зони можуть існувати у вигляді:

- інноваційних центрів - це економічна структура, розміщена в межах невеличкої ділянки і призначена для невеликої тільки-но створеної компанії;
- науковий парк - це досить велика територія, на якій розміщуються наукомісткі фірми різних розмірів і стадій розвитку, що дозволяє розгорнути невеликі виробництва на основі науково-технічних розробок місцевого дослідницького центру;
- дослідницький парк - це структура, в рамках якої науково-технічні нововведення розробляються тільки до стадії технічного прототипу.

Особливою групою вільних економічних зон, є зони, які створюються з метою розвитку певної сфери діяльності (галузі). До них належать туристичні (рекреаційні) зони, вільні страхові зони, банківські вільні зони та інші.

**Туристичні (рекреаційні) зони** надають широкі можливості для відпочинку та туризму, а розташовані у місцях рекреації. Вони, так само як і митні зони, є найбільш привабливими об'єктами вкладання іноземного капіталу, оскільки вимагають порівняно менших первинних інвестицій внаслідок того, що вони формуються на базі виробничої та соціальної інфраструктури, що сформована. У межах цих зон створюється пільговий режим підприємницької діяльності для залучення іноземного капіталу. Для решти суб'єктів господарювання запроваджується спеціальний пільговий податковий режим, який дозволяє накопичувати кошти для облаштування територій з подальшим наданням їм зонального пільгового режиму господарювання.

Причиною створення вільних страхових зон стали надзвичайно жорсткі нормативи, що регулювали страхові операції. Банківські вільні зони є географічними зонами, у яких банки можуть вільно здійснювати свою діяльність і мати ділові стосунки з клієнтами, що мешкають в інших країнах. Засобами створення банківських зон вдається уникнути застосуванням норм з контролю валютного обміну й обов'язкового застосування резервних коефіцієнтів.

До окремої групи входять офшорні зони (юрисдикції) - це країна або окремі території країн, де на державному рівні для певних типів компаній, власниками яких є іноземці, встановлені



значні пільги з оподаткування, частково або повністю зняті митні та торгові обмеження, знижені або відсутні вимоги до бухгалтерського обліку та аудиту. Офшорна компанія (компанія, зареєстрована у юрисдикції з низьким оподаткуванням або звільнена від сплати податків на основі невеликої фіксованої плати) може отримати пільги тільки у разі володіння компанією іноземцями, а прибуток повинен вилучатися за межами юрисдикції, де вона зареєстрована. Офшорній компанії заборонено вести підприємницьку діяльність у країні реєстрації, тому що в іншому випадку держава поставила б в нерівні умови місцеві фірми, порівняно з офшорними, які мають податкові пільги.

Частіше офшорна зона створюється там, де слабо розвинута економіка та інших можливостей для залучення іноземного капіталу немає. Офшорна компанія не обтяжує зону додатковими витратами, а навпаки, забезпечує надходження фінансового капіталу в її економіку за рахунок оплати праці офісних службовців, придбання майна або нерухомості та різноманітних реєстраційних зборів. З часом деякі юрисдикції можуть зробити серйозні прориви у рівні економічного розвитку. Як приклад можна навести Сінгапур, Гонконг, Ірландію. Кіпр. Зокрема, на Кіпрі 28 тисяч зареєстрованих офшорних компаній приносять цій країні дохід у \$200 млн. на рік. а дохід на душу населення складає \$ 12 тис.

Офшорні зони можна класифікувати за мірою надійності.

До першої групи увійшли: Гонконг, Сінгапур, Люксембург, Швейцарія, Дублін, Гернсі, острови Мен і Джерсі; другої - Андорра, Бахрейн, Барбадос, Бермуди, Гібралтар, Лабуан (Малайзія), Макао, Мальта, Монако; третьої - Антигуа і Барбуда, Аруба, Беліз, Британські Віргінські острови, Кайманові острови, острови Кука, Коста-Ріка, Кіпр, Ливан, Ліхтенштейн, Маршалові острови, Маврикій, Науру, Антильські острови (Нідерланди), Панама, острів Сент-Кітс і Невіс, Сент-Люсія, Самоа, Сейшели, Багами, Вануату.

Під надійною офшорною зоною розуміють зону, у якій відсутня банківська таємниця, розвинуті наглядові органи і законодавство. Єдиним правилом, що за ними визнається, є наявність податкових пільг для нерезидентів. Офшори, у яких реєструються українські та російські компанії належать до третьої,

найменш надійної, групи. Вони найбільш закриті для правоохоронних органів Європейського Союзу.

У сучасний час домінують комплексні зони, які поєднують риси усіх згаданих вище зон. Комплексні зони створюються для розвитку окремих галузей виробництва (Польща), відродження певних регіонів (США), залучення в економіку іноземних інвестицій, розвитку кредитних, валютних і банківських відносин. Комплексні зони часто ототожнюються з підприємницькими зонами.

Діяльність ВЕЗ в Україні, процедуру їх створення, взаємовідносини з місцевою виконавчою владою регламентує ціла низка законів. Але головними є Закон України "Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон" від 13 жовтня 1992 року, № 2673- XII та Концепція створення спеціальних (вільних) економічних зон в Україні, затверджена Постановою Кабінету Міністрів від 14 березня 1994 року, № 167.

Згідно зі ст. 1 Закону України "Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон", спеціальною (вільною) економічною зоною визначається частина території України, на якій встановлюються і діють спеціальний правовий режим економічної діяльності та порядок застосування і дії законодавства України [2]. На території спеціальної економічної зони (СЕЗ) запроваджуються пільгові митні, валютно-фінансові, податкові та інші умови економічної діяльності вітчизняних та іноземних юридичних і фізичних осіб.

Метою створення СЕЗ задекларовані залучення іноземних інвестицій, активізація спільно з іноземними інвесторами підприємницької діяльності для нарощування експорту товарів і послуг, збільшення поставок на внутрішній ринок високоякісної продукції та послуг, залучення і впровадження нових технологій, ринкових методів господарювання, розвитку інфраструктури ринку, поліпшення використання природних і трудових ресурсів, прискорення соціально-економічного розвитку України.

При створенні спеціальних (вільних) економічних зон враховуються такі фактори розміщення:

- місцезнаходження СЕЗ повинно сприяти зовнішнім і внутрішнім можливостям для реалізації намічених цілей;

- наявність достатнього ресурсного потенціалу (природно-кліматичні умови, науково-виробничий потенціал, трудові ресурси);
- забезпеченість об'єктами виробничої та соціальної інфраструктури згідно із міжнародними стандартами;
- розвинена система комунікацій, розгалужена транспортна мережа;
- відсутність екологічних обмежень щодо створення ВЕЗ.

У разі створення СЕЗ за ініціативою Президента України чи Кабінету Міністрів України рішення про створення СЕЗ приймається після одержання письмової згоди місцевої ради народних депутатів України та місцевої державної адміністрації, на території якої передбачається розташувати спеціальну (вільну) економічну зону. Для створення СЕЗ необхідно подати такі документи:

- 1) рішення місцевої Ради або місцевої державної адміністрації з клопотанням про створення СЕЗ на їх території, або письмова згода у випадку, коли ініціатива йде від Президента України або Кабінету Міністрів;
- 2) проект положення про статус, систему управління і офіційну назву СЕЗ;
- 3) точний опис кордонів і карта території СЕЗ;
- 4) техніко-економічне обґрунтування доцільності створення та функціонування СЕЗ;
- 5) проект Закону про створення конкретної СЕЗ. Техніко-економічне обґрунтування зони повинне містити: мету та галузеву спрямованість її діяльності; етапи розвитку із зазначенням часу на їх здійснення; міру розвитку виробничої і соціальної інфраструктури; складові частини підприємництва і перспективи їх розвитку; вихідний рівень розвитку економічного, наукового та іншого потенціалу, рівень забезпеченості кваліфікованими кадрами; обсяги, джерела та форми фінансування на кожному етапі розвитку економічної зони, а також обґрунтування режиму ціноутворення, оподаткування, митних і валютно-фінансових умов.

Зазвичай, управління СЕЗ здійснюють органи **господарського розвитку та управління** - адміністрації, які є юридичними особами, створюються суб'єктами зони за погодженням з місцевими радами, на території яких створено СЕЗ. Орган господарського

розвитку та управління й суб'єкти економічної діяльності СЕЗ є самостійними у здійсненні своєї діяльності.

З метою координаційної та методологічної роботи в Україні створено Агентство з питань спеціальних (вільних) економічних зон, уповноважене проводити експертизу окремих інвестиційних проектів з метою:

- ◆ запобігання негативних наслідків реалізації інвестиційних проектів щодо виконання державних програм економічного, науково-технічного і соціального розвитку;
- ◆ запобігання зменшення надходжень до бюджетів;
- ◆ визначення джерел покриття можливих збитків.

На території України діє 12 спеціальних (вільних) економічних зон (СЕЗ), див. табл. 5.2. та 9 регіонів, де запроваджений спеціальний режим інвестиційної діяльності (ТПР), у тому числі, в Автономній Республіці Крим, Волинській, Донецькій, Закарпатській, Житомирській, Луганській, Чернігівській областях, а також у містах Харків та Шостка Сумської області.

Загальна територія, на яку поширюється режим СЕЗ та ТПР становить 6360 тис. га, або 10,5 % території України, у тому числі, СЕЗ - 121 тис. га та ТПР - 6239 тис. га. Кількість областей, на територіях яких діють режими СЕЗ та ТПР - 12, районів -41, а міст-58.

Інвестор отримує право на ці пільги за таких особливих умов, див. табл. 5.3.:

- реалізація інвестиційних проектів у пріоритетних видах економічної діяльності;
- реалізація інвестиційних проектів кошторисною вартістю не меншою встановленої мінімальної межі (від US \$ 200 тис. до US \$ 3 млн.) залежно від галузі виробництва;
- затвердження інвестиційних проектів відповідним органом управління СЕЗ чи ТПР;
- укладання договору на реалізацію інвестиційного проекту з відповідним органом управління СЕЗ чи ТПР;
- розташування та державна реєстрація на території СЕЗ.

Таблиця 5.2. Вільні економічні зони України

Назва ВЕЗ (регіон)	Підстава створення	Термін дії	Мета створення	Мінімальний розмір інвестицій, за яких інвестор отримує пільги	Обсяг залучених інвестицій в ВЕЗ
"Славутич" м. Славутич Київська обл.	Указ Президента від 18.06.1998 р. та Закон України від 03.06.1999 р.	з 18.06.1998 р. по 01.01.2020 р.	Створення робочих місць в м. Славутич, пільгові умови для реалізації інвестиційних проектів в промисловості	\$ 200 тис.	\$ 5,466 млн
"Закарпаття" м. Мукачево, м. Ужгород Закарпатська обл.	Указ Президента від 09.12.1999 р.	309.12.1999 р. по 01.01.2030 р.	Створення сучасної виробничої, транспортної та ринкової інфраструктури	\$ 250 тис.	\$ 1300 млн
"Інтерпорт" м. Ковель,	Указ Президента від	301.01.2000 р. по 01.01.20	Облаштування міжнарод-	Не визначено	\$ 18 млн

Волинська обл.	22.06.1999 р.	021 р.	ного транспортного коридору Гданськ - Одеса		
"Порт Крим" м. Керч Кримська АР	Указ Президента від 27.06.1999 р.	301.01.2000 р. по 01.01.2031 р.	Залучення інвестицій у сферу охорони здоров'я, відпочинку, туризму та інші галузі	Від \$ 100 тис. до \$ 1 млн	\$ 160 млн
"Сиваш" м. Червоноперекіпськ. м. Армянськ, Кримська АР	Указ Президента від 30.06.1995 р.	3 18.09.1996 р. по 18.09.2026 р.	Залучення інвестицій в пріоритетні підприємства регіону	Не визначено	\$ 83 млн
"Миколаїв" м. Миколаїв Миколаївська обл.	Указ Президента від 28.06.1999р. та Закон України від 23.03.2000 р.	3 01.01.2000 р. по 01.01.2031 р.	Залучення інвестицій в суднобудівну промисловість	\$ 650 тис.	Від \$ 60 млн до \$ 120 млн

<p>"Порто - Франко м. Одеса, Одеська обл.</p>	<p>Указ Президента від 28.06.1999р. та Закон України від 03.06.1999 р.</p>	<p>3 01.01.2000 р. по 01.01.2026 р.</p>	<p>Залучення інвестицій у розвиток Одеського морського торгового порту</p>	<p>\$ 500 тис.</p>	<p>\$ 80 тис</p>
<p>"Рені" м. Рені Одеська обл.</p>	<p>Закон України від 23.03.2000 р.</p>	<p>3 01.01.2000 р. по 01.01.2034 р.</p>	<p>Розвиток експортного потенціалу та інфраструктури портового комплексу</p>	<p>\$ 200 тис.</p>	<p>\$ 58 МЛН</p>
<p>"Яворів" м. Яворів Львівська обл.</p>	<p>Закон України від 05.01.99 р.</p>	<p>3 15.01.1999 р. по 01.01.2020 р.</p>	<p>Створення робочих місць для працівників підприємства "Сірка", а також розвиток виробництва на території аеропорту "Краківець"</p>	<p>\$ 500 тис.</p>	<p>\$ 277 МЛН</p>
<p>"Курорт-тополіс Труска-</p>	<p>Закон України від</p>	<p>3 01.01.2000 р.</p>	<p>Залучення інвестицій, спрямо-</p>	<p>\$ 500 тис.</p>	<p>\$ 275 МЛН</p>

вещь" м. Труска- вещь Львівська обл.	18.03.99 р.	по 01.01.202 1 р.	ваних на збереження природних лікувальни х ресурсів курорту Трускавець		
"Донецьк" м. Донецьк Донецька обл.	Закон України від 24.12.98 р.	3 14.01.99 р. по 01.01.202 1 р.	Створення нових робочих місць для працівників , який ско- рочено у зв'язку з закриттям добувних та інших підприємст в, а також створення технопарку	\$ 1 МЛН	\$ 500 МЛН
"Азов" м. Маріу- поль	Закон України від 24.12.98 р.	3 14.01.99 р. но 01.01.206 0 р.	Перевалка транзитних вантажів, виробництв о товарів на експорт	Не визначен о	\$ 400 МЛН



Таблиця 5.3. Пільги, що надаються інвесторам на територіях спеціальних (вільних) економічних зон

Назва	Режим спеціальної митної зони	Звільнення від оподаткування прибутку	Звільнення від оподаткування інвестицій	Звільнення від сплати ввізного мита і ПДВ	Звільнення від плати за землю	Звільнення від сплати зборів до деяких бюджетних фондів
"Сиваш"		Реінвестиція	-	+	-	-
"Славутич"	-	+(3 роки), 4-6 роки - 50 %	+	+(5 років)	+(3 роки), далі - 50%	+
"Донецьк"	+	Ставка - 20 %	+		+(на період освоєння)	+
"Азов"	+	Ставка - 20 %	+	-	+(на період освоєння)	+
"Закар"	+	Ставка -	-			+

паття"		20 %				
"Яворів"	-	+ (5 років), наступні - 50 %	-	+ (5 років)	+ (3 роки), далі - 50%	+
"Інтерпорт Ковель"	+	Ставка - 20 %	-	-	+ (5 років)	+
"Миколаїв"	+(суднобудування)	+(3 роки), 4-6 роки - 50 %	+	+ (5 років)	+ (5 років)	-
"Порто-франко"	+	+(3 роки), 4-6 роки - 50 %	+	-	-	-
"Рені"	+	Ставка - 20 %	+	-	-	+
"Порі Крим"	+	Ставка - 20 %	+	-	+ (5 років)	+
"Курортополіс Трускавець"		+(3 роки), 4-6 роки - 50 %	+	+	+ (на період освоєння), + 10 років - 50 %	

Спільною рисою більшості українських СЕЗ є вимога великих за обсягом інвестицій і довгий перелік пріоритетних видів діяльності. До кожної СЕЗ входять кілька великих підприємств, які провадять різні види діяльності. Між суб'єктами СЕЗ майже відсутня конкуренція. Тому суб'єкти підприємницької діяльності зон не мають стимулів для вдосконалення своєї діяльності. Крім того, завдяки функціонуванню СЕЗ вдається домогтися тільки нетривалих за часом позитивних змін. Згодом ті суб'єкти, які не зможуть запропонувати нові ринкові товари або технології, будуть змушені припинити діяльність.

Світовий досвід свідчить про недоцільність одночасного створення великої кількості зон без набуття практичного досвіду їх функціонування. Це може призвести до непередбачуваних наслідків. Ймовірні такі наслідки, як: нерівномірний розподіл інвестиційних потоків по регіонах; необґрунтоване розміщення екологічно небезпечних підприємств; відтворення застарілих технологій; виробництво недоброякісної продукції; проникнення на національний ринок інвесторів з негативною репутацією тощо.

Україна не має достатніх коштів для ефективного впровадження великої кількості зон, а іноземні інвестори не зацікавлені вкладати капітал у регіони без належної інфраструктури, засобів зв'язку, з застарілими виробничими потужностями. Тому в умовах, що склалися, українські економісти приходять до висновку, що потрібно обмежитися функціонуванням обмеженої кількості зон в найбільш пріоритетних регіонах і забезпеченням відповідного фінансування проектів.

## **5.4. ПОЛІТИКА ДЕРЖАВИ З ЗАЛУЧЕННЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ**

Забезпечення сприятливого інвестиційного клімату в Україні залишається питанням стратегічної важливості, від реалізації якого залежать динаміка соціально-економічного розвитку та можливість модернізації на цій основі національної економіки.

На сьогодні в Україні вже створено сприятливе правове поле для здійснення інвестиційної діяльності. Зокрема, ця сфера регулюється Законами України: "Про інвестиційну діяльність",

"Про режим іноземного інвестування", "Про усунення дискримінації в оподаткуванні суб'єктів підприємницької діяльності, створених з використанням майна та коштів вітчизняного походження" тощо, якими передбачена:

- ◆ державна гарантія захисту інвестицій, незалежно від форм власності;
- ◆ відшкодування збитків, у т. ч. упущену вигоду та моральну шкоду, завданих їм внаслідок дій, бездіяльності або неналежного виконання державними органами України чи посадовими особами передбачених законодавством обов'язків щодо іноземного інвестора;
- ◆ повернення інвестиції іноземному інвестору в натуральній формі, або у валюті інвестування без сплати мита, а також доходів з цих інвестицій у грошовій чи товарній формі в разі припинення інвестиційної діяльності;
- ◆ застосування національного режиму валютного регулювання та справляння податків на території України до суб'єктів підприємницької діяльності або інших юридичних осіб, створених за участю іноземних інвестицій, незалежно від форм та часу їх внесення.

Усвідомлюючи важливість поліпшення інвестиційного клімату в Україні, головним завданням на короткострокову перспективу є удосконалення необхідної правової та організаційної бази для підвищення дієздатності механізмів забезпечення інвестиційного клімату й формування основи збереження та підвищення конкурентоспроможності вітчизняної економіки. Для цього необхідно здійснити низку першочергових заходів з формування єдиних стратегічних цілей та послідовності економічних реформ, забезпечення незмінності та гарантованості захисту прав і свобод інвестора.

Нарощування інвестицій без структурних змін в економіці, без підпорядкування інвестиційної політики вирішенню стратегічних завдань економічної політики держави - не буде доцільним з точки зору підвищення конкурентоспроможності національної економіки.

Головний стратегічний план розвитку української економіки на найближчі роки має містити конкретні шляхи та механізми проведення соціально-економічних реформ, в тому числі в

інвестиційній сфері. З метою активізації інвестиційної діяльності підприємств зусилля необхідно спрямувати на:

- ◇ створення нормативно-правової бази для заохочення вкладення довгострокових фінансових інвестицій;
- ◇ удосконалення режиму реєстрації іноземних інвестицій;
- ◇ сприяння укладенню угод про розподіл продукції;
- ◇ запровадження прозорих схем концесійної діяльності;
- ◇ формування системи стимулів інвестиційної діяльності підприємств та інвестиційного кредитування;
- ◇ розроблення нормативно-правової бази спільного кредитування великих інвестиційних проектів.

Крім того, поштовхом до нарощування інвестицій повинно стати створення сприятливих умов для дії ринкових регуляторів, а саме - формування стабільного правового поля, захист прав власності, розвиток системи ринків і ринкових інструментів, розвиток інформаційної інфраструктури ринку тощо.

Створення сприятливого інвестиційного клімату залежить від ефективності застосування інструментів залучення інвестицій в економіку України, зокрема, запровадження механізмів розвитку державно-приватного партнерства для реалізації суспільно значимих інвестиційних проектів в широкій сфері діяльності, залучення інвесторів на умовах укладання угод про розподіл продукції, розвиток концесійної діяльності, створення індустріальних (промислових) парків тощо.

У сучасних умовах очікувати великого припливу іноземного капіталу в Україну не доводиться, тому що інвестиційний клімат залишається несприятливим. Основними перешкодами для іноземних інвестицій в Україну є: нестабільне та надмірне державне регулювання; нечітка правова система; мінливість економічного середовища; корупція: великий податковий тягар; проблеми щодо встановлення чітких прав власності; низький рівень доходів громадян; труднощі в спілкуванні з урядом та приватизаційними органами; мінливість політичного середовища; відсутність матеріальної інфраструктури; проблеми виходу на внутрішній та зовнішній ринки та інші.

У зв'язку з цим, велике значення має вдосконалення процесу формування інвестиційної політики держави, що може активізувати

або стримувати функціонування іноземних інвестицій у національній економіці, регулювати їхні обсяги і технологічний склад.

Державна політика щодо залучення іноземного капіталу здійснюється Кабінетом Міністрів України спільно з НБУ та регулюється Верховною Радою України. Неабияку роль в цьому процесі відіграє Адміністрація Президента. Указами Президента України створена певна кількість державних інституцій, що безпосередньо займаються залученням іноземних інвестицій в Україну. У тому числі:

◆ **Національне агентство України з реконструкції і розвитку** — завданням якого є участь у формуванні державної політики при взаємодії з міжнародними фінансовими організаціями та установами для залучення кредитів, грантів, міжнародної гуманітарної та технічної допомоги, іноземних інвестицій.

◆ Державний інвестиційно-кліринговий комітет та Координаційна рада з питань інвестиційно-клірингового співробітництва розглядають питання, пов'язані з залученням фінансових та інвестиційних ресурсів у рамках інвестиційно-клірингових відносин. (р Палата незалежних експертів з питань інвестицій - є постійним діючим консультативно-дорадчим органом при Президентові України, метою якого є запобігання конфліктів між іноземними інвесторами й органами виконавчої влади.

◆ Консультативна рада з питань іноземних інвестицій в Україну - створена при Президентові для розробки та реалізації державної політики з залучення та використання іноземних інвестицій.

◆ **Валютно-кредитна рада Кабінету Міністрів** — приймає рішення про надання державних гарантій при залученні іноземних кредитів.

Участь в управлінні іноземним інвестуванням беруть органи місцевих державних адміністрацій у межах делегованих їм повноважень, особливо при розробці програм соціально-економічного розвитку регіонів, створенні спільних підприємств, вільних економічних зон тощо.

Державна політика України щодо залучення іноземного капіталу проводиться за такими напрямками, як:

· визначення умов для здійснення іноземних інвестицій;

- визначення пріоритетних сфер для іноземного інвестування;
- визначення системи інвестиційних пільг для іноземних інвесторів;
- визначення системи гарантій щодо захисту прав іноземних інвесторів;
- визначення вимог до інвесторів, які претендують на одержання додаткових пільг та інше.

Визначення умов для здійснення іноземних інвестицій. З метою створення належних умов для ефективного залучення іноземного капіталу в економіку та збільшення його обсягів значна увага приділяється питанням удосконалення законодавчої і нормативної бази щодо державного регулювання процесів іноземного інвестування.

19 березня 1996 року Верховна Рада України прийняла Закон України "Про режим іноземного інвестування", № 93/96-ВР, який визначив основні умови для здійснення іноземних інвестицій в економіку України.

Порядок реєстрації фактично внесених іноземних інвестицій, а також договорів (контрактів) на спільну інвестиційну діяльність за участю іноземного інвестора визначено у постановах Кабінету Міністрів України "Про затвердження Положення про порядок державної реєстрації іноземних інвестицій" від 7.08.96, № 928 і "Про затвердження Положення про порядок державної реєстрації договорів (контрактів) про спільну інвестиційну діяльність за участю іноземного інвестора" від 30.01.97, № 112. Цими документами визначено процедуру реєстрації; державні органи, що її здійснюють; перелік необхідних для реєстрації документів; терміни видачі реєстраційних посвідчень тощо. Незареєстровані інвестиції не дають права на отримання гарантій їх захисту та будь-яких пільг, встановлених Законом України "Про режим іноземного інвестування".

Особливої уваги заслуговують постанови Правління НБУ, у тому числі "Положення про порядок іноземного інвестування в Україну" [10] та "Положення про порядок здійснення в грошовій формі іноземних інвестицій в Україну та повернення іноземному інвестору його інвестицій, а також репатріації прибутків, доходів, інших коштів, одержаних від інвестиційної діяльності в Україні" [11].

Важливими правовими документами, які регулюють взаємовідносини між суб'єктами інвестиційної діяльності є міждержавні Угоди "Про сприяння та взаємний захист інвестицій". Такі угоди є гарантом надання справедливого статусу інвестиціям і захисту їх на території іншої держави.

Взагалі діяльність іноземних інвесторів в Україні регулюється близько 70 нормативними актами різного рівня, якими іноземному інвестору досить важко керуватися у зв'язку з неоднозначністю положень. Крім цього, до діючого Законодавства постійно вносяться зміни і доповнення, які часто значно погіршують існуючі положення та умови діяльності іноземних інвесторів. З метою усунення цих недоліків доцільно було б, з одного боку, прийняття нових законодавчих актів або змін і доповнень до вже діючих, а з другого боку - усунення протиріч та неоднозначних положень в уже діючих законодавчих та нормативних актах.

Визначення пріоритетних сфер для іноземного інвестування. Цей напрямок має принципове значення для становлення національної економіки України як збалансованої системи галузевих та територіальних взаємовідносин. Пріоритетними сферами для іноземного інвестора в Україні вважаються: металургійний комплекс, машинобудування, паливо-енергетичний комплекс, хімічна та нафтохімічна промисловість, агропромисловий комплекс, транспорт, зв'язок, легка та медична промисловість.

З іншого боку, виходячи з інтересів національної безпеки, враховуючи стан та перспективи розвитку сфер та галузей, важливих для життєзабезпечення країни, вирізняють галузі, які будуть закриті для іноземного капіталу, та галузі, де участь іноземного капіталу так чи інакше обмежуватиметься: безпосередня експлуатація природних ресурсів, стратегічні об'єкти виробничої інфраструктури, телекомунікації, супутниковий зв'язок, банківська та страхова сфери. Типовими інструментами обмеження іноземної інвестиційної діяльності є обмеження на частку іноземного інвестора у СП; ліцензії та дозволи; високі ставки податків; обмеження на репатріацію прибутків тощо.

Крім визначення галузевих пріоритетів, велике значення має і визначення регіональних пріоритетів. Державна політика в цьому напрямку визначає регіони, які найбільше потребують участі



іноземного капіталу. Така політика проводиться через створення спеціальних (вільних) економічних зон. Необхідність створення таких зон обумовлена:

- негативним впливом на мотивацію іноземних інвесторів практики багаторазових змін у загальному нормативно-правовому регулюванні;
- необхідністю ефективного використання реально залученого в українську економіку іноземного капіталу;
- наявністю першочергових національних пріоритетів реалізації іноземних інвестицій та інше.

Застосування ВЕЗ в Україні має сприяти створенню нових робочих місць і розв'язанню таким чином проблеми зайнятості, стимулюванню припливу іноземних інвестицій, розширенню експортної бази, поліпшенню платіжного балансу країни за рахунок валютних надходжень, ефективному використанню місцевих ресурсів, стимулюванню ринкових перетворень.

Визначення системи інвестиційних пільг для іноземних інвесторів. Система інвестиційних пільг містить:

- застосування системи податкових та митних пільг;
- застосування норм прискореної амортизації;
- збільшення періоду звільнення від податку;
- повернення 50 % експортного мита на товари виробничого призначення та 100 % - на деталі, вузли, агрегати, імпортовані по кооперації;
- зниження ставок оподаткування в разі реінвестування отриманого прибутку чи інвестування в певні галузі чи регіони;
- надання кредитів на пільгових умовах та інше.

Наприклад, Закон України "Про режим іноземного інвестування" визначає для окремих суб'єктів підприємницької діяльності, які здійснюють інвестиційні проекти із залученням іноземних інвестицій, що реалізуються відповідно до державних програм розвитку пріоритетних галузей економіки, соціальної сфери і територій, встановлення пільгового режиму інвестиційної та іншої господарської діяльності. Крім того, передбачено, що внесок іноземного інвестора до статутного фонду підприємств з іноземними інвестиціями, а також за договорами (контрактами) про спільну інвестиційну діяльність, звільняється від обкладання митом.

Пропуск майна, що ввозиться на територію України як іноземна інвестиція, здійснюється на підставі виданого підприємством простого векселя на суму ввізного мита з відстроченням платежу не більш як на 30 календарних днів з дня оформлення ввізної вантажної митної декларації. У разі фактичного зарахування вказаного майна на баланс підприємства у період, на який накладається відстрочення платежу, що підтверджено податковою інспекцією за місцем знаходження підприємства, вексель погашається і ввізне мито не справляється.

Закон України "Про внесення змін до деяких законів України з метою стимулювання інвестиційної діяльності" від 15.06.99, № 977 визначає, що не є об'єктом оподаткування податком на додану вартість операції з передавання основних фондів як внеску до статуту фонду юридичної особи для формування її цілісного майнового комплексу в обмін на емітовані нею корпоративні права, у тому числі при ввезенні основних фондів на митну територію України (крім підакцизних товарів), або їх вивезенні за межі митної території України.

Визначення системи гарантій щодо захисту прав іноземних інвесторів Система гарантій дотримання прав іноземного інвестора традиційно складається:

- з гарантій внесення прав іноземного інвестора до національної системи права, тобто для іноземних інвесторів на території України встановлюється національний режим інвестиційної та іншої господарської діяльності, за винятками, передбаченими законодавством України та міжнародними договорами України;
- з гарантій дотримання інвестиційних пільг і усталеності законодавства протягом інвестиційного циклу. Якщо в подальшому спеціальним законодавством України про іноземні інвестиції будуть змінюватися гарантії захисту іноземних інвестицій, то протягом десяти років з дня набрання чинності таким законодавством на вимогу іноземного інвестора застосовуються державні гарантії захисту іноземних інвестицій, зазначені в Законі України "Про режим іноземного інвестування";
- з гарантій від заходів конфіскаційного характеру. Іноземні інвестиції в Україні не підлягають націоналізації. Державні органи не мають права реквізувати іноземні інвестиції, за винятком

випадків здійснення рятівних заходів у разі стихійного лиха, аварій, епідемій, епізоотій. Зазначена ревізія може бути проведена на підставі рішень органів, уповноважених на це Кабінетом Міністрів України. Іноземні інвестори мають право на відшкодування збитків, у т. ч. упущену вигоду та моральну шкоду, завданих їм внаслідок дій, бездіяльності або неналежного виконання державними органами України чи їх посадовими особами передбачених законодавством обов'язків щодо іноземного інвестора або підприємства з іноземними інвестиціями, відповідно до законодавства України.

· з гарантії Уряду, що надаються для забезпечення зобов'язань юридичних осіб-резидентів щодо погашення іноземних кредитів, що залучаються у формі:

◇ кредитів (кредитних ліній), наданих Україні іноземними державами, міжнародними фінансовими організаціями та іноземними банками відповідно до міжнародних договорів України, укладених згідно із законодавством;

◇ міжбанківських кредитних ліній, оформлених за рішенням Кабінету Міністрів України Державним експортно-імпорتنим банком чи іншими банками-агентами Кабінету Міністрів України з іноземними банками та міжнародними фінансовими організаціями згідно із законодавством;

◇ кредитів в іноземній валюті, що надаються юридичним особам-резидентам міжнародними фінансовими організаціями, іноземними банками, фінансово-кредитними та іншими установами, фірмами й організаціями відповідно до міжнародних договорів України, укладених згідно із законодавством, за умови обслуговування зазначених кредитів банками-агентами.

· з інших гарантій, зокрема, Указом Президента України "Про деякі питання іноземного інвестування" від 7.07.1998, № 748 врегульовані питання здійснення іноземних інвестицій у формі придбання державних боргових зобов'язань, що дає можливість забезпечення захисту іноземних інвестицій, вкладених у цінні папери, і підвищення інвестиційного рейтингу України.

Для підвищення захисту іноземних інвестицій 3 квітня 1998 року від імені України підписана Вашингтонська Конвенція 1965 року про порядок вирішення інвестиційних спорів між державами

та іноземними особами. Законом України від 16.03.2000, № 1547 зазначена вище Конвенція ратифікована Верховною Радою України.

Визначений вимог до інвесторів, які претендують на отримання додаткових пільг. Основними вимогами до іноземного інвестора мають бути:

- обсяг іноземних інвестицій - у світовій практиці пересічною інвестицією є 50-100 тис. дол. США, а кваліфікаційною часткою власності в об'єктах інвестування — у 20 %, в Україні ця частка становить 10 %. Держава також визначає мінімальний обсяг інвестицій для іноземних інвесторів, які бажають вкласти свої кошти в інвестиційні проекти, які реалізуються в спеціальних (вільних) економічних зонах. В Україні ця сума становить не менше 500 тис. дол. США.
- напрям вкладання коштів - це мають бути пріоритетні галузі (сфери) економіки України;
- мета вкладання коштів - метою іноземних інвестицій має бути створення нових робочих місць, впровадження новітніх технологій, розвиток зовнішньоекономічних зв'язків, збільшення обсягу високоякісних конкурентоспроможних на зовнішніх ринках товарів, створення сучасної виробничої, транспортної та ринкової інфраструктури;
- вимоги до виробництв - в процесі виробництва іноземний інвестор має: орієнтуватися на найбільш раціональне використання сировинної бази України; сприяти зниженню енергоспоживання на одиницю продукції; створювати екологічно безпечні умови для життєдіяльності населення.

Особливу роль у формуванні сприятливого інвестиційного клімату для залучення іноземних інвестицій відіграє Центр сприяння іноземному інвестуванню "Invest Ukraine", який утворений постановою Кабінету Міністрів України у серпні 2005 року. Центр є неприбутковою установою та надає свої послуги безкоштовно, його діяльність фінансується за рахунок Державного бюджету. Він перебуває у сфері управління Державного агентства України з інвестицій та інновацій. З моменту свого створення InvestUkraine став логічним та необхідним кроком в напрямку залучення прямих іноземних інвестицій в Україну, реалізації

великих інвестиційних та інноваційних проектів за участю провідних закордонних компаній.

Місія InvestUkraine - допомагати економіці України стати продуктивнішою та конкурентоспроможною на світовому ринку через збільшення притоку стратегічних прямих іноземних інвестицій.

Напрями діяльності:

- сприяння залученню іноземних інвестицій в економіку України;
- створення привабливого інвестиційного іміджу України за кордоном;
- підтримка розвитку промислових зон та технологічних парків;
- поліпшення інвестиційного клімату в Україні.

Центр сприяння іноземному інвестуванню може надавати суб'єктам інвестиційної діяльності такі послуги:

- ◇ визначення інвестиційних можливостей;
- ◇ надання інформації щодо законодавчих умов ведення бізнесу, постачальників товарів та послуг, місцевих і регіональних ресурсів;
- ◇ надання інформації за принципом "єдиного вікна" стосовно інвестування в Україну;
- ◇ доступ до баз даних інвестиційних пропозицій регіонів України;
- ◇ сприяння досудовому вирішенню спорів з урядовими структурами.

Invest Ukraine розроблена Стратегію залучення іноземних інвестицій на 2007-2010 роки, метою якої є подальше перетворення Invest Ukraine на провідну професійну урядову агенцію із залучення прямих іноземних інвестицій, визначення напрямів, кроків, засобів, ресурсів і навичок задля досягнення щорічного притоку в економіку України прямих іноземних інвестицій на душу населення в розмірі 175 доларів США до кінця 2010 року. Таким чином, щорічний потік має бути приблизно 8,2 мільярда, з урахуванням того, що InvestUkraine повинен сприяти залученню інвестицій у розмірі від 30 до 40 % щорічного притоку.

Найбільш пріоритетними галузями для залучення інвестицій, так би мовити, стратегічними секторами розвитку національної економіки, визначено автомобільну галузь, споживчу електроніку, інформаційні технології та програмне забезпечення, сільське господарство й харчову промисловість, а також аерокосмічну

галузь, літакобудування та альтернативну енергію. З метою формування привабливого інвестиційного іміджу України за кордоном, з урахуванням її конкурентних переваг, InvestUkraine активно співпрацює з інвесторами та Урядом нашої держави, використовуючи найкращі методики, які застосовуються іноземними агенціями. Ця робота здійснюється шляхом проведення інвестиційних виставок, презентацій та форумів, співпраці із засобами масової інформації, формування широкої партнерської мережі, взаємодії з дипломатичними установами та торговельно-економічними місіями України в іноземних державах, а також із комерційними відділами закордонних посольств в Україні.

Для подальшої активізації іноземного інвестування державі необхідно, насамперед, розв'язати проблеми макроекономічної стабільності та активізувати дію комплексу важелів регулювання інвестиційної діяльності, а саме: створити нормативно-правові та соціально-економічні основи збільшення необхідних обсягів іноземних інвестицій; суворо дотримуватися визначених пріоритетів у розвитку національної економіки; мати ефективний механізм публічного контролю за їх виконанням; контролювати та певним чином регулювати галузевий розподіл іноземних інвестицій; спростити процедуру участі іноземних інвесторів у процесі приватизації державного майна; мати зважену, обґрунтовану політику щодо встановлення податкових пільг; активізувати кредитну політику, розвивати практику надання гарантій під іноземні кредити не лише урядом чи НБУ, а й комерційними банками.

#### Література для вивчення теми

1. Закон України "Про режим іноземного інвестування" 19.03.96. № 94/96- ВР від
2. Закон України "Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон" від 13 жовтня 1992 року, № 2673- XII.
3. Закон України "Про внесення змін до деяких законів України з метою стимулювання інвестиційної діяльності" від 15.06.99, № 977

4. Закон України "Про внесення змін до деяких законів України щодо створення та функціонування спеціальних (вільних) економічних зон і запровадження спеціальних режимів інвестиційної діяльності на територіях пріоритетного розвитку" від 7 лютого 2002 року, № 3036-III.
5. Постанова Кабінету Міністрів України Положення "Про порядок залучення іноземних кредитів та надання гарантій Кабінету Міністрів України для забезпечення зобов'язань юридичних осіб-резидентів щодо їх погашення", від 05.05.1994 р. № 414.
6. Постановою Кабінету Міністрів Концепція створення спеціальних (вільних) економічних зон в Україні, затверджена від 14 березня 1994 року № 167.
7. Постанова Кабінету Міністрів "Про затвердження Положення про порядок державної реєстрації іноземних інвестицій" від 7.08.96, № 928.
8. Постанова Кабінету Міністрів "Про затвердження Положення про порядок державної реєстрації договорів (контрактів) про спільну інвестиційну діяльність за участю іноземного інвестора, від 30.01.97, № 112.
9. Постанова Кабінету Міністрів "Про затвердження Програми розвитку інвестиційної діяльності на 2002-2010 роки" від 28 грудня 2001 року, № 1801.
10. Постанова Правління НБУ "Про врегулювання питань іноземного інвестування в Україну" від 10.08.2005 р., № 280.
11. Постанова Правління НБУ "Про затвердження Положення про порядок здійснення в грошовій формі іноземних інвестицій в Україну та повернення іноземному інвестору його інвестицій, а також репатріації прибутків, доходів, інших коштів, одержаних від інвестиційної діяльності в Україні", від 14.10.2004 р., № 482.
12. Международная конвенция по упрощению и гармонизации таможенных процедур (Киотская конвенция 1973 г.). //Право и Экономика. - № 8.- 1995,-С. 23-24.
13. Інвестиції зовнішньоекономічної діяльності у I півріччі 2008 року. Експрес-випуск Державного комітету статистики України від 15.08.2008 р. - № 197. - Режим доступу:

14. Рогач О. Міжнародні інвестиції: Теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій: Підручник. - К.: Либідь, 2005. - 720 с.
15. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом. - К.: Лібра, 2002. - 472 с.
16. Черкасов В. Е. Международные инвестиции. Учебно-практ. пособ.. - М.: Дело, 1999.- 160 с.
17. Всемирный банк. Годовой отчет за 2007 год. - Режим доступу:

#### Контрольні запитання та завдання для вивчення теми

1. Розкрийте зміст та специфіку іноземних інвестицій.
2. Охарактеризуйте основні види та форми іноземних інвестицій.
3. Охарактеризуйте зміст міжнародної інвестиційної діяльності та її чинники.
4. Визначте мотивацію, канали та інфраструктуру міжнародного інвестування.
5. Визначте напрями міжнародної інвестиційної діяльності.
6. Дайте характеристику прямим іноземним інвестиціям.
7. Дайте характеристику портфельним іноземним інвестиціям.
8. Дайте характеристику іноземним інвестиційним кредитам.
9. Охарактеризуйте основні функції міжнародних фінансово-кредитних установ та організацій на інвестиційному ринку.
10. Визначте роль міжнародних донорських та сервісних організацій в галузі розвитку інфраструктури підприємств приватного бізнесу.
11. Охарактеризуйте стан міжнародної інвестиційної діяльності в Україні.
12. Визначте та охарактеризуйте діяльність спеціальних (вільних) економічних зон (СЕЗ).
13. Визначте особливості створення в Україні спеціальних (вільних) економічних зон (СЕЗ).
14. Охарактеризуйте напрями політики держави з залучення іноземних інвестицій.