

Міністерство освіти і науки України
Чернівецький торговельно-економічний інститут КНТЕУ

ЕКОНОМІКА УКРАЇНИ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

Монографія

За редакцією

**доктора економічних наук,
професора І. М. Школи,
кандидата економічних наук,
доцента О. В. Бабінської**

Чернівці
Книги – XXI
2009

УДК 330(477):339
ББК 65.9 (4УКР)
Е 45

Упорядники:

Школа І. М., Бабінська О. В. та ін.

Рецензенти:

Нікіфоров П.О., доктор економічних наук, професор Чернівецького національного університету ім. Ю.Федьковича

Євдокименко В.К., доктор економічних наук, професор Буковинського університету

Юхименко В.В., доктор економічних наук, професор кафедри міжнародної економіки Київського національного торговельно-економічного університету

Ткаченко Т.І., доктор економічних наук, професор, зав. кафедри готельного, ресторанного та туристичного бізнесу Київського національного торговельно-економічного університету

Е 45 **Економіка України в умовах глобалізації:** Монографія / за заг. ред. І.М. Школи, О.В. Бабінської. – Чернівці: Книги – XXI, 2009. – 528 с.

ISBN 978-966-2147-55-1

У монографії на основі системного аналізу і прогнозних оцінок, побудови прогностичних сценаріїв і моделі розвитку національної економіки визначено пріоритетні напрямки формування і функціонування національної економіки в умовах євроінтеграції та глобалізації. Реалізація запропонованих рекомендацій значно посилить місце і роль України в системі світового господарства і дасть змогу підвищити якість життя населення країни.

Для науковців, викладачів, студентів, широкого загалу читачів, які вивчають і досліджують проблеми підвищення ефективності і функціонування національної економіки в умовах глобалізації та розвитку інтеграційних процесів.

Рекомендовано вченою радою

*Київського національного торговельно-економічного університету
(протокол № 7 від 26 червня 2009 р.)*

ISBN 978-966-2147-55-1

ББК 65.9 (4УКР)

© Школа І.М., упорядкування, 2009
© Бабінська О.В., упорядкування, 2009
© Книги – XXI, 2009

РОЗДІЛ 5 ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНІ ЧИННИКИ ФОРМУВАННЯ СТАЛОГО РОЗВИТКУ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

АНАЛІЗ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ У СВІТОВІЙ ЕКОНОМІЦІ ТА ВИЗНАЧЕННЯ ТЕН- ДЕНЦІЙ НА СВІТОВОМУ РИНКУ ІНВЕСТИЦІЙ

*Ігор Школа
Анатолій Вдовічен*

Глобалізація світової економіки спричинила помітну активізацію міжнародних інвестиційних процесів. Їхня динаміка наприкінці ХХ століття значно випереджала темпи зростання валового національного продукту та світової торгівлі.

Міжнародні інвестиційні процеси стали важливим стимулом розвитку економіки. Тому політика багатьох країн-реципієнтів спрямована на забезпечення економічного зростання саме на основі активного залучення іноземних інвестицій. Важливого значення для країн, що стали на шлях ринкової економіки, набувають питання визначення основних цілей, умов та мотивів іноземних інвесторів щодо просування своїх капіталів.

В Україні і за її межами останнім часом з'явилася низка публікацій з досліджуваної теми, які здебільшого висвітлюють динаміку й структуру міжнародних інвестиційних процесів, інформують про поточний стан залучення іноземних інвестицій.

Сучасний етап розвитку світової економіки характеризується швидким зростанням ролі іноземних інвестицій. Міжнародний капітал дедалі більше стає важливим чинником зростання світової економіки. В кінці ХХ ст. міжнародні інвестиційні процеси зростали швидшими темпами, ніж світове виробництво та торгівля. За 1982–2000 роки експорт іноземного капіталу збільшився більше, ніж у 30 разів, а експорт товарів

та послуг лише у 3,3 разу, сукупний ВВП – у тричі. Співвідношення накопиченого обсягу залучених іноземних інвестицій до світового річного ВВП зросло з 7% у 1982 р. до 20% у 2000-му. Тому дослідження процесу міжнародного руху капіталу викликає велике зацікавлення у багатьох країнах, які обрали своєю стратегією забезпечення економічного зростання на основі активного залучення іноземних інвестицій. Особливо це важливо для України, яка за обсягом залучення іноземних інвестицій на порядок відстає від сусідніх країн, зокрема Польщі. А обсяги залучення іноземних інвестицій на душу населення в Україні у 100–200 разів нижчі, ніж у Чехії, Естонії, Угорщині, Словаччині. Для України дуже важливо знати, що приваблює інвесторів до вкладання інвестицій в інші країни. У цьому контексті актуальне дослідження історичних аспектів міжнародного руху капіталів та теоретичних основ інвестиційної привабливості економічної системи [14].

Системні теоретичні дослідження міжнародного руху капіталу беруть свій початок з учень економічної теорії, ще з ХV століття. Практично усі представники різних економічних теорій, течій, доктрин, концепцій тією чи іншою мірою торкалися проблеми міжнародного руху капіталу та міжнародної інвестиційної діяльності. Найсистематизованішу характеристику історії розвитку економічних вчень міжнародного руху капіталу дали Н. Татаренко та А. Поручник [65].

Однак для розроблення системи заходів цілеспрямованого впливу на міжнародні інвестиційні процеси необхідно з'ясування мотивів, якими керуються інвестори під час просування інвестицій в інші країни. Експерти ООН виділяють три основні групи мотивів інвесторів, що спонукають їх до просування капіталів за кордон:

- 1) пошук ресурсів та сировини;
- 2) пошук ринків збуту продукції;
- 3) пошук нових конкурентоспроможних виробництв.

Подібних позицій дотримуються й багато інших дослідників. Загалом проведені нами дослідження літературних джерел, присвячених ранньому періоду міжнародного руху капіталу, дали змогу дійти висновку, що серед основних мотивів, які спо-

3) самостійна реалізація вищезазначених переваг повинна бути для інвестора вигіднішою, ніж їх використання через місцеві підприємства, тобто має існувати перевага інтернаціоналізації.

Наприкінці XX століття міжнародний рух капіталу набрав нових масштабів. Формування світової економіки перейшло від стадії світового ринку до стадії світового виробництва. Разом з міждержавним переміщенням продукції відбувається інтенсивне міждержавне переміщення капіталів.

Водночас динаміка міжнародного руху капіталу стала демонструвати реальні результати, які посилили конкуренцію між країнами за іноземні інвестиції. Наприклад, у 2005 р. в іноземному секторі економіки Нідерландів працювало 19 % робітників, а в структурі економіки на нього припадало 46,5 %. До того ж продуктивність праці в іноземному секторі була у 3,7 разу вищою, ніж у національному. Навіть у Японії та Німеччині продуктивність праці в іноземному секторі економіки удвічі вища, ніж у національному, у США – у 1,5 разу, у Росії – у 3,6 разу. Це пояснюється високим рівнем інноваційності іноземних інвестицій.

В Україні продуктивність праці на підприємствах з іноземними інвестиціями вища, ніж на підприємствах без інвестицій у середньому в 3,5 разу, насамперед за рахунок інвестування в основні фонди з розрахунку на одного працівника, яке в іноземному секторі вище у 5-7 разів. Усе це посилює конкуренцію за інвестиції і прискорює їх мобілізацію, рух та вкладення в інші країни [13].

Новим напрямом розширення міжнародної інвестиційної діяльності наприкінці XX століття став регіон Центральної та Східної Європи (ЦСЄ). Міжнародні інвестиційні процеси у цьому регіоні мають свої особливості. Головним мотивом вкладання капіталу в країни ЦСЄ стала можливість придбання за відносно низьку ціну найефективніших підприємств, а також використання таких конкурентних переваг, як відносно низька вартість кваліфікованої робочої сили, електроенергії та інших ресурсів. Це особливо приваблює транснаціональні компанії, які прагнуть підвищити ефективність виробництва, скориставшись тим чи іншими перевагами у забезпеченні ресурсами, неоновнованості ринків тощо.

нукали інвесторів до початку просування капіталів в інші країни, можна назвати такі:

- посилення конкуренції виробників на внутрішніх ринках країни та необхідність просування продукції на зовнішні ринки;
- посилення конкуренції виробників на зовнішніх ринках і необхідність перенесення виробництва в країни збуту продукції;
- виявлення у країнах збуту продукції дешевшої сировини;
- виявлення у країнах збуту продукції дешевшої робочої сили;
- зростання витрат та ризиків на транспортування продукції до країн збуту;
- зниження витрат та ризиків на перенесення устаткування, потужностей підприємств і виробництв у країни збуту продукції;
- низька ефективність використання накопичених капіталів усередині країн та пошук шляхів ефективного їх вкладення в інших країнах.

Значний вплив на розвиток міжнародного руху капіталу справили транснаціональні корпорації (ТНК), в яких вищенаведені інвестиційні мотиваційні чинники виявляються ще очевидніше. ТНК розширювали свою діяльність, насамперед шукаючи ринки сировини, робочої сили і збуту продукції. Якщо на початку 70-х років минулого століття у світі налічувалося 7,5 тис. ТНК, то у 2006-2007 рр. – близько 65 тис, які мали майже 870 тис. філій у більшості країн світу. За 1990-ті роки кількість материнських компаній зросла приблизно у 1,7 разу, а мережа їхніх зарубіжних філій – у 4,7 разу. На ТНК та їхні філії нині припадає десята частина світового ВВП і третина світового експорту [13].

Дослідження свідчать, що ТНК приймають рішення про здійснення інвестицій за кордон при гарантії таких трьох умов:

- 1) конкретні переваги від створення власного виробництва за кордоном повинні переважати втрати на його розгортання;
- 2) країна-реципієнт має приваблювати інвестора своїми географічними характеристиками;

Спиралючись на дослідження напрямків та обсягів залучення іноземних інвестицій у країни ЦСЄ, можна сформулювати загальні риси іноземного інвестування в цей регіон та можливості їх екстраполяції на Україну:

- невеликий середній розмір інвестицій від 100 тис. до 10 млн. дол. США;
- обережний характер інвестування: спочатку вкладається невелика сума капіталу, а потім відбувається його нарощування;
- найбільші інвестиційні проекти реалізуються: за кількістю проєктів — у сфері торгівлі та послуг, а за сумою — у сфері виробництва;
- інвестиційно-найпривабливіші галузі: торгівля, зв'язок, транспорт та промисловість;
- іноземні інвестиції мають переважно європейське походження: на Європейський союз припадає 80 % інвестицій.

Важливими мотиваційними чинниками залучення іноземних інвестицій у країни ЦСЄ була система стимулювання інвестицій:

- тимчасове звільнення від сплати податків;
 - дозвіл вкладення інвестицій у вільні митні зони;
 - дозвіл ввезення машин і устаткування без сплати мита;
 - надання грантів для створення робочих місць;
 - підготовку і навчання працівників;
 - надання права на придбання за низькими цінами будівельних майданчиків та інфраструктури.
- Водночас перед іноземними інвесторами нерідко ставилися відповідні умови, зокрема щодо мінімуму інвестицій та мінімуму робочих місць.

Активізація міжнародної інвестиційної діяльності дала найбільший результат в кінці ХХ століття. У 2004 р. був рекордний обсяг залучення іноземних інвестицій — 1,4 млрд. дол. США. Після таких високих рівнів 2004 р. міжнародні інвестиційні можливості у 2005-му та 2006 роках уперше за десятиріччя різко скоротилися [89].

Однією з причин різкого скорочення стало значне зменшення транскордонних об'єднань та поглинань, на які припадає в серед-

ньому від 70 % до 85 % обсягів інвестицій. Іншими причинами називають світовий економічний спад трьох центрів фінансового капіталу — у США, країнах Європейського Союзу та Японії, а також нестабільність на фондових ринках розвинених країн, що відіграло значну роль у зменшенні обсягів фінансових коштів, які інвестуються ТНК за кордон, та початок розпаду світової фінансово-економічної кризи, що зачепила майже всі країни світу [89].

Водночас змінилися географічні та структурні пропорції міжнародних інвестиційних можливостей, у тому числі у перспективних для України напрямках. У 2006 р. відбулося скорочення іноземних інвестицій переважно у розвинених країнах, де їхні обсяги знизилися на 22 %. Натомість надходження інвестицій до країн ЦСЄ залишилися стабільними, а їхня частка навіть зросла до 4 %.

Економічний спад у розвинених країнах змусив інвесторів шукати нові напрями розміщення інвестицій з нижчими витратами. Це зумовило переорієнтацію міжнародних інвестиційних можливостей у країни з низькими рівнями заробітної плати, до яких належить й Україна. Ввезення інвестицій може також збільшитися з тих країн, в яких внутрішні ринки зростають нижчими темпами, ніж зовнішні. Саме ці чинники відіграли свою роль у розширенні міжнародних інвестиційних можливостей для країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою. У цих регіонах іноземні інвестиції залишалися досить стабільними. У 2004-2007 рр. у країнах, що розвиваються, та країнах із перехідною економікою, ввезення інвестицій у десятки разів перевищувало ввезення.

Наведені в табл. 5.1 дані свідчать про великі міжнародні можливості залучення іноземних інвестицій, насамперед для зазначених груп країн. Наприклад, ввезення капіталу із Великобританії у 2005 р. майже в 10 разів перевищувало його ввезення до країн ЦСЄ та у 200 разів — в Україну. До речі, по кожній із 10 країн — провідних експортерів капіталу — обсяги вивезених інвестицій у 2004 та 2006 роках у десятки разів перевищують обсяги залучених інвестицій в Україну. Особливо важливим і перспективним напрямом зростання міжнародних інвестицій є регіон ЦСЄ. Надходження іноземних інвестицій до цього регіону становили майже 29 млрд. дол., а ввезення — 4,2 млрд. дол. За 2006 р. надходження інвестицій зросли в більшості країн ре-

гіону, а вивезення були на рівні 2005 р. Лідерами щодо залучення іноземних інвестицій залишаються Польща, Угорщина, Чехія, Російська Федерація та Словаччина, на які припадає понад 75 % іноземного капіталу, що надходить у країни ЦСЄ.

Таблиця 5.1

Міжнародні інвестиційні можливості та їхнє використання у провідних країнах світу (в млрд. дол. США)

Країни	Вивезення			Ввезення			Співвідношення вивезення до ввезення	
	2004 р.	2006 р.	2004 р.	2004 р.	2006 р.	2004 р.	2006 р.	
США	165	119	301	30	0,5	3,9		
Великобританія	254	39	117	24	2,2	1,62		
Франція	176	62	43	51	4,1	1,2		
Німеччина	50	24	195	38	0,2	0,6		
Нідерланди	71	26	52	29	1,4	0,9		
Бельгія і Люксембург	242	168	246	127	0,9	1,3		
Японія	32	31	8,3	9,3	3,8	3,3		
Канада	47	28	67	20	0,7	1,4		
Іспанія	55	18	37	21	1,4	0,8		
Індія*	0,3	0,4	2,3	3,4	0,1	0,1		
Китай (з Гонконгом)	60	20	103	66	0,6	0,3		
Країни Центральної та Східної Європи	3,9	4,2	26	28,7	0,15	0,14		

Припливу іноземних інвестицій у ці країни сприяють позитивні інвестиційні рейтинги міжнародних агентств (Moody's, S&P, Fitch-IBCS тощо), які відображають політичну та економічну стабільність країни, а також їхній сприятливий інвестиційний клімат. За середньостроковими прогнозами, іноземні інвестиції в регіон ЦСЄ й надалі залучатимуться у великих обсягах. За прогнозами ЮНКТАД, у країни з перехідною еконо-

мікою у 2006-2011 рр. іноземні інвестиції становитимуть 178 млрд. дол. США, що на 35 % більше від рівня 2001-2005 рр. (131,5 млрд. дол. США) [80].

На думку переважної більшості дослідників, у найближчій перспективі збережеться визначальним вплив основних мотиваційних чинників, які діяли до останнього часу. До таких належать:

- 1) надлишок капіталів;
- 2) потреба у нових ринках збуту;
- 3) формування певного рівня конкурентоспроможності економіки;
- 4) міжнародний поділ праці;
- 5) транснаціоналізація світової економіки;
- 6) пошук стабільних умов застосування капіталів;
- 7) політичні мотиви;
- 8) особисті мотиви.

Такі ж мотиваційні чинники дослідники пов'язують і з Україною. Інвестиційний клімат в Україні перебуває у прямій залежності від викривлення деформацій у відносинах власності, забезпечення надійного державного захисту приватної власності, інтересів ділових партнерів, інвесторів і кредиторів, стимулювання приватної ініціативи.

Таким чином, міжнародний рух капіталу охопив більшість країн світу, став високодинамічним у часі і широкомасштабним у просторі. Він охоплює дедалі ширше коло донорів капіталу і реципієнтів його вкладання. Сформувалася мережа посередників руху капіталів, система управління їх мобілізацією, трансформацією, вкладенням та поверненням. Отже, міжнародний рух капіталів набув рис міжнародного інвестиційного процесу, визначальний вплив на який на сучасному етапі мають чинники прибутковості активів, у які робляться вкладення.

Найпротистітним і найуніверсальнішим є мотив отримання грошового доходу, в якому б вигляді він не виражався. Ці властивості грошового мотиву полягають у тому, що він може слугувати способом реалізації мотивів фундаментальнішого рівня. При цьому зважають, що економічні чинники стосуються насамперед умов, які визначають спосіб досягнення мсти

мотивації інвестування. Це галузеві можливості інвестування, ефективність вкладення капіталу в різні сфери економіки, можливості продуктивних сил та інфраструктури ринку освоїти цей капітал і забезпечити бажаний результат тощо.

Спируючись на дослідження інвестиційних мотиваційних чинників, їхній взаємозв'язок із суб'єктами та об'єктами інвестиційної діяльності, цільової орієнтації, нами розроблено мотиваційну модель міжнародного інвестиційного процесу (див. рис 5.1).

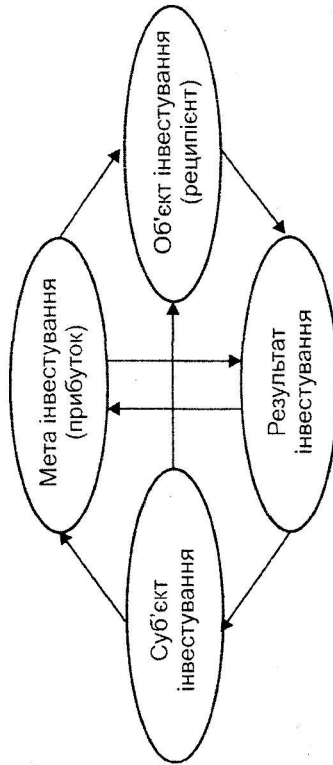


Рис. 5.1. Мотиваційна модель міжнародного інвестиційного процесу

Провідну роль у міжнародному інвестиційному процесі відіграють суб'єкти інвестування (інвестори). Саме через їхні інтереси виявляють свій вплив мотиваційні чинники. А такі інтереси дуже різні. Наявність різних груп інвесторів зумовлює відмінність їхніх інтересів, різні пріоритети щодо чинників інвестиційної привабливості. Дослідження структури інвесторів, їхніх характеристик має важливе значення для управління процесом залучення іноземних інвестицій.

АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ МІЖНАРОДНОЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В УКРАЇНІ

*Ігор Школа
Анатолій Вдовічен*

Досвід багатьох країн світу показує доцільність залучення іноземних інвестицій. Для України, як і для інших постсоціалістичних країн, існує ряд перешкод на шляху здійснення цього процесу. До них можна віднести відсутність відповідного інвестиційного клімату в країні; недосконалість ринкового механізму економіки; нестійкість політичної ситуації; низький рівень ділової і професійної кваліфікації підприємців; недостатньо привабливі інвестиційні проекти і разом з тим брак зацікавлених партнерів.

Крім того, на інтенсивність іноземних інвестицій діє руйнівна податкова система; відсутність діючої системи страхування інвестицій; надмірна монополізація економіки; а також підвищений рівень інфляції. Відзначається також відсутність приватної власності на землю і неконвертованість гривні. Основна причина наявності цих факторів – відсутність чіткої державної політики щодо економічного розвитку взагалі і залучення інвестицій (як іноземних, так і внутрішніх) зокрема.

Так, існуюче в даний час велике розходження в розвитку центральносвропейських країн і сусідніх країн у Східній Європі залишає чимраз менше можливостей для аутсайдерів при змаганні за залучення іноземних інвестицій. Сьогодні від ефективності інвестиційної політики залежать стан виробництва, положення і рівень технічної оснащеності основних фондів підприємств національної економіки, можливості структурної перебудови економіки, розв'язання соціальних і екологічних проблем. Інвестиції є основою для розвитку підприємств, окремих галузей і економіки в цілому.

Основні напрямки інвестиційної політики України можна систематизувати в такі пункти:

1. Зниження соціальної напруги, досягнення остаточного підходу у виділенні коштів на потреби соціальної сфери.

2. Скорочення фонду виробничого будівництва за рахунок державних коштів і формування надійних інвестиційних джерел, в першу чергу з власних коштів підприємств та ін.
 3. Скорочення централізованих державних капіталовкладень, що виділяються безповоротно. Перехід до нових принципів централізованого фінансування інвестиційної діяльності.
 4. Створення ринку підприємних робіт. Зацікавленість будівельників у виконанні замовлень.
 5. Прискорення темпів розвитку промисловості групи Б.
 6. Прискорення у кілька разів темпів вибуття застарілого обладнання.
 7. Перегляд надання державних кредитів на вигідних умовах з дефіцитними ставками на конкурсній основі, включаючи державне замовлення.
 8. Залучення іноземних інвестицій, отримання іноземних кредитів, створення спільних підприємств з іноземним капіталом за такими напрямками, як розвиток переробної промисловості АПК, активізація приватизації, конверсії, а також галузей, які визначають науково-технічний прогрес.
 9. Створення ефективних форм і механізмів управління інвестиційною діяльністю.
 10. Розвиток паливно-енергетичного комплексу, ресурсозберігаючих технологій, конверсія ВПК, забезпечення населення товарами народного споживання вітчизняного виробництва, розвиток медицини і фармацевтичної промисловості.
- Усі ці напрями інвестиційної діяльності в Україні вже зараз починають розвиватися в умовах формування ринкового механізму. Тому трансформація інвестиційного механізму на мікрорівні, наприклад у промисловості, повинна проводитися в межах макроекономічної стабілізації.

Інвестиційний ринок як економічна категорія являє собою збалансованість попиту і пропозиції на інвестиції та випереджаючих можливостей підприємців в їх матеріалізації. Це означає, що, з одного боку, потрібні економічні заходи зі отримання попиту на інвестиції та зменшення маси безготівкових грошей, які неадекватні обсягу та якості продукції, а з іншого – антимонопольні заходи, які б сприяли розвитку ринку будівельних послуг.

Щодо загальної оцінки інвестиційного клімату в Україні на макроекономічному рівні, то тут слід відзначити, що в економіці продовжується спад виробництва, зменшується частка надходжень від податків, накопичуються неплатежі, знижується частка банківського кредитування у ВВП, зростає сума внутрішнього і зовнішнього боргу, зростає рівень тійової економіки, знижується частка державних капіталовкладень (щороку в цілому на 5-10 %). Крім цього, на інвестиційний клімат держави суттєвий вплив мають:

- приховане безробіття;
- неможливість виконання державою своїх обов'язків щодо соціального захисту громадян;
- відсутність ефективних процедур банкрутства, захисту прав власників;
- високий рівень злочинності;
- слабка дисципліна виконання законодавчих актів.

Причинами погіршення інвестиційного клімату в Україні є: по-перше, заполітизованість економіки; по-друге, негативні наслідки приватизації, до яких призвели збачення та заміна такої основної мети приватизації, як сприяння розвитку виробництва, на отримання прибутку в короткій термін.

Іноземні інвестиції в економіку України послідовно регулювалися такими законодавчими актами:

- 1) Законом України „Про захист іноземних інвестицій на території України” від 10.09.91 р.;
 - 2) Законом України „Про інвестиційну діяльність” від 18.09.91 р.;
 - 3) Законом України „Про іноземні інвестиції” від 13.03.92 р.;
 - 4) Декретом Кабінету Міністрів України „Про режим іноземного інвестування” від 20.05.93 р.;
 - 5) Законом України „Про Державну програму заохочення іноземних інвестицій в Україну” від 17. 12.93 р.;
 - 6) Постановою Кабінету Міністрів України „Про концепцію створення спеціальних (вільних) економічних зон в Україні” від 14.03.94 р.
- Після прийняття Закону України „Про режим іноземного інвестування” (1996 р.) більшість згаданих законодавчих актів втратили силу. Кожний із перелічених законодавчих актів був свого часу необхідним і створював сприятливе законодавче середовище для іноземних інвесторів.

Доводиться констатувати той очевидний факт, що в боротьбі за інвестиційні ресурси Україна, як і раніше, не в змозі конкурувати з більшістю посткомуністичних країн не лише Європи, а й Азії.

Проте є сподівання що зі зміною вектора розвитку держави після „ломаранчевої революції“ завдяки зусиллям як державних інституцій (зокрема, нещодавно створеного Наказом Президента України Державного Агентства України з інвестицій та інновацій), так і національного бізнесу нарешті вдасться довести міжнародній інвестиційній спільноті, що перспективи та вигоди інвестування в Україну значно перевищують існуючі ризики.

Доказом реальності досягнення цієї мети є вражаюча позитивна динаміка залучення прямих іноземних інвестицій в Україну у 2005-2007 роках. Так у 2005 р. приріст прямих іноземних інвестицій в економіку України склав \$7,328 млрд. (майже в 4 рази більше, ніж у 2004 р.). Приріст прямих іноземних інвестицій в Україну в першому кварталі 2006 р. склав \$922,5 млн. (майже вчетверо більше, ніж за аналогічний період 2005 р.). За 12 місяців минулого року в підприємства України було вкладено \$8,711 мільярда нового капіталу, але водночас інвестори вивезли \$1,179 мільярда. Держкомстат скорегував суму з урахуванням й інших факторів. Прямі іноземні інвестиції до України зросли в 2007 р. порівняно з 2006 р. на 67,1 % – до 7 млрд. 882,1 млн. дол. і на 1 січня 2008 р. становили нарастаючим підсумком від початку інвестування в 1995 р. 29 млрд. 489,4 млн. дол., як повідомляє Держкомстат. Динаміку залучення прямих іноземних інвестицій та вкладання їх Україною в інші іноземні країни можна побачити з табл. 5.2 [91].

Таблиця 5.2

**Прямі інвестиції¹
(на початок року: млн. дол. США)**

	Прямі іноземні інвестиції в Україну ²	Прямі інвестиції в Україну ²
1995	483,5	20,3
1996	896,9	84,1
1997	1438,2	97,4
1998	2063,6	127,5

1999	2810,7	97,5
2000	3281,8	98,5
2001	3875,0	170,3
2002	4555,3	155,7
2003	5471,8	144,3
2004	6794,4	166,0
2005	9047,0	198,6
2006	16890,0	219,5
2007	21607,3	243,3
2008	29489,4	6196,1

¹ Дані наведено нарастаючим підсумком з початку інвестування. Статистичні спостереження за прямими інвестиціями здійснюються починаючи з 1994 року. Дані з інвестицій зовнішньоекономічної діяльності відповідно до міжнародної методології, що застосовується при проведенні статистичних спостережень, можуть уточнюватись протягом двох років.

² Обсяги прямих інвестицій в Україну та з України наведено з урахуванням даних Національного банку України та Фонду державного майна України (шодо різниці між ринковою та номінальною вартістю акцій, майна тощо, не обліковані у статистичній звітності окремих підприємств)

Проводячи подальші дослідження за неповний календарний 2008 р., ми отримали такі результати. У I кварталі 2008 р. в економіку України іноземними інвесторами вкладено 3244,0 млн. дол. США прямих інвестицій, у т.ч. з країн ЄС надійшло 2587,3 млн. дол. (79,7 % загального обсягу), з країн СНД – 391,7 млн. дол. (12,1 %), з інших країн світу – 265,0 млн. дол. (8,2 %). Водночас нерезидентами вилучено капіталу на суму 239,4 млн. дол.

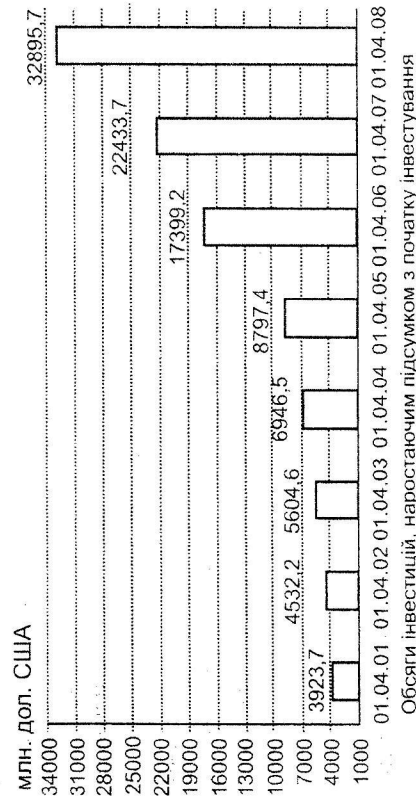
У цілому приріст сукупного обсягу іноземного капіталу в економіці країни, з урахуванням його переоцінки, втраг, курсової різниці тощо, за I квартал 2008 р. склав 3364,8 млн. дол., що майже у 4 рази більше приросту за відповідний період попереднього року.

Найбільше у I кварталі 2008 р. зріс капітал нерезидентів із Кіпру – на 750,1 млн. дол., Німеччини – на 741,4 млн. дол., Республіки Федеративної Австрії – на 383,8 млн. дол., Австрії – на 285,4 млн. дол., Нідерландів – на 249,3 млн. дол., Швеції – на 216,1 млн. дол., Сполученого Королівства – на 151,4 млн. дол. Продовжують нарощувати свій капітал інвестори з Франції (приріст капі-

талу склав 101,1 млн. дол.), Віргінських островів, Британських (91,7 млн. дол.) та Угорщини (74,9 млн. дол.).

Значний приріст іноземного капіталу у звітному періоді спостерігався на підприємствах, що здійснюють фінансову діяльність, – на 1256,6 млн. дол., операції з нерухомим майном, оренду, інжиніринг та надання послуг підприємцям – на 257,0 млн. дол., будівництво – на 244,3 млн. дол., а також на підприємствах промисловості – на 421,5 млн. дол., у т.ч. переробної – на 405,7 млн. дол. Серед галузей переробної промисловості найбільше зросли обсяги прямих іноземних інвестицій у виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів (на 137,0 млн. дол.), хімічну та нафтохімічну промисловість (на 75,1 млн. дол.), виробництво іншої неметалевої мінеральної продукції (на 68,2 млн. дол.), машинобудування (на 45,6 млн. дол.). На підприємствах торгівлі, ремонту автомобілів, побутових виробів, предметів особистого вжитку капітал зріс на 200,6 млн. дол., сільського господарства, мисливства, лісового господарства – на 74,2 млн. дол., транспорту та зв'язку – на 68,2 млн. дол. [91].

Загальний обсяг прямих іноземних інвестицій, внесених в Україну, на 1 квітня 2008 р. склав 32895,7 млн. дол., що на 11,4 % більше обсягу інвестицій на початок 2008 р. та в розрахунок на одну особу становить 710,0 дол. (рис. 5.2).



Обсяги інвестицій, нарастаючим підсумком з початку інвестування

Рис. 5.2. Прямі іноземні інвестиції в Україну

Інвестиції надійшли зі 123 країн світу. До десятки основних країн-інвесторів, на які припадає понад 83 % загального обсягу прямих інвестицій, входять: Кіпр – 6695,2 млн. дол., Німеччина – 6659,6 млн. дол., Нідерланди – 2757,3 млн. дол., Австрія – 2352,8 млн. дол., Сполучене Королівство – 2123,9 млн. дол., Російська Федерація – 1844,8 млн. дол., Сполучені Штати Америки – 1466,4 млн. дол., Швеція – 1202,8 млн. дол., Віргінські острови, Британські – 1155,8 млн. дол. та Франція – 1145,9 млн. дол. (табл. 5.3) [91].

Таблиця 5.3

Прямі іноземні інвестиції в Україну

Усього	Обсяги прямих інвестицій на 01.04.2008 р., млн. дол. США	У % до підсумку
у тому числі	32895,7	100,0
Кіпр	6695,2	20,4
Німеччина	6659,6	20,2
Нідерланди	2757,3	8,4
Австрія	2352,8	7,2
Сполучене Королівство	2123,9	6,5
Російська Федерація	1844,8	5,6
Сполучені Штати Америки	1466,4	4,5
Швеція	1202,8	3,7
Віргінські острови, Британські	1155,8	3,5
Франція	1145,9	3,5
Польща	702,6	2,1
Швейцарія	632,9	1,9
Угорщина	486,1	1,5
Інші країни	3669,6	11,0

Значні обсяги іноземних інвестицій зосереджено на підприємствах промисловості – 8416,2 млн. дол. (25,6 % загального обсягу прямих інвестицій в Україну), у т.ч. переробної – 7209,5 млн.

дол. та добувної – 1068,2 млн. дол. Серед галузей переробної промисловості суттєві обсяги інвестицій внесено в виробництво харчових продуктів, напоїв і тютюнових виробів – 1696,7 млн. дол., у металургійне виробництво та виробництво готових металевих виробів – 1615,8 млн. дол., машинобудування – 1057,5 млн. дол., хімічну та нафтохімічну промисловість – 915,9 млн. дол.

У фінансових установах акумульовано 6125,7 млн. дол. (18,6 %) прямих інвестицій, на підприємствах торгівлі, ремонту автомобілів, побутових виробів і предметів особистого вжитку – 3274,7 млн. дол. (10,0 %), в організаціях, що здійснюють операції з нерухомим майном, оренду, інжиніринг та надання послуг підприємствам, – 2923,7 млн. дол. (8,9 %).

Про наявність прямих іноземних інвестицій звітувало 15,7 тис. підприємств України. Сума кредитів та позик, отриманих підприємствами України від прямих інвесторів, на 1 квітня 2008 р. становила 4367,4 млн. дол. Найбільше їх надійшло з Кіпру – 1247,3 млн. дол., Нідерландів – 531,2 млн. дол., Франції – 412,6 млн. дол., Німеччини – 380,0 млн. дол., Російської Федерації – 275,0 млн. дол. та Польщі – 238,0 млн. дол.

Загальний обсяг прямих іноземних інвестицій, враховуючи позичковий капітал, на 01.10.2008 р. становив 37621,5 млн. дол. США. (табл. 5.4).

Таблиця 5.4

Прямі іноземні інвестиції в Україну¹

	Обсяги прямих інвестицій на 01.10.2008 р., млн.дол. США ²	У % до підсумку
Усього	37621,5	100,0
у т. ч.		
Кіпр	8534,0	22,7
Німеччина	6826,9	18,1
Нідерланди	3253,7	8,6
Австрія	2564,9	6,8
Сполучене Королівство	2329,2	6,2

Російська Федерація	2097,4	5,6
Сполучені Штати Америки	1522,5	4,0
Франція	1266,1	3,4
Швеція	1260,3	3,3
Віргінські Острови, Британські	1248,7	3,3
Італія	887,8	2,4
Польща	717,2	1,9
Швейцарія	702,2	1,9
Угорщина	532,5	1,4
Інші країни	3878,1	10,4

¹ Дані наведено нарастаним підсумком з початку інвестування. Перелік країн визначено, виходячи з найбільших обсягів інвестицій, вкладених в економіку України.

² Обсяги прямих інвестицій в Україну та за окремими крайніми інвесторами наведено з урахуванням даних Національного банку України та Фонду державного майна України (щодо різниці між ринковою та номінальною вартістю акцій, майна тощо, не облікованої у статистичній звітності окремих підприємств).

Отже, якщо визначити, який на сьогоднішній час загальний обсяг прямих іноземних інвестицій, укладених за весь період незалежності країни з 1991 р., припадає на душу населення, то він буде складати 784 \$ (табл. 5.5).

Таблиця 5.5

Динаміка прямих інвестицій на душу населення

Прямі інвестиції на одну особу, дол. США, нарастаним підсумком	
2000	78,7
2001	94,1
2002	114,0
2003	142,6
2004	191,4
2005	359,9
2006	463,6
2007	636,5
2008	784,3

Він ще все ж таки суттєво менший за аналогічні показники навіть наших найближчих європейських сусідів – Польщі, Словаччини, Угорщини, Чехії та ін., в яких цей показник вже не перший рік вимірюється не сотнями, а тисячами доларів США. Цей факт, особливо з урахуванням значного масштабу української економіки (Україна у 2005 р. зайняла 31-ше місце в світі за значенням ВВП з врахуванням паритету купівельної спроможності – \$319,4 млрд.), також є свідченням існування величезного інвестиційного потенціалу України.

У I кварталі 2008 р. з України в економіку інших країн світу спрямовано 12,7 млн. дол. прямих інвестицій. Інвестування здійснювалось переважно у вигляді грошових внесків, частка яких в загальному обсязі складає 85,8 %.

Обсяг прямих інвестицій з України в економіку країн світу на 1 квітня 2008 р. склав 6163,6 млн. дол., у т.ч. у країни ЄС – 5931,0 млн. дол. (96,2 % загального обсягу), у країни СНД – 180,5 млн. дол. (2,9 %), в інші країни світу – 52,1 млн. дол. (0,9 %).

Прямі інвестиції з України здійснено в 51 країну світу, переважна їх частка спрямована до Кіпру.

Сума кредитів та позик, наданих українськими резидентами підприємствам прямого інвестування, на 01.04.2008 р. становила 123,4 млн. дол.

Загальний обсяг прямих інвестицій в економіку інших країн світу, враховуючи позичковий капітал, склав 6218,0 млн. дол. США (табл. 5.6).

Таблиця 5.6

Прямі інвестиції з України в економіку країн світу¹

	Обсяги прямих інвестиційна 01.10.2008 р., млн.дол. США ²	У % до підсумку
Усього	6218,6	100,0
у тому числі		
Кіпр	5826,1	93,7
Російська Федерація	110,5	1,8

Польща	47,4	0,8
Латвія	33,8	0,5
Грузія	31,8	0,5
Казахстан	27,2	0,4
Молдова	26,6	0,4
Панама	19,8	0,3
Іспанія	16,4	0,3
Вірменія	13,8	0,2
Сполучене Королівство	13,7	0,2
Віргінські Острови, Британські	12,3	0,2
Сполучені Штати Америки	5,9	0,1
Білорусь	4,8	0,1
Швейцарія	4,8	0,1
Литва	4,0	0,1
Інші країни	19,7	0,3

¹ Дані наведено наростаючим підсумком з початку інвестування. Перелік країн визначено, виходячи з найбільших обсягів інвестицій, що вкладені в економіку інших країн світу.

² Обсяги прямих інвестицій з України та за окремими країнами наведено з урахуванням даних Національного банку України (щодо різниці між ринковою та номінальною вартістю акцій, майна тощо, не облікованої у статистичній звітності окремих підприємств).

На даному етапі інвестиційна ситуація в Україні характеризується двома аспектами. З одного боку, спостерігаються позитивні тенденції: обсяг інвестицій поступово зростає. Однак не можна не згадати того факту, що Україна все ще знаходиться в переліку країн, які мають найнижчу інвестиційну привабливість. Ситуація з міжнародними інвестиціями прямо співвідноситься з внутрішньою економічною ситуацією в Україні. Україна все ще експортує товари з низькою вартістю, і 70 % останніх припадає на країни колишнього СРСР. Цей факт свідчить про те, що ще не відбулося внутрішньої трансформації економіки України. Для

цього вкрай необхідні іноземні інвестиції, які привнесуть нові технології і дозволить виробляти товари, конкурентоспроможні на світовому ринку. Однак тут не слід забувати і про проблему так званих чистих інвестицій. Українська економіка щонайменше на 50 % характеризується як „ліньова”. Причина полягає у слабкості державних інститутів та законодавчої системи. Очевидно, що в таких умовах існує ризик релативної „брудного” капіталу. Несприятливий інвестиційний клімат в Україні включає в себе адміністративні перешкоди, складну систему ліцензування, високий рівень оподаткування і арбітражні функції податкової адміністрації. З огляду на це у світі є більш привабливі для інвесторів країни, ніж Україна. Тому і МВФ прогнозує зниження потоку інвестицій до країн Східної Європи.

Україна має створити нормальні умови для інвесторів. Важко робити інвестиційний прогноз, та вже зараз можна говорити про чинники, від яких залежатиме обсяг інвестицій. Якщо процес реформи буде продовжено, це зможе стати аспектом привабливості для іноземних інвесторів. Велике значення має і спосіб проведення приватизації в Україні. Стратегія приватизації має передбачати залучення великих іноземних інвесторів. У процесі проведення тендеру необхідно звернути особливу увагу на прозорість і встановлення чітких критеріїв для інвесторів.

Спеціальні економічні зони (СЕЗ) – один з інструментів досягнення відкритості економіки України зовнішньому світу і стимулювання міжнародного економічного співробітництва на основі залучення іноземних інвестицій. У сукупності з іншими елементами стратегії економічного розвитку країни СЕЗ можуть забезпечити активізацію підприємницької діяльності, залучення нових технологій, розвитку ринкових методів господарювання, а в остаточному підсумку – збільшення виробництва і постачання високоякісних товарів і послуг як на внутрішній, так і зовнішній ринки. В Україні сьогодні 11 спеціальних економічних зон, 9 територій пріоритетного розвитку і 8 технопарків з відповідним режимом оподаткування. Однак створення в наших СЕЗ пріоритетного розвитку досить скромні результати. Прикладом може бути північнокримська експериментальна зона „Сиваш”. В даний час її суб'єктами є лише 13 підприємств [15]. Що ж до

територій пріоритетного розвитку (ТТР), то вони охоплюють близько 10 % території України. Однак, поряд із залученням додаткових коштів на територію України, пільгові режими СЕЗ використовуються для нелегального ввозу товарів, що підлягають квотуванню й оподаткуванню митом, до того ж бюджет не одержує податків, які держава могла б витратити на різні програми модернізації виробництва і розвитку економіки.

На даний час спостерігається досить складна ситуація щодо залучення іноземних інвестицій в Україну, які б, на нашу думку, виконали ряд пріоритетних завдань, основними з яких є:

- 1) структурна реформа економіки;
- 2) технологічне оновлення виробництва;
- 3) виробництво товарів широкого вжитку;
- 4) подолання залежності країни від імпорту.

Розвиток міжрегіонального співробітництва – один із шляхів до міжнародного безпечного і стабільного економічного розвитку, зміцненню державності. До того ж міжнародне співробітництво – один із реальних шляхів залучення значних інвестиційних ресурсів в економіку держав, і при цьому закриває нішу інвестиційного ринку, що не цікава національними і регіональним інвестиційним інститутами, – нішу малих проєктів. Не враховувати процеси глобалізації, що відбуваються, розвивати регіональні економіки поза основними тенденціями розвитку світової економіки – означає залишитися на задвірках інвестиційної світової імперії. Головне завдання для економіки України – не доганяти світове співтовариство, а виробити на основі аналізу існуючого положення випереджальні рішення і стати біля джерел системи глобалізації й упорядкування інвестиційних відносин, регулювання інвестиційного ринку.

МІЖНАРОДНІ РЕЙТИНГИ, ЇХНЕ МІСЦЕ Й ЗНАЧЕННЯ ДЛЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ В УКРАЇНІ

Анатолій Вдовічен

Одним із інструментів аналізу місця країни у світовій системі координат є міжнародні рейтинги, про багатоманітність й різноплановість яких годі й говорити. Рейтингові оцінки виступають своєрідним орієнтиром для транснаціональних компаній та інвестиційних фондів. Маючи намір вкладати кошти за кордоном, вони стикаються з певними ризиками, як-от: недостатньо достовірною інформацією щодо надійності та кредитоспроможності партнера в країні-реципієнті; загроза тиску з боку фіскальних і адміністративних органів; коливання валютних курсів, що є джерелом напруження в роботі фінансових менеджерів й інколи призводить до матеріальних втрат підприємства; ризики політичного характеру, що можуть позначитися не лише втрагою частини капіталу, а й дискредитацією чи підривом власного реноме в очах ділових партнерів. Проте вивчити фінансові документи компаній та урядів усіх країн світу було б не під силу жодному інвесторові, навіть дуже досвідченому. Тому в процесі вибору об'єкта інвестування особлива увага надається оцінкам провідних рейтингових агентств, на основі яких і приймаються рішення щодо проведення ретельного дослідження на ринку певної країни. Слід зазначити, що рейтингові показники мають надзвичайну вагу не лише для нерезидентів, а й для національних урядів, оскільки є важливим зовнішнім інформаційним джерелом й у випадку нездовільності сигналізують про необхідність здійснення адекватних заходів щодо їх поліпшення.

Особливо актуального звучання питання рейтингового статусу набуває для нових незалежних держав, зокрема й для України, які здійснюють лише перші кроки на шляху інтеграції у світову спільноту. Стосовно України тут виникають певні проблеми, пов'язані з тим, що такі рейтинги їй почали надавати лише останнім часом, а іноді вони взагалі відсутні. Це й зрозуміло, оскільки, по-перше, українська статистика недостатньо

прозора, а по-друге, немає зацікавленості в нашій країні як ватогому учаснику міжнародних ринків.

Прикладами ранжирування країн світу є економічні індекси, що складаються лише для окремих країн і характеризують певні сторони економіки в межах країни, а також кредитні рейтинги, зорієнтовані на узагальнення всіх сторін одного об'єкта.

На основі економічних індексів можна визначити середньота довгострокові тенденції розвитку країн. Економічні індекси дозволяють простежити динаміку окремих сторін економічного процесу в державі й складаються на базі фіксованих та змінних характеристик. Індекси з фіксованими характеристиками – більш зручні для використання, зокрема для порівнянь різних країн чи створення того самого динамічного ряду. Натомість індекси зі змінними характеристиками орієнтуються на виявлення місця країни відносно інших країн і не показують загальної зміни визначеного показника у світовому масштабі. Вони складаються тоді, коли застосування фіксованих характеристик неможливе або не має сенсу. До останніх належать Індекс стабільності Lehman Brothers й Eurasia Group, Індекс світової конкурентоспроможності Міжнародного інституту управління розвитком.

Отже, місце країни у міжнародних рейтингах є своєрідною візитною карткою для інвестора, який шукає нові можливості для вкладень капіталу. З цього погляду, шанси України на залучення іноземних інвестицій залишаються мізерними. Хоча, на думку багатьох експертів, не слід занадто драматизувати ситуацію, позаяк існує проблема порівняння показників розвитку різних економічних систем. Не останню роль у формуванні негативного іміджу України також відіграє українська статистика. Адже багато макроекономічних показників (грошова маса, ВВП, середня заробітна плата тощо), які входять до міжнародних індексів, неадекватно відображають дійсність, що зумовлено неабияким розмахом тіньової економіки. Та чи є це виправданням? Це, радше, „ложка меду у бочці з дьогтем”. Адже сусідство України в рейтингах із країнами третього світу чи з тими, що перебувають у стані війни, європейській державі

не личить. Крім того, лякає негативна тенденція: до останнього часу Україна з року в рік опускалась все нижче і нижче у більшості міжнародних рейтингових таблиць.

Серед найвпливовіших агенцій слід виділити таких грандів світового рейтингового бізнесу, як Moody's, Standard&Poog's та Fitch IBCA. Базові для складання рейтингів цих агентств фінансові індикатори: ліквідність, кредитоспроможність, але і політичний фактор також не позбавлений уваги. Одним з важливих аспектів діяльності вищезгаданих організацій є оперативність.

Завдяки цьому увага інвесторів зосереджена на результатах діяльності цих установ. З іншого боку, такі показники, як Індекс економічної свободи фонду Heritage, Індекс людського розвитку ООН, місце країни за підсумками Світового форуму в Давосі, охоплюють значно ширший спектр показників і різнобічно характеризують положення країни. Однак звіти і публікації цих авторитетних установ позбавлені оперативності і їм властивий часовий лаг (проміжок між часом виходу рейтингу і періодом, за який аналізуються дані). Такі рейтинги підсумовують досягнення країни у економічній і соціальній сферах і дають загальну картину тенденцій її розвитку, тим самим впливаючи на довгострокові цілі інвестора [91, 92].

За даними UNCTAD, обсяг прямих іноземних інвестицій (ПІІ) у світовому масштабі за останній рік уперше за п'ятиріччя зріс (з 651,2 млрд. дол. США у 2003 р. до 653,1 млрд. дол. у 2004-2005 роках). Підвищення не дуже суттєве, однак на його фоні відбувається перерозподіл інвестиційних потоків: дедалі більше інвесторів надає перевагу не розвиненим країнам, а Східноєвропейським та Азіатським державам. Експерти прогнозують і подальше зростання обсягу інвестицій у світовому масштабі.

В умовах сповільнення інвестиційної активності у світі (за даними UNCTAD, протягом останніх 5 років глобальні обсяги прямих іноземних інвестицій зменшились утричі), увага до Центрально- та Східноєвропейських країн залишається незмінною. Щорічні обсяги іноземних інвестицій у цей регіон залишаються стабільними на рівні 27-30 млрд. дол. США. Водночас Європейський союз послідовно поширюється на Схід. Західноєвропейські інвестори шукають місце для розміщення нового виробництва та

базу для експансії на динамічні ринки Східної Європи, підприємці з країн СНД прагнуть виходу на Європейський та світовий ринки. Україна, що межує з обома економічними культурами, є не тільки привабливим самостійним середовищем для ведення бізнесу, а й ідеальним плацдармом для виробництва товарів та послуг, зорієнтованих на обидва ринки.

Таким чином, на сьогоднішній вибір конкретної країни для здійснення інвестицій – непросте завдання топ-менеджерів транснаціональних корпорацій та інвестиційних фондів. Для оцінки потенційних ризиків зазвичай використовуються рейтингові оцінки авторитетних міжнародних інституцій, які часто є основою для обрання тої чи іншої країни об'єктом для капіталовкладень. Кредитні рейтинги служать для фінансових інвесторів орієнтиром щодо надійності вкладень у боргові зобов'язання компаній, муніципалітетів чи урядів. Це дозволяє інвесторам сформулювати якісний інвестиційний портфель і оперативно маніпулювати активами в разі зміни рейтингових оцінок.

Суверенний кредитний рейтинг розробляється спеціалізованими рейтинговими агентствами за певною рейтинговою шкалою. У міжнародному рейтинговому бізнесі домінує велика кількість компаній. Ключовими факторами потужності компанії є загально-визнаність їх рейтингів серед міжнародних інвесторів, емітентів і регулюючих органів. До світових лідерів належать:

1. „Standard and Poog's Corporation” („S&P”) і „Moody's Investors Service, Inc.” („Moody's”), які займаються рейтинговою справою понад 50 років і історично зорієнтовані на американський ринок США.

2. Fitch Ratings Ltd. („FITCH”), що створилося на основі злиття трьох агентств: американських Fitch Investor Services (США) і Duff & Phelps Credit Rating Co. („DCR”), що мали велику розгалужену мережу по всьому світу і міцні позиції у Латинській Америці, і IBCA (Великобританія), методологія якого більш прийнята для європейських країн.

3. Rating & Investment Information Inc. (Японія), створене на основі злиття провідних японських агентств „Nippon Investor Service”, і „Japan Bond Research Institute”, рейтинг якого є інди-

Порівняльні значення кредитних рейтингів різних агентств

Загальне значення рейтингів	Moody's	S&P	Fitch	R&I
Висока здатність до виконання фінансових зобов'язань.	Aaa	AAA	AAA	AAA
	Aa	AA	AA	AA
	A	A	A	A
Достатня здатність до виконання фінансових зобов'язань, але більш висока чутливість до несприятливих економічних умов.	Baa	BBB	BBB	BBB
	Ba	BB	BB	BB
	B	B	B	B
Небезпечне становище. Виконання зобов'язань або цілком залежить від сприятливих ділових, фінансових і економічних умов, або оголошено банкрутство, але виконання фінансових зобов'язань здійснюється.	Ca	CCC	CCC	CCC
	C	CC	CC	CC
	C	C	C	C
Дефолт по фінансових зобов'язаннях.		SD	DDD	
		D	DD	
			D	

До рейтингів у свою чергу можуть додаватися знаки „+/-” або цифрова модифікація (1, 2, 3) для демонстрації відносного положення всередині основної категорії і прогноз (позитивний/негативний) щодо підвищення або відповідно зниження рейтингу в короткостроковому періоді.

В цілому на основі коротко представленої вище методології можна визначити динаміку кредитних рейтингів України (боргових зобов'язань) (див. табл. 5.8) [90].

Проводячи аналіз табл. 5.8, ми можемо зробити такі висновки.

24 травня 2006 р. агентство Moody's застосувало новий підхід до встановлення стелі рейтингу боргових зобов'язань країн, що вобралилось на підвищенні граничної межі рейтингів 70 країн, в тому числі України. Таким чином, на сьогоднішній день стелю рейтингу боргових зобов'язань України в шостій валюті підвищено з рівня „В1” до „Вa3” зі „стабільним” прогнозом.

катором стабільності та платоспроможності емітента для інвесторів азійського регіону.

Методологія, якою користуються рейтингові агентства при визнанні рейтингу тієї чи іншої країни, складається з двох головних компонентів: політичного та економічного ризиків.

Перший елемент стосується готовності держави виконувати свої боргові зобов'язання і залежить від стабільності таких факторів, як політична система, соціальне середовище, міжнародні відносини.

Другий елемент – економічний ризик – характеризує ступінь спроможності країни виконувати свої боргові зобов'язання і залежить від таких факторів, як зовнішні фінансові становище, гнучкість платіжного балансу, структура економіки і темпи її приросту, управління економікою і економічними перспективами.

Для країн із перехідною економікою, до яких належить Україна, головним чинником при прийнятті рішення щодо суверенного кредитного рейтингу є політичний ризик, який визначається як ступінь стабільності політичної системи, соціальної атмосфери і міжнародних відносин.

Оцінка стабільності політичної системи зосереджується на таких факторах, як порядок зміни політичного лідерства, реагування і пристосування системи до перемінних соціальних і економічних умов, ступінь консенсусу з приводу основних політичних, соціальних і економічних проблем, ступінь участі народу в політичних процесах, централізація процесу прийняття рішень і характеристика основних політичних партій і коаліцій.

Стабільність соціальної атмосфери оцінюється шляхом вивчення економічних факторів (рівень життя, розподіл багатства та доходів, стан ринку праці) та неекономічних факторів (культурні і демографічні характеристики населення, політичне значення регіональних, расових, релігійних та інших культурних відмінностей у країні).

Вплив міжнародних відносин на політичний ризик визначається ступенем інтеграції в міжнародну торгівлю та міжнародні фінансові системи і ризиком національної безпеки країни.

Методологія порівняння кредитних рейтингів різних агентств наведена в табл. 5.7.

**Динаміка кредитних рейтингів України
впродовж 2005-2007 років**

Рейтингове агентство	Рейтинг боргових зобов'язань в іноземній валюті		Рейтинг боргових зобов'язань у національній валюті		Прогноз	Дата присвоєння / підтвердження рейтингу
	Довгострокові зобов'язання	Короткострокові зобов'язання	Довгострокові зобов'язання	Короткострокові зобов'язання		
"Fitch Ratings"(Fitch)	BB-	B	BB-	B	Позитивний	21 січня 2005 р. – підвищення рейтингу 25 жовтня 2006 р. – зміна прогнозу 19 червня 2007 р. – підтвердження рейтингу
"Standard and Poor's"(S&P)	BB-	B	BB	B	Негативний	11 травня 2005 р. квітень 2007 р. – зміна прогнозу та підтвердження рейтингу 2 серпня 2007 р. – підтвердження рейтингу
"Rating and Investment"(R&I)	BB	-	-	-	Стабільний	16 січня 2007 р. – підвищення рейтингу 26 червня 2007 р. – підтвердження рейтингу
"Moody's"	B1	-	B1	-	Позитивний	10 листопада 2003 р. 28.03.2006 – останнє підтвердження 10 листопада 2006 р. – зміна прогнозу

Дане нововведення не торкнулося рейтингів державних боргових зобов'язань України та стелі рейтингів депозитів в іноземній валюті, які знаходяться на рівні В1/В2 відповідно. Прогноз по всіх видах рейтингів залишається „стабільним”.

22 травня 2007 р. агентство Moody's ввело українську національну рейтингову шкалу, яка забезпечує оцінювання відносної кредитоспроможності (включаючи релевантну зовнішню підтримку) всередині країни; у шкалі використовуються всієї вітньо відомі рейтингові символи Moody's із маркером „ua”. Водночас агентство продовжуватиме надавати Україні рейтинги за міжнародною шкалою, які не будуть містити суфіксу „ua”.

29 червня 2006 р. Fitch Ratings оголосило про введення національної шкали рейтингів в Україні та встановило їй національний суверенний рейтинг на рівні „AA+(ukr)”/прогноз „стабільний”. Значення рейтинг буде відігравати роль орієнтиру для оцінки решти емітентів та емісії усередині країни.

30 серпня 2006 р. S&P підтвердило довгострокові кредитні рейтинги України на рівні „BB-” по зобов'язаннях в іноземній валюті, „BB” по зобов'язаннях у національній валюті, а також короткострокові рейтинги на рівні „B” – з огляду на те, що економіка країни, як і раніше, розвивається швидше, ніж очікувалось, а політична ситуація стабілізувалася. Прогноз – „стабільний”.

25 жовтня 2006 р. агентство Fitch поліщило прогноз для України по рейтингах дефолту емітента в іноземній та національній валютах (прогноз довгострокових рейтингів боргових зобов'язань країни в іноземній та національній валютах) зі „Стабільного” на „Позитивний”. Самі рейтинги були підтвержені на існуючому рівні („BB-”). Окрім того, агентство підтвердило „граничну межу” для України („стелю рейтингів країни”) – на рівні „BB-” і короткостроковий рейтинг – на рівні „B”.

Таке рейтингове рішення відображає думку агентства про можливе підвищення рейтингів України в разі продовження економічного зростання та збереження політичної стабільності протягом більш тривалого часу.

10 листопада 2006 р. агентство Moody's поліщило прогноз для середньо- та довгострокових зобов'язань України в на-

ціональній та іноземній валютах із рейтингом „В1”, змінивши його зі „Стабільного” на „Позитивний”. Це відбулося, за словами аналітиків агентства, в зв'язку зі зміцненням політичної стабільності в Україні, яка збільшила вірогідність проведення обачливості та послідовної економічної політики.

16 січня 2007 р. міжнародне рейтингове агентство Rating and Investment Information (Японія) провело засідання рейтингового комітету, на якому прийняло рішення підвищити рейтинг боргових зобов'язань України в іноземній валюті до рівня „ВВ”, прогноз по рейтингах – „Стабільний”.

Таким чином, облігації зовнішньої державної позики України, випущені у 2004, 2005 та 2006 роках, які раніше мали рейтинг цього агентства, отримали підвищення своїх рейтингів. 5 квітня 2007 р. міжнародне рейтингове агентство Standard & Poor's перелаянуло прогноз по рейтингах України зі „Стабільного” на „Негативний” у зв'язку із погіршенням політичної ситуації і пов'язаними із цим ризиками економічної політики. Водночас підтверджено суверенні рейтинги України: довгостроковий кредитний рейтинг „ВВ-” по зобов'язаннях у національній валюті, а також короткострокові рейтинги „В”.

„Перегляд прогнозу був викликаний посиленням розбіжностей між Прем'єр-міністром Віктором Януковичем і Президентом Віктором Ющенко, що почались ще за часів так званої „ломаранчевої революції” у 2004 р.”, – зазначив кредитний аналітик Standard & Poor's Моріц Крамер [90].

Тоді ж міжнародне рейтингове агентство Fitch Ratings заявило, що поточне посилення політичного напруження в Україні призводить до підвищення політичного ризику в короткостроковій перспективі. Але країна має гарні економічні показники, а давні побоювання Fitch відносно політичного ризику вже відображені в рейтингу дефолту емітента України в іноземній валюті, який знаходиться на рівні „ВВ-” (ВВ мінус), прогноз „Позитивний”, тобто достатньо низький на фоні відносно сприятливих макроекономічних і фінансових показників.

„Тривала боротьба між Президентом В. Ющенко і Прем'єр-міністром В. Януковичем переходить у вирішальну стадію у зв'язку з намаганнями президента призначити нові

парламентські вибори. Криза, безперечно, посилює політичний ризик у короткостроковій перспективі, – заявив Ендрю Кохун, директор аналітичної групи Fitch по суверенних рейтингах країн Європи, що розвиваються. – Але, якщо криза буде вирішена мирним шляхом, Україна може вийти із ситуації, що склалася, з більш сильними політичними інститутами. А це знизить загостреність політичних ризиків і перемістить акцент на сильні економічні показники” [90].

12 червня 2007 р. S&P присвоїло рейтинг вірогідності повернення боргу 25 суверенним емітентам, які мають кредитні рейтинги спекулятивної категорії. До списку зазначених країн увійшла Україна з рейтингом вірогідності повернення боргу пріоритетним незабезпеченим зобов'язанням (в іноземній валюті) на рівні „4” (перспективи повернення коштів середні – близько 30-50 %). Разом з Україною такий рейтинг був присвоєний таким країнам, як Аргентина, Еквадор, Ямайка, Лівія, Сербія, Венесуела.

Суверенний рейтинг вірогідності повернення боргу відображає оцінку агентства Standard & Poor's із приводу бажання і можливості урядів виконати свої зобов'язання в іноземній валюті або реструктуризувати їх.

19 червня 2007 р. агентство Fitch присвоїло випуску облігацій зовнішньої державної позики України 2007 р. на суму 500 млн. дол. США, з піврічними купонними платежами, доходністю 6,385 % і строком погашення у червні 2012 р., визначення ціни яких відбулося 18 червня, рейтинг „ВВ-”. Зазначений рейтинг відповідає кредитному рейтингу емітента України в іноземній валюті (прогноз „Стабільний”).

26 червня 2007 р. агентство R&I повідомило про присвоєння рейтингу „ВВ” тому ж випуску.

2 серпня 2007 р. S&P повідомило про підтвердження довгострокових суверенних рейтингів України: „ВВ-” за зобов'язаннями в іноземній валюті і „ВВ” за зобов'язаннями в національній валюті, а також короткострокових рейтингів за зобов'язаннями в іноземній і національній валюті – на рівні „В”, що відображає, зокрема, занепокоєність податково-бюджетними проблемами в країні у зв'язку зі скороченням електорального

циклу. Крім того, було підтверджено: суверенний рейтинг вірогідності повернення боргу після дефолту за зобов'язаннями в іноземній валюті – на рівні „4“, рейтинг за національного шкалою – на рівні „aaA“, а також оцінку ризику переведення і конвертації валюти – на рівні „BB“. Прогноз за рейтингами – „Негативний“.

Водночас компанія Moody's розпочала вивчення можливості підвищення рейтингів України.

Враховуючи поліпшення політичної системи та економічної політики 28 березня 2008 р. міжнародне рейтингове агентство Moody's заявило про те, що воно розпочало вивчення можливості підвищення ключових суверенних рейтингів України, включаючи граничні рейтинги в іноземній валюті по облігаціях і банківських депозитах, що знаходяться на рівні Ba3 і B2 відповідно, та суверенних рейтингів країни в іноземній та національній валютах, що знаходяться на рівні B1.

Граничний рейтинг України в національній валюті Baal та граничний рейтинг по банківських депозитах A3 міжнародним рейтинговим агентством Moody's підтверджено з позитивним прогнозом. Незмінними залишилися й короткострокові рейтингові стелі країни Not Prime.

„Українська політична система, хоча і була галасливою, сформувалась за три з половиною роки, що пройшли після „помаранчевої революції“, – відзначив у прес-релізі агентства віце-президент – головний кредитний аналітик підрозділу суверенних ризиків Moody's Investors Service Джонатан Шиффер. Він підкреслив, що „теперішній уряд здійснює раціональну і в основному допустиму макроекономічну політику“ [84].

Пан Шиффер наголосив, що поміркована фіскальна позиція дасть змогу здійснити значні досягнення, які супроводжуватимуться поліпшенням коефіцієнтів державного боргу і зменшенням зовнішньої вразливості. Він також вважає, що ще одним стимулом для продовження економічного розвитку буде вступ до СОТ.

„Буде проаналізовано здатність України продовжити зменшення платоспроможності у середньостроковому періоді, зокрема, чи зможе низький державний борг та зниження політичного

ризиків підтримати стійкість економіки у несприятливих умовах на глобальних фінансових ринках“, – повідомив віце-президент Moody's [89].

Головний кредитний аналітик агентства зауважив, що буде враховано нову бюджетну програму та можливість нових президентських і парламентських виборів. Він зазначив, що, хоча українська влада залишається предметом жорсткої боротьби, однак Moody's більше не розглядає зміни в уряді як передвісник масштабної зміни політичного або економічного курсу або як загрозу макроекономічній стабільності.

У цьому контексті також буде проаналізовано і тиск, викликаний фактично прив'язаною до долара курсовою ставкою, і вразливість банківської системи до потенційних зовнішніх ударів.

Міністерство фінансів повідомляє, що Міжнародне рейтингове агентство Fitch Ratings 18 березня 2008 р підтвердило довгострокові рейтинги дефолту емігента („РДЕ“) України в іноземній і національній валюті на рівні „BB-“ (BB мінус), прогноз „Позитивний“. Також агентство підтвердило рейтинг стелі країни на рівні „BB-“ і короткостроковий РДЕ „B“.

„Фундаментальні фактори кредитоспроможності України поліпшуються з огляду на суттєве економічне зростання, яке підтримується за рахунок капіталовкладень і прямих іноземних інвестицій“, – зазначає Ендрю Кохун, директор в аналітичній групі Fitch по суверенних рейтингах у країнах Європи з економікою, що розвивається. – Вступ України до СОТ є позитивним фактором, при цьому державний борг перебуває на низькому рівні [84].

„Водночас у результаті значних запозичень минулого року загальний обсяг зовнішнього боргу до кінця 2007 р. збільшився до 54% ВВП, що суттєво перевищує середнє значення для країн з рейтингами категорії „BB“ у 32%“, – йдеться у коментарі Ендрю Кохуна, – тому зовнішня ліквідність України залишається слабшою за середнє значення для країн з рейтингами категорії „BB“ [84].

Обсяги ж банківського кредитування у 2007 р. збільшилися приблизно на 74%, і такі темпи зростання викликають занепокоєння відносно послаблення стандартів кредитування, хоча

показник проблемних кредитів на даний момент залишається стабільним, складаючи близько 2 %. Обсяги кредитування приватного сектора в Україні на рівні 58 % ВВП вже високі у порівнянні із співставними країнами регіону та іншими країнами з порівняними рейтингами [91].

Разом з тим Ендрю Кохун підкреслює, що більш помірний рівень зовнішніх запозичень і росту кредитування повинен зменшити фактор вразливості. Директор аналітичної групи Fitch відзначає, що державні фінанси продовжують бути позитивним рейтинговим фактором. І Fitch підтвердило рейтинг України на рівні „ВВ-“, прогноз „Позитивний“.

„Фундаментальні фактори кредитоспроможності України поліпшуються з огляду на суттєве економічне зростання, яке підтримується за рахунок капіталовкладень і прямих іноземних інвестицій. Вступ України до СОТ є позитивним фактором, при цьому державний борг залишається на низькому рівні. Однак, через зростаючу інфляцію, а також ризики в банківському секторі і сфері зовнішніх фінансів на сьогоднішній момент підвищення рейтингу було б передчасним”, – зазначає Ендрю Кохун, директор в аналітичній групі Fitch по суверенних рейтингах у країнах Європи з економікою, що розвивається. Реальні темпи зростання ВВП в середньому склали більш ніж 7 % в рік, починаючи з 2000 р. Економічне зростання і капіталовкладення підтримуються за рахунок суттєвих прямих іноземних інвестицій, обсяг яких у 2007 р. склав 5 % ВВП. Позитивним фактором для прогнозу щодо подальшого зростання є вступ країни до СОТ, який, як очікується, відбудеться до серпня 2008 р.

Однак стабільності економіки України загрожують ризики у короткостроковій перспективі через зростаючу інфляцію, яка у лютому 2008 р. досягла 22 % до відповідного місяця попереднього року і була спричинена суттєвим збільшенням грошової маси в результаті „не стерилізованого” притоку капіталу, тоді як валютний курс залишався фіксованим (а також при 34 %-му зростанні цін на продукти харчування). Уряд заявив, що для зменшення інфляційного тиску у 2008 р. буде стримувати дефіцит бюджету на рівні 1,5 % ВВП, а не 2,1 % ВВП, як було закладено в бюджет спочатку. Однак це все одно являє собою суттєво

послаблення бюджетної політики відносно рівня в 0,5 % ВВП у 2007 р. Більш гнучкий обмінний курс міг би дещо нівелювати інфляційний тиск, зумовлений притоком капіталу, однак влада країни поки що націлена на збереження прив'язки курсу гривні до долара на рівні 5,05 [90].

Залежна від енергоносіїв економіка України поки що витримує зростання оплати за газ, що імпортується, при тому, що в березні було узгоджено подальше підвищення ціни на 2008 р. зі 130 дол. за тис. куб. м до 180 дол. за тис. куб. м. Ціна на газ продовжить зростати до рівня цін ЄС, який на даний момент складає приблизно 370 дол. за тис. куб. м, хоча поки що незрозуміло, в які строки це здійсниться. Державні резерви збільшились на 45 % протягом 2007р. до 32,5 млрд. дол. на фоні притоку капіталу, що забезпечив підвищення показника зовнішньої ліквідності країни до рівня вище 100 % у 2008 р. Водночас зовнішня ліквідність України залишається слабшою за середнє значення для країн із рейтингами категорії „ВВ”. В результаті значних запозичень зі сторони приватного сектора загальний обсяг зовнішнього боргу до кінця 2007 р. збільшився до 54 % ВВП, що суттєво перевищує середнє значення для країн із рейтингами категорії „ВВ” у 32 %. Fitch очікує збільшення від'ємного салдо до рахунку поточних операцій до 5,5 % ВВП у 2008 р. через значне зростання імпорту [84].

Обсяги банківського кредитування у 2007 р. збільшились приблизно на 74 %, і такі темпи зростання викликають занепокоєння відносно послаблення стандартів кредитування, хоча показник проблемних кредитів на даний момент залишається стабільним, складаючи близько 2 %. Обсяги кредитування приватного сектора в Україні на рівні 58 % ВВП вже є високими у порівнянні з порівняними країнами регіону та іншими країнами із співставними рейтингами. Зростаючі ризики в банківській системі частково компенсуються за рахунок збільшення частки іноземної участі. Більш помірний рівень зовнішніх запозичень і росту кредитування повинен дозволити зменшити фактор вразливості, однак надто раптове уповільнення притоку капіталу може призвести до тиску на формування банками фондів.

Державні фінанси продовжують бути позитивним рейтинговим фактором, незважаючи на послаблення бюджетної політики, що прогнозується на 2008 р. Державний борг дорівнював лише 10 % ВВП на кінець 2007 р. Держава заклала в бюджет гарантії на суму 2,4 млрд. дол. за заборгованість Нафтогаза. Навіть враховуючи гарантії державний борг складав лише 14 % ВВП на кінець 2007 р., знизившись порівняно з 16 % на кінець 2006 р. Держава взяла на себе відповідальність за втрачені заощадження, що знаходилися в колишньому Ощадному банку СРСР, в розмірі 24 % ВВП за 2007 р. Водночас строки здійснення виплат визначаються на розсуд влади. В результаті зростання резервів чисті іноземні активи держави збільшились до 10 % ВВП до кінця 2007 р.

Отже, незважаючи на політичні зіткнення, що відбувалися після Помаранчевої революції наприкінці грудня 2004 р., Україна досягла значного прогресу, закладаючи фундамент ринково-зорієнтованих економічних реформ шляхом впровадження бюджетної та податкової реформ, фінансової реструктуризації, лібералізації цін і вступу до СОТ. У 2007 р. економічне зростання досягло 7,3 %, попри спад у сільськогосподарському виробництві (зменшення цін на сільськогосподарську продукцію) і підвищення цін на сиру нафту. Економічна ситуація стрімко поліпшується. Втручання влади в економіку є незначним, дефіцит рахунку поточних операцій перебуває на прийнятному рівні. Незважаючи на спалах інфляції на фоні швидкого економічного зростання, при належному управлінні очікується розвиток кредитоспроможності країни. Базуючись на цих припущеннях, R&I підтвердив кредитний рейтинг боргових зобов'язань України в іноземній валюті на рівні ВВ і передглянув прогноз зі „Стандартного” на „Позитивний”.

З 2007 р. підвищився рівень приватних інвестицій, які разом зі споживанням є рушійною силою економічного зростання. Збільшення обсягу інвестицій не обмежується такими галузями, як металургія, хімічна промисловість, машинобудування і виробництво сільськогосподарської продукції, а поширюється на інші галузі, такі як будівництво, транспорт і торгівлю. Дефіцит внутрішніх заощаджень компенсується притоком прямого

іноземного інвестування. У 2008 р. надходження від чистого експорту очікуються в меншому обсязі через збільшення імпорту засобів виробництва і енергетичних продуктів, разом з тим прогнозується, що Україна буде підтримувати економічне зростання на рівні 6,8 %. З іншого боку через несприятливі погодні умови з червня 2007 р. зросли ціни на продукти харчування. Зростання індексу споживчих цін досягло 16,6 % наприкінці грудня 2007 р. і було найвищим з 2000 р. Органами влади, що регулюють фінансові операції, вжито всіх необхідних заходів, включаючи ревальвацію гривні відносно долара, курс якої був штучно прив'язаний до курсу долара.

Хоча баланс рахунка поточних операцій погіршився через підвищення цін на імпортований природний газ, саме підвищення цін сприяє модернізації виробничих потужностей і енергозберігаючих технологій підприємств, разом з тим існує тенденція щорічного зменшення обсягів імпортованого газу. Дефіцит рахунку поточних операцій за 9 місяців 2007 р. склав менш ніж 1,5 % ВВП, при цьому рівень експорту залишився незмінним. У 2007 р., незважаючи на політичні негаразди через розпуск парламенту і дострокові вибори, не спостерігалось ознак вторного витоку капіталу в іноземні країни, як це відбувалось під час Помаранчевої Революції. Валютні резерви станом на кінець грудня досягли рекордного рівня 32,5 млрд. дол. США і дозволяють фінансувати імпорт товарів і послуг протягом п'яти місяців майбутнього періоду.

Після формування Уряду Юлії Тимошенко 18 грудня 2007 р. був прийнятий бюджет 2008 р., в якому передбачено необхідні заходи для підвищення субсидій незабезпеченим сім'ям, зменшення оподаткування малого і середнього бізнесу і підвищення оподаткування великих підприємств, а водночас відкладено такі заходи, як заборона на купівлю сільськогосподарських угідь і податок на додану вартість сільськогосподарської продукції. Виплатки, що включають у себе додаткове соціальне навантаження (постанова про виплату компенсації втрат від знецінення грошових заощаджень, вкладених в установи Ощадного банку СРСР), є одним з чинників, що призведе до збільшення дефіциту бюджету до 2,0 % ВВП. Але сума державного прямого і гарантованого

боргу на кінець 2007 р. склала 17,6 млрд. дол. США, або 12,5 % ВВП, і ризики фінансового управління мінімальні.

В цілому R&I прогнозує таку ситуацію по кредитному рейтингу України (табл. 5.9) [84].

Таблиця 5.9

Прогноз погашення боргових зобов'язань Україною

Довгостроковий рейтинг випуску	Дата випуску	Погашення	Сума
Облігації на суму 600 млн. доларів США, з доходністю 6,875%, з погашенням у 2011 р.; правило Reg.S/144A	4 березня 2004 р.	4 березня 2011 р.	600 млн. дол. США
Облігації на суму 600 млн. євро з доходністю 4,95%, з погашенням у 2015 р.; правило Reg.S/144A	13 жовтня 2005 р.	13 жовтня 2015 р.	600 млн. євро
Облігації на суму 1 млрд. доларів США, з доходністю 6,58%, з погашенням у 2016р.; правило Reg.S/144A	20 листопада 2006 р.	21 листопада 2016 р.	1 млрд. дол. США
Облігації на суму 500 млн. доларів США, з доходністю 6,385%, з погашенням у 2012 р.; правило Reg.S/144A	26 червня 2007 р.	26 червня 2012 р.	500млн. дол. США
Облігації на суму 700 млн. доларів США, з доходністю 6,75%, з погашенням у 2017. р.; правило Reg.S/144A	14 листопада 2007 р.	14 листопада 2017 р.	700 млн. дол. США

Кредитний рейтинг боргових зобов'язань, на думку R&I, це можливість емітента погасити всі фінансові зобов'язання. Він буде присвоєний всім емітентам. Рейтинг зобов'язань (єврооблігацій, кредитів тощо) вклучає вірогідність повернення боргу та відображає термін і умови угоди, а також може бути нижчим або вищим, ніж кредитний рейтинг боргових зобов'язань.

13 жовтня 2004 р. Світовий економічний форум (WEF) оприлюднив Звіт про глобальну конкурентоспроможність (Global Competitiveness Report 2004-2005). Для її оцінювання для кожної країни розраховується ряд індексів та субіндексів, на основі яких складаються глобальні індекси зростання конкурентоспроможності (ІЗК) (Growth Competitiveness Ranking – GCR) та індексу ділової конкурентоспроможності (ІДК) (Business Competitiveness Ranking – MCR). За першим індексом, Україна знаходиться на 86-му місці з 104 країн між Венесуелою та Малаві. За другим (ІДК), наша країна посідає 65-те з 93 країн поряд зі Шри-Ланкою, Філіппінами та Гамбією. Серед країн колишнього соцтабору найвище піднялися Естонія (20-те місце за ІЗК, 27-ме місце за ІДК), Угорщина (39-те, 42-ге), Литва (36-ге). Чехія займає 40-ве місце за ІЗК і 35-те місце за ІДК, Словаччина – 43-ге і 39-ге, Польща – 60-ге і 57-ге, Росія – 70-ге і 61-ше, а Грузія – 94-ге та 92-ге відповідно. Підрама за обома рейтингами є США та Фінляндія, Данія і Швеція. До першої десятки також увійшли Тайвань, Сингапур, Швейцарія, Ісландія, Норвегія та Австралія.

В цілому Індекси конкурентоспроможності Світового Економічного форуму – одні з найвідоміших економічних індексів, що складаються для окремих країн, поряд з Індексом економічної свободи Heritage Foundation (<http://www.heritage.org>), Індексом сприйняття корупції Transparency International (<http://www.transparency.org>), Індексом залучення Інвестицій Конференції ООН з торгівлі та розвитку (UNCTAD) (<http://www.unctad.org>) та Індексом глобалізації консалтингової компанії А.Т. Kearney. Вони використовуються стратегічними інвесторами, політиками, громадськими організаціями та дослідниками для оцінки економічного середовища та перспектив економічного росту країни. Слід зважати на відносність результатів, оскільки рейтинг з кожним роком охоплює дедалі більше країн. Крім того, для країн, щодо яких є сумніви щодо репрезентативності результатів, індекс не розраховується. Зокрема, з членів СНД у рейтингу містяться лише Україна, Росія та Грузія. Динаміка трійки лідерів рейтингу-2006 та країн колишнього соцтабору наведена в табл. 5.10.

Таблиця 5.10

Рейтинг глобальної конкурентоспроможності

Країна	2000	2001	2002	2003	2006
Фінляндія	5	1	1	1	1
США	1	2	2	2	2
Швеція	12	9	3	3	3
Литва	-	43	39	40	36
Угорщина	32	26	29	33	39
Чехія	34	35	36	40	39
Словацьчина	36	39	46	43	43
Польща	34	41	50	45	60
Румунія	-	56	67	75	63
Росія	52	58	58	70	70
Україна	56	60	69	84	86
Грузія	-	-	-	-	94
Загальна кількість країн	58	75	95	101	

Як бачимо, Україна кожного року (крім 2002 р.) потрапляє в останню чверть рейтингу. Цього року нашими найближчими сусідами за глобальним індексом конкурентоспроможності стали Венесуела та Малаві.

Основними позитивними факторами (по суті перевагами конкурентної позиції), що вплинули на підсумковий рейтинг України, на думку провідного дослідника CASE-Україна В.Дубровського, стали: низький реальний обмінний курс; високий рівень заощаджень; висока кількість випускників вузів; високий рівень витрат на науково-дослідну діяльність; гнучкий ринок праці; доступність компонентів та обладнання. Водночас серед негативних факторів (по суті недоліків конкурентної позиції) були названі: високий рівень податків; корупція; слабкі інститути фондового ринку; незахищеність прав власності; субсидування матеріалів. Джерелами даних стали макроекономічні показники та опитування, що проводилося серед керівників 140 підприємств, які об'єднані з ситуацією в інших країнах. Пагетова англійська вер-

сія „The Global Competitiveness Report 2004-2005” була опублікована видавництвом Palgrave Macmillan (<http://www.palgrave.com/>) на 654 сторінках. На даний момент її ціна становить £60. Детальну інформацію про рейтинг можна знайти на сайтах Міжнародного економічного форуму (<http://www.weforum.org/gcr/>) та CASE-Україна (<http://www.case-ukraine.kiev.ua>).

Індекс Економічної Свободи – Фонд Heritage. Для виявлення характеру державного регулювання в Україні використовуються інтегральний показник, розроблений фондом Heritage (<http://www.heritage.org/>) – індекс економічної свободи (Index of Economic Freedom). Опублікований у 2002 р. список із 155 країн, які досліджувались, зафіксував місце України під номером 137. Попереднє місце – 133-тє. Індекс економічної свободи – це показник, який розраховується як середне арифметичне із 10-ти оцінок, які разом утворюють поняття „економічна свобода”. Ось перелік головних груп: торгова політика, фіскальна дисципліна, втручання уряду, монетарна політика, іноземні інвестиції, банки, зарплата/ціни, права власності, регулювання, тіньова економіка. В загальному для розрахунку кінцевого індексу використовуються близько 50 показників, для кожної групи факторів на основі розрахованих показників призначається оцінка від 1 до 5 (1 – найбільша відповідність фактору чи групи економічній свободі, а 5 – навпаки). Середнє арифметичне цих оцінок і є індексом економічної свободи. Для України індексом 2002 становить 3,85. Варто зазначити, що він залишився незмінним з минулого року. Це говорить про те, що позитивні зрушення, які відбулись у 2000-2001 роках залишились непоміченими. Для розрахунку щорічного показника використовувались дані другої половини 2000 і першої половини 2001 років. Головні вади економіки України незмінні – високий рівень протекціонізму (оцінка – 3), низький рівень надходжень до бюджету за умови високого податкового тиску і водночас великі урядові видатки (оцінка 4,5), високий рівень втручання уряду в економіку (оцінка 4), неадекватна монетарна політика (4), бар'єри на шляху іноземних інвестицій (3), існування значних обмежень у банківській сфері (4), низький рівень середньої зарплати і втручання у процес ціноутворення (3), низький рівень захисту прав власності (4), високий рівень бюрократизму (4), активне функціонування тіньової економіки (4).

Найліберальнішою країною на 2002 р. у світі були Гонконг, далі йшли Сінгапур та Нова Зеландія. Естонія, Ірландія, Люксембург, Нідерланди та США мають однаковий показник індексу економічної свободи і посідають четверту сходинку. Серед країн Східної Європи після Естонії найвище місце займає Литва – 290-те, Чехія – 320-те, Угорщина – 320-те, Латвія – 380-те, Польща – 450-те, цікаво, що Вірменія також 450-та. 137-ту сходинку разом з Україною займають Таджикистан та В'єтнам. Росія – 131-ша.

Опублікований 4 січня 2005 р. список із 161 досліджуваної країни зафіксував місце України під номером 88. При цьому інтегральний показник зазнав найбільшого зростання за 11 років (а саме склав 3,21 у 2005 р., а наприклад у 1995 р. – 4,05, у 2000 р. – 3,75) формування рейтингу, завдяки зниженню податкового тиску, обмеженню втручання органів влади та поліпшенню у сфері монетарної політики. Щоправда, хоча Україна виросла одразу на 43 позиції, випередивши Росію (124-те місце) та більшість країн СНД, наша держава все ще перебуває у категорії країн „переважно невільні”. Серед країн Східної Європи найвище піднялась Естонія (4-те місце). Набагато нижче знаходяться Литва (23-те) та Латвія (28-ме). Таким чином, ці колишні республіки СРСР обійшли не тільки решту країн Східної Європи, з яких найвищі місця посідають Чехія (33-те), Угорщина (35-те), Словачія (36-те) та Польща (41-ше), а й Норвегію (29-те), Японію (39-те) та Францію (44-те).

Рейтинг країн-виробників сталі IISI „Підсолодженою пігулкою” можна назвати сьоме місце України за рейтингом країн виробників сталі, станом на квітень 2002 року. Цей рейтинг проводиться Міжнародним інститутом чавуну і сталі (IISI – International Iron and Steel Institute). Основою для порівняння є виробництво сталі в абсолютному вимірі, український показник квітня 2002 року становив 2,88 млн. т. У першу десятку також увійшли: Китай (14,1 млн. т), Японія (8,8 млн. т), США (7,5 млн. т), Росія (4,6 млн. т), Південна Корея (3,7 млн. т), Німеччина (3,7 млн. т), Італія (2,2 млн. т), Індія (2,2 млн. т) та Бразилія (2,2 млн. т). Щодо рейтингу підприємств: „Кри-ми IISI, сюди увійшли чотири українські підприємства: „Кри-воріжсталь”, ВАТ „Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча”, ВАТ „Азовсталь”, ВАТ „Запоріжсталь”. Таке досягнен-

ня можна розцінювати по-різному. З одного боку, це говоритиме про досягнення і перспективу металургійної галузі, а з іншого, зважаючи на субсидіювання державою, а відтак і антидемпінгові розслідування, які ведуться проти цих підприємств, можна судити про односторонній характер розвитку економіки.

Індекс корумпованості 2001 – TRANSPARENCY INTERNATIONAL. Організація Transparency International (<http://www.transparency.org/>) з 1998 р. складає для України Індекс сприйняття корупції. У 2001 р. місце України за цим показником – 83-тє з 91 країни. Сумно, звичайно, констатувати такий факт, навіть беручи до уваги те, що справи „поліпилися”: минулого року ми були 88-ми із 90 країн світу.

Індекс корумпованості – це показник, який знаходиться в межах 0 – 10 (0 – повністю корумпована країна, 10 – корупція відсутня). Присвоєння індексу відбувається на основі опитування бізнесменів, науковців, аналітиків, експертів та на основі досліджень, проведених іншими міжнародними організаціями. Зокрема, Індекс корумпованості 2001 присвоювався згідно з даними 14 незалежних досліджень. Країни, де корупція набула ширшого розмаху, ніж в Україні, – це Азербайджан, Болівія, Камерун, Кенія, Індонезія, Уганда, Нігерія і Бангладеш. Росія займала 79-те місце. Східноєвропейські країни знаходилися значно вище: Латвія – 59-та, Чехія – 47-ма, Польща – 44-та, Литва – 38-ма. Найвище досягнення серед країн цього регіону в Естонії – 28-ме місце. Найменш корумпованими визнано Фінляндію, Данію та Нову Зеландію.

Станом на 20 жовтня 2004 р. наша країна займала 122-ге місце (показник Індексу сприйняття корупції України – 2,2) зі 146 країн світу. Таке саме значення індексу отримали Казахстан, Киргизстан, Болівія та Гватемала. Росія знаходиться на 90-му місці з показником Індексу – 2,8, Білорусь займає 74-те місце (3,3). Перше місце в рейтингу Transparency International займає Фінляндія (Індекс сприйняття корупції – 9,7), друге – Нова Зеландія (9,6), третє поділили між собою Данія та Ісландія (9,5). Наші сусіди та колишні колеги по солдабору розмістились так: Естонія – 31-ше місце разом зі Словенією, Угорщина – 42-ге, Польща – 67-ме, Чехія – 51-ше. Замикають рейтинг Бангладеш та Гаїті.

ВИЗНАЧЕННЯ МІСЦЯ ТА ШЛЯХІВ АКТИВІЗАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПОТЕНЦІАЛУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ В МІЖНАРОДНІЙ ІНВЕСТИЦІЙНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ

Анатолій Вдовічен

Наявність високого інвестиційного потенціалу та його ефективне розкриття є фундаментом успішного розвитку економіки в умовах сучасних ринкових відносин.

Інвестиційні пріоритети реформування та розвитку здатні забезпечити подальшу динаміку та конкурентоспроможність усієї економіки. Головна проблема інвестиційного розвитку – джерела інвестицій. Внутрішні інвестиції найбільш доступні – джерела обмежені. Частка державних капіталовкладень становить усього близько 5 %. Валовий прибуток підприємств не перевищує 7 % від валового внутрішнього продукту (ВВП). Ринкові джерела інвестицій формуються дуже повільно. Капіталізація фондового ринку – у межах 7 % від ВВП. Інвестиційні можливості українських банків теж незначні, їхній капітал не перевищує 5 % ВВП. У країнах Центральної та Східної Європи цей показник на порядок вищий. Тому на даний час постає проблема залучення в українську економіку інвестицій, зокрема іноземних, що ставить перед вченими-економістами завдання розробки інвестиційних стратегій, зокрема стратегії реального інвестування, формування чіткої методики аналізу ефективності інвестування підприємств, вибору пріоритетних напрямів інвестування в галузі, розробки відповідних механізмів реалізації ефективного інвестиційного політики з урахуванням специфічних галузевих ризиків.

При розгляді такої важливої теми одразу ж постає термінологічне питання – як розуміти сам термін „інвестиційний потенціал”? Тому слід одразу зазначити, що під інвестиційним потенціалом будемо розуміти перспективний рівень залучення інвестицій та їх ефективного використання. Слід звернути увагу, що мова йде про інвестування незалежно від походження інвестицій (внутрішні, зовнішні), форми (матеріальні, немате-

Індекси залучення прямих іноземних інвестицій – UNCTAD. Конференція ООН з торгівлі та розвитку (UNCTAD) (<http://www.unctad.org/>) у вересні 2004 р. оприлюднила щорічну доповідь про світові інвестиції. У цій доповіді представлено фактичний та потенційний індекси залучення прямих іноземних інвестицій. Україна за індексом залучення прямих іноземних інвестицій (Inward FDI Performance Index) посідає 73-тє місце зі 140 країн. Показово, що вже на 3-тє місце піднявся Азербайджан, на 8-ме – Казахстан, а 10-ту сходинку посідає Естонія. Наші найбільші сусіди розмістились так: Словаччина та Чехія – 12-те та 13-тє місця відповідно, Молдова – 25-те, Угорщина – 33-тє, Польща – 68-ме. Цікавою є група з 98-го по 102-тє місце: Італія, Білорусь, Гватемала, ОАЕ та Німеччина.

Поряд із вищезазваним індексом використовується індекс потенціалу залучення прямих іноземних інвестицій (Inward FDI Potential Index). За цим рейтингом Україна у 2004 р. (за даними 2000-2002 рр.) посіла 94-тє місце – на дві позиції нижче минулорічного. Вищі місця Росії – 33-тє, Чехії – 42-ге, Польщі – 44-те, Угорщини – 41-ше. Традиційно нижчий рейтинг має Молдова – 11-тє місце. За останні 10 років Україна перемістилася з групи країн „із нижчим потенціалом” до групи „аутсайдерів”, 80 % якої складають відсталі африканські країни, а також Туреччина, Пакистан, Парагвай, Індонезія.

Індекс глобалізації. Для виявлення рівня залучення країн світу до процесів глобалізації журналом Foreign Policy, видавцем якого є Carnegie Endowment for International Peace, розраховується Індекс Глобалізації, який слугує індикатором відкритості економіки. У 2004 р. Україна зберегла свої позиції у рейтингу, посівши 43-тє місце одразу перед Росією (44-ге). Найбільш глобалізованою країною світу четвертий рік поспіль визнається Ірландія. У першу п'ятірку увійшли Сінгапур, Швейцарія, Голландія та Фінляндія.

Отже, як ми бачимо, з вищепроаналізованих міжнародних рейтингів, Україна не є інвестиційно-привабливою країною. Проте спостерігається стійка тенденція щодо поліпшення інвестиційного клімату в Україні при умові політичної стабільності і прогнозованості.

пу розвитку національної економіки, а з іншого – своєрідним „баластом”, скинувши який можна зробити стрімкий якісний економічний прорив. Тобто розкриття інвестиційного потенціалу зумовлюється не наявністю цих посткризових передумов, а саме можливістю їх позбутися.

Які ж явища в сучасній українській економіці можна назвати посткризовими передумовами розкриття інвестиційного потенціалу? Передусім це:

1. Незадовільний стан основних засобів та інфраструктури.
2. Застарілі технології.
3. Висока енергоємність економіки.
4. Низька продуктивність праці.
5. Недостатня конкурентоспроможність продукції.
6. Низький рівень політико-правової стабільності.
7. Регуляторні перешкоди та корупція.
8. Низький рівень розвитку фінансової інфраструктури.
9. Незначна інноваційна складова економіки.

Слід особливо підкреслити, що, на щастя, більшість із зазначених посткризових передумов останнім часом розвиваються не шляхом загострення, а шляхом розв'язання проблем та мінімізації негативного впливу. Так, спостерігаються тенденції зменшення енергоємності економіки, підвищення продуктивності праці, розвитку фінансової інфраструктури, підвищення прозорості ринкових відносин тощо.

Але існуючі посткризові передумови все ще створюють величезну прірву між тим, якою українська економіка є зараз, та тим, якою вона стане в майбутньому. І ця прірва вимірюється не тільки необхідними мільярдами інвестиційних ресурсів, але й роками цілеспрямованих та узгоджених дій влади й бізнесу. Адже жодна з перелічених посткризових передумов не усунується сама собою. Разом з тим саме ці посткризові передумови, а точніше реальні можливості поступово їх позбутися, є своєрідним поштовхом до інвестування в нашу економіку та розкриття інвестиційного потенціалу України. Адже в сучасному світі вигідніше інвестувати саме в зростаючі економіки.

Слід підкреслити, що зазначені посткризові передумови не є автономними, а дуже тісно взаємопов'язані, що потре-

ріальні) та ін. Варто особливо підкреслити, що поняття інвестиційного потенціалу може успішно застосовуватися не тільки на макро-, але й на мікрорівні.

Українська економіка має дуже високий інвестиційний потенціал, значна частка якого, як це не парадоксально, зумовлена досить скромними сучасними існуючими стартовими позиціями. Адже не обов'язково, що економічно розвинуті країни автоматично є лідерами й щодо потенціалу майбутнього зростання. Інвестиційний потенціал країни, яка поки що не досягла вищих позицій у світовому економічному табелі про ранги, але має потужні передумови розвитку, може бути суттєво значнішим, ніж у так званих розвинутих країн. Це подібно до того, що дитина об'єктивно має значно більший потенціал фізичного та інтелектуального зростання, ніж доросла людина.

Як ви гадаєте, коли б краще було інвестувати в компанію Майкрософт, придбавши її акції сьогодні чи, скажімо, десь на початку 1980-х? Звісно, тепер потенціал цієї компанії вже значною мірою реалізований і наряд чи декілька тисяч доларів, інвестованих зараз в цю світову монополію, дадуть комусь змогу перетворитися на мільонера в досяжній перспективі, як це було з першими акціонерами Майкрософт. Не дарма китайці кажуть: „Не так важливо що, не так важливо як, дуже важливо коли”.

Разом з тим, зрозуміло, що йдеться не про логіку „чим бідніший зараз, тим кращий потенціал”. Багато країн світу не тільки не мають економічного успіху сьогодні, але й, на жаль, не мають райдужних перспектив економічного розвитку в майбутньому. Адже важливий не тільки наявність та рівень інвестиційного потенціалу. Наріжний камінь – існування передумов його ефективного розкриття (які в Україні сьогодні, безумовно, наявні), та дієва державна політика, що здатна використати ці передумови належним чином, поки що відсутня.

Які ж передумови розкриття нашого національного інвестиційного потенціалу? На наш погляд, ці передумови можна умовно поділити на „посткризові” та „перспективні”.

До посткризових передумов розкриття інвестиційного потенціалу економіки країни можна віднести ті явища, які, з одного боку, є суттєвими вадами, притаманними сучасному ста-

суттєво підвищити експортну компоненту енергетичної галузі України, тоді як деякі інші країни можуть лише мріяти про такі генеруючі потужності.

Про орієнтовний масштаб резерву виробничих потужностей української економіки опосередковано свідчить той факт, що рівень реального ВВП нашої країни 1991 р. сьогодні відновлений лише приблизно на 70%. Таким чином, в нас є фундаменти для прискореного економічного зростання за рахунок цього резерву протягом найближчих 3-5 років. Тобто ця перспективна передумова розкриття інвестиційного потенціалу України має тактичний характер.

■ **Високий рівень освіти та науки.**

Відомо, що рівень української освіти, науки та культури дуже високий і визнаним у світі. Як справедливо наголошує відомий економіст Ю.В.Полунцев, „це значною мірою „спадщина” мільярдних „заритих” інвестицій (sunk capital) часів СРСР, що можуть і повинні стати основою конкурентоспроможності України в економіці Знання. Цей капітал необхідно якомога швидше модернізувати й використовувати”.

Ця перспективна передумова розкриття інвестиційного потенціалу України на тлі глобалізації та інтелектуалізації світової економіки, безперечно, має стратегічний характер та є однією з наших головних конкурентних переваг у сучасному світі.

■ **Порівняно низький рівень оплати праці**

Сучасний рівень оплати праці в Україні, порівняно з іншими європейськими країнами, досить низький. Так, на початку поточного року середньомісячна заробітна платня в Україні становила лише біля 170\$. Цей показник на порядок менший, ніж в розвинутих європейських країнах (Німеччині, Франції тощо), навіть у кілька разів менший, ніж у Польщі. Це дає тимчасові конкурентні переваги українській економіці (передусім її експортно-зорієнтованим галузям), адже дозволяє підтримувати на дуже низькому рівні одну з найсуттєвіших для розвинувтих країн статей собівартості.

Цей фактор у середньостроковій перспективі, особливо з урахуванням традиційно високого освітнього рівня робочої сили,

бує координованих дій „по всьому фронту”. Ситуацію також ускладнює наявність своєрідного замкнутого кола: розкриття інвестиційного потенціалу потребує поступового подолання значених посткризових передумов, а позбутися цих негативних явищ можна, тільки залучаючи інвестиції.

Разом з тим, є реальні підстави вважати, що позитивні тенденції останніх років щодо мінімізації вищезгаданих передумов, а також наявність дуже вагомих перспективних передумов розкриття інвестиційного потенціалу української економіки, дасть змогу вже в поточному десятиріччі „розрубати Гордіїв вузол” на шляху відбудови інвестиційно-привабливої в глобальному вимірі та замочної України.

Перспективні передумови розкриття інвестиційного потенціалу за своєю суттю є повною протилежністю посткризовим, оскільки являють собою переваги та сприятливі можливості, які при їхньому належному використанні здатні забезпечити стрімке економічне зростання.

До перспективних передумов розкриття інвестиційного потенціалу української економіки можна віднести ряд факторів, які наведено нижче.

■ **Наявність резерву виробничих потужностей.**

В Україні існує суттєвий резерв виробничих потужностей, які не використовуються на повну потужність або взагалі тимчасово виключені з виробничого процесу, але можуть бути оперативно відновлені або модернізовані та введені в експлуатацію. Створення та розвиток бізнесу на базі цих „резервних” виробничих потужностей (що виникли внаслідок розриву господарських зв'язків, несприятливої ринкової кон'юнктури, несефективного менеджменту тощо) часто потребує значно менших інвестицій, ніж побудова бізнесу „з нуля”, що надає певну фору інвесторам, які встигнуть скористатися цими „резервними” виробничими потужностями.

Для прикладу: встановлена потужність української електротроенергетики сягає 54 ГВт, тоді як пікові зимові навантаження складають лише 28 ГВт. Такий резерв виробничих потужностей в електроенергетиці при забезпеченні відповідних умов (розвитку енергоспоживальних мереж, економічно обґрунтованій тарифній політиці тощо) здатний у найближчому майбутньому

буде стимулювати інвесторів (насамперед закордонних) активніше інвестувати саме в Україну. Разом з тим, враховуючи стабільну тенденцію останніх років щодо суттєвого (не менш ніж на 15 % на рік) зростання середньої заробітної платні в реальному вираженні, можна стверджувати, що ця передумова розкриття інвестиційного потенціалу української економіки тимчасова та проіснує не більше 5-8 років. До того ж змагатися за низькі зарплати, як за одну з конкурентних переваг, у сучасному світі немає жодного сенсу, особливо з урахуванням виходу на арену непереможного в цьому сенсі світового гравця – Китаю.

Слід особливо зазначити, що поступове зростання заробітних плат в Україні підвищуватиме рівень життя населення та автоматично посилюватиме іншу перспективну передумову розкриття нашого інвестиційного потенціалу – ємність внутрішнього ринку.

■ Стратегічно вигідне географічне розташування

Україна міжус, з одного боку, з чинними членами Європейського Союзу: Польщею, Словаччиною, Угорщиною та Румунією, а з іншого – з колишніми „сусідами” по СРСР: Молдовою, Росією та Білоруссю. Таке розміщення зумовлює величезний експортний та транзитний потенціал України. Через Україну проходить більшість наземних транспортних шляхів із Центральної до Східної Європи та Азії, країна має вихід до Чорного та Азовського морів, річкових магістралей та розгалужену систему аеропортів.

Завдяки такому вигідному географічному розташуванню та системі двосторонніх економічних домовленостей, Україна є ідеальною базою як для підприємств, що орієнтуються на Західно- та Центральноєвропейські ринки збуту, так і для компаній, що планують реалізувати продукцію в пострадянських країнах. Значна кількість інвесторів уже використовують таку позицію країни для залучення ресурсів Східної Європи у виробництво продукції для Західної Європи.

Слід підкреслити, що така конкурентна перевага України, як її стратегічне географічне розташування, дуже приваблива, до того ж має постійний характер.

■ Сприятливі природно-кліматичні умови

Український клімат в межах Східноєвропейської рівнини (95 % площі), а також середньовисотних Українських Карпат та Кримських гір (5 % площі) в основному помірно континентальний, що сприяє комфортній життєдіяльності. На південному березі Криму відзначають риси субтропічного клімату, що також є сприятливим з огляду на туристичну орієнтацію цієї зони.

■ Великий масштаб держави та значна кількість населення

За площею своєї території (603,7 тис. км) Україна перевищує будь-яку країну ЄС-15. Серед країн Європейського Союзу найближча за цим показником до України Франція, площа території якої становить близько 90 % від української. Площа території нашої держави дорівнює сумарній площі територій Великобританії, Австрії, Бельгії, Данії, Ірландії, Нідерландів та Португалії. За розміром території наша країна становить фактично п'яту частину ЄС-15.

За кількістю населення (біля 47 млн. осіб) Україна також одна з провідних європейських країн. Так, із країн ЄС-15 Україна поступається за кількістю населення тільки Німеччині, Франції, Великобританії та Італії, але водночас, кількість населення нашої держави більша, ніж в Австрії, Бельгії, Фінляндії, Греції та Швеції разом узятих.

Україна, як унітарна держава з величезною за європейськими мірками територією та значним населенням, яка до того ж має стратегічне розташування в серцевині Європи, має змогу в найближчому майбутньому стати одним із провідних гравців на європейському та світовому економічному й геополітичному полях.

■ Наявність різноманітних природних ресурсів

Україна багата на різноманітні природні ресурси, оскільки має родючі чорноземи, широку лісну смугу, значні водні ресурси (річкові та морські), а також значні запаси корисних копалин. Щодо останніх українські вчені зазначають, зокрема, таке: „Україна за різноманітністю корисних копалин, за кількістю родовищ на одиницю площі належить до найзабезпеченіших мінеральними ресурсами країн світу. Приблизно вартість розвіданих сировинних запасів оцінюється в 7 трлн. дол. США. В Україні більше 90 видів мінеральної сировини (близько 8000 родовищ)

мають промислове значення. Взагалі, мінерально-сировинний комплекс України забезпечує 14 % світового видобутку залізної та 30 % марганцевої руди, 7 % кам'яного вугілля.

Щороку геологи готують промислові запаси корисних копалин вартістю близько 60 млрд. дол. США, а гірничодобувна промисловість спроможна виробляти товарної продукції на суму не менше 20 млрд. дол. США.

Разом з тим, ефективність використання природних ресурсів все ще залишається на низькому рівні. Так, фахівці зазначають, що „наша держава видобуває мінеральну сировину у величезних обсягах (близько 5 % світового обсягу), але тільки 12 % її надходить у виробництво (у західних країнах близько 60 %), а все інше йде у відвали, де у концентрованому і напівконцентрованому стані містяться стронцій, германій, ванадій та інші рідкісні і кольорові метали”.

Слід також відзначити наявність в Україні значних рекреаційних ресурсів, зокрема півострова Крим та Карпатських гір, на базі яких поступово формується перспективна туристична галузь.

■ **Наявність значних ринків збуту продукції**

Дуже вигідне географічне положення України забезпечує їй, окрім досить ємного внутрішнього ринку (населення біля 47 млн. осіб), також можливість доступу на ринки найближчих країн-сусідів, сумарне населення яких перевищує 230 млн. осіб. До того ж купівельна спроможність як українців, так і громадян країн-сусідів поступово зростає, розширюючи відповідні ринки не тільки кількісно, але й якісно.

■ **Недооцінені активи**

Українські активи, передусім в промисловості, є суттєво недооціненими. Про це свідчить і наш власний (консалтингова група „КАУПЕРВУД” – www.galasyuk.com) досвід оціночної діяльності в багатьох галузях української економіки. Балансова вартість значної частини основних засобів, за якою вони відображаються у фінансовій звітності підприємств, занижена в кілька разів, порівняно з їх сучасною ринковою вартістю.

Водночас активна уніфікація системи національного бухгалтерського обліку з міжнародним, активне впровадження міжнародних та європейських професійних стандартів у суміж-

них галузях оцінки, аудиту та ін., а також розвиток фондового ринку та інших складових фінансової інфраструктури сприятиме поступовій ліквідації викривленого відображення вартості українських активів протягом найближчих 3-5 років.

Таким чином, в інвесторів ще є певний час, аби скористатися можливістю придбати українські активи, поки вони ще суттєво не підскочили в ціні.

■ **Курс на демократичні перетворення**

Курс на демократичні перетворення, взятий новою владою, став дуже серйозним позитивним сигналом як для національного бізнесу, так і для закордонної бізнес-спільноти. Поліпшення ситуації зі свободою слова в Україні та підвищення прозорості дій української влади є очевидними та незаперечними здобутками „ломаранчевої революції”, які слугуватимуть фундаментом поліпшення інвестиційного клімату в довгостроковій перспективі та суттєвого просування України до вищих сходінок міжнародних інвестиційних рейтингів.

■ **Євроінтеграційний вектор розвитку**

Чітко визначений Євроінтеграційний вектор розвитку України є фундаментом суттєвого підвищення інвестиційної привабливості України в середньостроковій та довгостроковій перспективах та, відповідно, залучення закордонних інвестицій в якісно нових масштабах.

Зазначений фактор також є запорукою того, що вже в найближчі роки Україна стане не тільки географічно приналежною до Європи, але й економічно та політично інтегрується з нею, поступово наближуючись до європейських життєвих стандартів.

Отже, в сучасних умовах досягти сталого економічного розвитку можна лише здійснивши структурні зрушення у господарському комплексі України. Враховуючи, що інвестиції виступають дієвим важелем здійснення структурної перебудови економіки, розв'язання соціальних і економічних проблем, ключовими завданнями державного управління є поліпшення інвестиційного клімату, активізація інвестиційної активності, накопичення інвестиційних ресурсів та їх концентрація на пріоритетних напрямках розвитку економіки.

Інвестиційний клімат держави – це сукупність політичних, правових, економічних та соціальних умов, що забезпечують та сприяють інвестиційній діяльності вітчизняних та закордонних інвесторів.

Інвестиційний клімат безпосередньо впливає на основні показники соціально-економічного розвитку країни. Позитивний інвестиційний клімат сприяє розв'язанню соціальних проблем, забезпечує високий рівень зайнятості населення, дозволяє оновлювати виробництво, проводити модернізацію й нарощування основних фондів підприємств, впроваджувати новітні технології тощо. Отже, в даний час стабілізація інвестиційного клімату є найважливішим завданням для України.

Інвестиційний клімат в Україні залишається несприятливим, незважаючи на те, що владою давно вже задекларована інноваційно-інвестиційна модель розвитку. За оцінками Міністерства економіки, загальна потреба в інвестиціях для структурної перебудови економіки України становить від 140 до 200 млрд. дол. США, а щорічна потреба – близько 20 млрд. дол. США. Обсяг необхідних іноземних інвестицій в економіку України становить 40-60 млрд. дол. США. За оцінками експертів Всесвітнього банку, для досягнення рівня розвитку США Україні потрібно загалом 4 трлн. дол. США. Отже, фактичні обсяги інвестицій в Україну мізерні в порівнянні з цими цифрами.

Недостатній обсяг інвестицій в українську економіку обертається технологічним відставанням виробництва, зростаючою зношеністю основних фондів. В умовах збиткової діяльності і низької рентабельності промислової сфери, значного податкового тиску та відсутності виробовж багатьох років дієвої підтримки реального виробництва підприємства не здатні здійснити модернізацію та інноваційне оновлення основних фондів.

Однією з основних складових формування сприятливого інвестиційного клімату є забезпечення доступності кредитів для позичальників шляхом зниження їх вартості. Цього можна досягти шляхом перегляду існуючої системи резервування коштів комерційних банків у напрямі зниження норми резервування. При цьому важливо створити стимулюючу систему обов'язкового резервування для банків, що активно займаються

інвестиційним кредитуванням. В Україні норми резервування в середньому становлять 6-8 відсотків залучених коштів і не враховують індивідуальних показників, діяльності банків: якості кредитного портфеля, напрямів кредитних вкладень.

Необхідно створити сприятливий інвестиційний клімат не тільки для іноземних інвесторів, але й для вітчизняних. І мова не про те, щоб дати їм гроші на здійснення інвестицій. Приватному капіталу також потрібні гарантії від примусових вилучень і свавільної влади, система страхування від некомерційних ризиків, а також стабільні умови роботи при здійсненні довгострокових інвестицій.

Не менш важливе й забезпечення реального догримання міжнародних договорів і виконання рішень іноземних арбітражів. Міжнародна інвестиційна спільнота має бути впевнена в тому, що будь-які угоди відповідають прийнятим міжнародним нормам і правилам, мають силу в Україні.

Не сприяє створенню позитивного інвестиційного клімату і слабка система правового і економічного захисту інвесторів, втручання органів влади у перерозподіл клієнтури між окремими банками, а також розвиток земельного законодавства у напрямку вирівнювання прав вітчизняних і зарубіжних інвесторів. Судові справи розтягуються на роки, часто рішення судів просто ігноруються.

Слід зазначити, що українське законодавство нестабільне, складне для розуміння та непрозоре, що сприяє його довільній інтерпретації та створює передумови для бюрократії та корупції.

Потребує перегляду й удосконалення фіскальна політика держави.

Довгострокові цілі із залучення зовнішніх інвестицій вимагають постійних зусиль із формування привабливого іміджу країни. Необхідно сформулювати й широко висвітлювати державну політику та готовність уряду вживати радикальних заходів, зорієнтованих на ринкову економіку; публічно підтримувати інвестиційну діяльність.

Можливості вітчизняного інвестування стримує жорсткий порядок оподаткування довготермінових інвестиційних проєктів, який передбачає сплату банком-інвестором податку в процесі інвестування, коли проєкт ще не дає віддачі, а тільки ви-

ності підприємств, доходної політики бюджетів усіх рівнів та доходів населення.

Позитивний вплив на інвестиційну активність може сприяти подолання інфляції, що робить можливим забезпечення функціонування довгострокових інвестиційних кредитів як основи капітального будівництва за ринкових умов, сприяє нормалізації фінансового стану підприємств, активізації виробництва.

Отже, до шляхів активізації інвестування в Україні можна віднести такі:

1. Реформа підприємств, яка передбачає перехід до загальноприйнятих у світовій практиці стандартів бухгалтерського обліку, оцінку основних виробничих фондів відповідно до їх реальної ринкової вартості, суттєве поліпшення корпоративного управління.
2. Страхування майна (особливо великих підприємств).
3. Розвиток інфраструктури, форм і методів залучення до інвестиційної сфери заощаджень населення.
4. Іпотека. Необхідно активно сприяти становленню системи житлового іпотечного кредитування, формуванню вторинного ринку іпотечних кредитів для залучення у сферу банківського кредитування вагомих довгострокових позабюджетних фінансових ресурсів.

За умов гострого дефіциту власних капіталовкладень, необхідних для проведення структурної перебудови економіки, розв'язання проблем її інтеграції в світову економіку, важливого значення набуває залучення в Україну зовнішніх джерел фінансування, зокрема іноземних інвестицій. Забезпечення зростання обсягу надходжень у країну іноземних інвестицій залежить, по-перше, від поліпшення макроекономічної ситуації в країні в цілому. Насамперед це стосується зміцнення фінансового становища держави, включаючи скорочення дефіциту консолідованого бюджету, зменшення внутрішнього та зовнішнього державного боргу, реформування відносин власності, вдосконалення податкової системи, зміцнення економічної стабільності з подальшим зростанням темпів ВВП. По-друге, зростання обсягів іноземних інвестицій визначається здійсненням заходів економічного, нормативно-правового, інформаційного та орга-

трати. Така практика штучно завищує вартість проєкту і знижує його ефективність.

Отже, незважаючи на незначне пожвавлення інвестиційної діяльності, інвестиційний клімат залишається несприятливим через політичну та економічну нестабільність, криміногенну ситуацію в державі, недосконалу податкову систему, відсутність належних гарантій інвесторам, корупцію, низький рівень використання новітніх технологій та конкурентоспроможності вітчизняних товарів, який відвертає увагу іноземних інвесторів, і значно перевищує значущість багатих природних ресурсів, науково-технологічного потенціалу, кваліфікованої і відносно дешевої робочої сили та інших факторів в очах іноземних інвесторів, які перш за все керуються власними інтересами і ставлять собі за мету отримати максимальний прибуток. Тому Україна має зробити все можливе для того, щоб поліпшення своє загальне становище і зайняти гідне місце серед розвиненої європейської держави на ряду з провідними країнами світу.

Основним завданням регулювання інвестиційної діяльності має стати: створення сприятливого інвестиційного середовища шляхом стимулювання національних інвесторів здійснювати інвестиції; концентрація грошових потоків на пріоритетних напрямках розвитку економіки; акумуляція достатнього обсягу фінансових ресурсів у провідних банках країни; забезпечення доступності кредитів для позичальників шляхом зниження їх вартості; забезпечення пріоритетного виділення кредитних ресурсів на пільгових умовах рефінансування банкам, які кредитують високоєфективні інвестиційні проєкти тощо. В умовах обмеженості бюджетних ресурсів важливо, щоб об'єктами підтримки були не місцеві органи влади, а цільові програми розв'язання системних проблем: структурної перебудови економіки регіону та максимального використання його внутрішнього потенціалу інноваційного оновлення основних фондів підприємств та створення нових підприємств; реструктуризації існуючих підприємств та диверсифікації виробництва.

В свою чергу рівень інвестиційної активності перебуває у безпосередній залежності від стану економіки в державі, функціонування фінансово-кредитної системи, прибуткової діяль-

ВИКОРИСТАННЯ УКРАЇНОЮ ЗАРУБІЖНОГО ДОСВІДУ В СФЕРІ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ ЯК ЕФЕКТИВНОГО ІНСТРУМЕНТУ МІЖНАРОДНОЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

*Ігор Школа
Анатолій Вдовічен*

Венчурне фінансування (або інвестування ризикового капіталу) залишається одним із найважливіших джерел капіталу для компаній, швидкий ріст та розвиток яких постійно потребує додаткових зовнішніх інвестицій (як правило, це підприємства малого та середнього бізнесу).

Венчурна індустрія зародилася у США при активній державній підтримці у 50-х роках минулого сторіччя. 1958 року Конгрес ухвалив рішення про початок реалізації програми SBIC (Small Business Investment Company). В рамках цієї програми уряд США надавав доступ до державного фінансування молодим зростаючим компаніям, за умови одночасного залучення коштів з боку приватних інвесторів у співвідношенні 2:1 або 3:1 (тобто дві або три частини капіталу повинні бути з приватних джерел). Діяльність SBIC регулювалася Адміністрацією по малому бізнесу (SBA). Ті приватні компанії, які погоджувалися брати участь у програмі SBIC, в обмін одержували урядові субсидії, випускаючи гарантовані SBA облигації. У процесі розвитку програми SBIC паралельно стали з'являтися незалежні приватні венчурні фонди і компанії, які з часом сформували венчурну індустрію.

Венчурне інвестування на сьогодні популярне в усьому світі. Часто його розглядають як життєву силу для індустрії технологій, яка надає ресурси і можливості для того, щоб ідеї мали змогу розвиватися від концепції до товарів та послуг, які здатні змінити життя.

Історично так склалося, що найцікавішими об'єктами для венчурного капіталу були малі інноваційні компанії, зорієнтовані на розробку й виведення на ринок наукомісткої продукції на базі висо-

нізаційного механізмів залучення іноземного капіталу, які здатні забезпечити стабільні умови для інвесторів.

Важливим кроком на шляху до активізації процесів іноземного інвестування в економіку України вважається впровадження дієвих механізмів приватизації підприємств стратегічними іноземними інвесторами, до яких насамперед належать транснаціональні компанії (наприклад, із США, Німеччини, Південної Кореї та ін.). Транснаціональні компанії (ТНК) мають на меті якомога ширше використовувати потужний ресурсний потенціал країни та досягти прибутку від інвестування шляхом налагодження в Україні власного виробництва, дилерської мережі та експорту продукції.

Для активізації інвестиційної діяльності неабияке значення має стимулювання лізингових операцій – гарантованого товарного інвестування. Він має ряд переваг. По-перше, лізинг більше за інших наближений за своєю суттю до довгострокових банківських кредитів, що нині так необхідні підприємствам. По-друге, лізинг дає змогу забезпечити оперативність і гнучкість у виконанні виробничих завдань шляхом тимчасового використання устаткування, а не придбання його у повну власність. По-третє, лізинг робить можливим доступ підприємствам-користувачам усіх форм власності до найпередовішої техніки і дає змогу ліквідувати суперечності між необхідністю її використання та швидким моральним старінням.

Одним із найперспективніших напрямів залучення іноземного капіталу в Україну має стати розгортання мережі інвестиційних фондів і компаній. У зв'язку з цим великого значення набуває надходження венчурного (або ризикового) капіталу, який тісно пов'язаний з фінансуванням інновацій та науково-технічним прогресом. Основними галузями в Україні, які потребують ін'єкції ризикового капіталу, є передусім агропромисловий комплекс, енергетика, транспорт, зв'язок.

Активізації залучення інвестицій в економіку України сприятиме реформування власності, приватизація державних підприємств. Прискорення останньої передбачає створення сприятливих умов для ефективної діяльності іноземних інвесторів, дійовішого використання кредитів, що надаються Світовим банком та ЄБРР для розвитку приватного сектора економіки, малого і середнього бізнесу.

ких технологій. Тому часто венчурне фінансування пов'язується із прямими інвестиціями в компанії саме технологічного сектора.

Венчурні фонди або компанії воліють вкладати капітал у фірми, чії акції не обретаються у вільному продажу на фондовому ринку, а повністю розподілені між акціонерами – фізичними або юридичними особами.

Основоположниками даного виду бізнесу прийнято вважати громадян США Тома Перкінса, Юджина Клейнера, Франка Кофльда, Брука Байерса й ін., які в 1950-60-ті роки розробили нові основні концепції організації фінансування: створення партнерств у вигляді венчурних фондів, збір грошей у партнерів з обмеженою відповідальністю й установалення правил захисту їхніх інтересів, використання статусу генерального партнера.

Венчурна діяльність як самостійний бізнес була започаткована у Силіконовій долині, де зароджувалися сучасна інформатика і телекомунікації. У 1957 р. Артур Рок (на той час працював в інвестиційній банківській фірмі на Уолл Стріт), отримав лист від Юджина Клейнера, інженера з компанії Shokley Semiconductor Laboratories у Пало Альто, який шукав фірму, яка б зацікавилась ідеєю виробництва нового кремнієвого транзистора. Після їх зустрічі було вирішено, що Артур Рок збере 1,5 млн. доларів для фінансування проекту Клейнера. Проте жоден з 35-ти корпоративних інвесторів, до яких звернувся Рок, не зважився взяти участь у фінансуванні такої ризикованої операції: створити фірму під абсолютно новою ідеєю, ще не реалізовану на практиці. Відгукнувся тільки Шерман Ферчайлд, який сам був винахідником і вже мав досвід створення нових технологічних компаній. Саме він надав необхідні кошти. Так була заснована Fairchild Semiconductors – перша напівпровідникова компанія Силіконової долини. Після цього у Артура Рока були ще Intel і Apple Computer, до 1984 р. він набув популярності, і його ім'я стало синонімом успіху. Артур Рок першим ввів до наукового обігу термін „венчурний капітал“.

Венчурний капітал є довгостроковим та ризиковим. Насправді існує безліч визначень венчурного інвестування. Поняття „венчур“ (venture) у перекладі з англійського означає „ризик“, „ризиковане починання“, „ризикове підприємство“.

Венчурні інвестори не зацікавлені в розподілі прибутку у вигляді дивідендів, а віддають перевагу реінвестуванню всього отриманого прибутку у бізнес.

Прибуток венчурного капіталіста виникає лише тоді, коли після 5-7 років після інвестування він зуміє продати пакет акцій, що належить йому, за ціною, яка в декілька разів перевищує первинне вкладення.

Інвестиції у фірми, чії акції не обретаються у вільному продажу на фондовому ринку, а повністю розподілені між акціонерами – фізичними або юридичними особами (Unquoted або Unlisted Companies).

Венчурний капітал може бути використаний для фінансування старту, початкового розвитку, розширення або реструктуризації компанії. Найбільшій підтримки потребують новостворені компанії, тому фінансування ранньої стадії найбільш важливе.

Практично у всіх країнах приплив приватного капіталу в компанії цього типу недостатній. Зарубіжна венчурна індустрія в цілому, за винятком США, має відносно низький рівень інвестицій в компанії, що знаходяться на стадіях „посіву“, старту або початкового розвитку. Але якщо компанії не отримують належної підтримки на старті, життєздатність інвестицій на пізніх стадіях знижується. Водночас, небажання приватного сектора вкладати кошти в новий бізнес зрозуміле: воно пов'язане з отриманням прибутків нижче середнього рівня.

Проте дослідження показують, що прибутки на цьому етапі починають зростати, у міру того як накопичується досвід і венчурна індустрія досягає „критичної маси“. У цьому відношенні держава, що надає венчурний капітал новоствореним компаніям на ранніх стадіях інвестиційного циклу, може зіграти роль каталізатора.

Як показує практика, найбільш ефективними для підтримки компаній на ранньому етапі розвитку виявляються такі види венчурних програм:

- державні прямі інвестиції;
- ільги, що надаються інвесторам у МСП на ранніх стадіях розвитку;
- забезпечення акціонерного капіталу венчурних фондів, що складають кошти в ці компанії;

— підтримка деяких витрат фондів ранніх стадій, таких як витрати на експертизу або поточні витрати, що допомагає збільшити дохід від портфельних інвестицій.

На відміну від указаних, програми, що пропонують боргове фінансування або гарантії кредиту, хоч і можуть бути частково корисні новим компаніям, але все ж такі не дуже їм підходять внаслідок того, що більшість новостворених компаній мають у своєму розпорядженні обмежений капітал і їм важко погашати борги.

Участь держави у венчурному бізнесі в описаних вище формах продовжує залишатися стійким явищем в індустріально розвинених країнах.

Формування інститутів венчурного фінансування і розвиток венчурного бізнесу в Україні започатковано у 1992 р. і відбувається повільно. У багатьох розвинених країнах світу цей вид ІСІ направляє кошти інвесторів в інноваційну сферу. В Україні тенденції абсолютно інші — кошти венчурних фондів інвестуються в будівництво і нерухомість і поки слабо зорієнтовані на „хай-тек” технології.

Основні засади функціонування та обмеження діяльності інститутів спільного інвестування в Україні були узгоджені з Директивою Європейського Союзу № 85/611 від 20 грудня 1985 р. „Про приведення у відповідність Законів та Положень стосовно спільного інвестування в цінні папери, що обертаються”. Але у Директиві не йде мова про венчурні фонди, отож в Україні були створені окремі умови розміщення коштів інвесторів венчурних фондів.

У травні 1998 р. в Україні на пропозицію Європейської асоціації венчурного капіталу (EVCА) при УАІВ відкрито секцію венчурного капіталу, основне завдання якої — сприяти розвитку венчурного інвестування в Україні.

Закон України „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” від 15 березня 2001 р., який започаткував утворення абсолютно нових для західної економіки України інститутів фінансового ринку, після першого читання не передбачав венчурних фондів. Ідея поєднати можливість управління класичними взаємними (в Україні — корпоративними) фондами та тунінг-трастами (у нас — пайовими

фондами) з управлінням венчурним фондами народилась під час підготовки закону до другого читання і виявилась плідною, оскільки відповідала специфічній задачі оптимізації фінансових потоків, легалізації та ефективному використанню вивезених за кордон коштів за рахунок створення відповідного податкового середовища. Поняття венчурного фонду в Україні відрізняється від загальноприйнятого: у нас це специфічний ІСІ, правила формування, існування та закриття якого вмонтовані у загальні правила діяльності ІСІ та компанії з управління активами.

Так, венчурним вважається не диверсифікований ІСІ з критого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів власного випуску та активи якого більш ніж на 50 % складаються з корпоративних прав та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі або знаходяться в торговельно-інформаційній системі.

До появи вказаного закону в країні з середини 1990-х років існували інвестиційні і взаємні фонди, що створювалися спеціально в цілях забезпечення процесів масової приватизації. Серед них можна назвати Western NIS Enterprise Fund (150 млн. дол., виділений урядом США для освоєння в харчовій промисловості, сільсько-господарстві, виробництві будівельних матеріалів, фінансовому секторі України), Sigma Blayzer (капітал — 100 млн. дол.), фонд прямих інвестицій „Україна” (капітал — 22,5 млн. дол., більша частина якого була внесена ЄБРР, МФК, Greditanstalt Investment Bank AG, Commercial Capital, Банком Бостона і приватними інвесторами). Крім того, функціонували такі фонди та компанії венчурного інвестування, як Black Sea Fund, компанії „Euroventures Ukraine” та „Інеко”, фонд „Дніпро”.

До 2003 р. кількість таких фондів скоротилася з 329 до 129, а ті, що залишилися, повинні бути ліквідовані або реорганізовані відповідно до закону.

У грудні 2005 р. компанія Draper Fisher Jurvetson (DFJ), до складу якої входять 20 фондів із сукупним інвестиційним капіталом понад 3 млрд. дол., відкрила в Україні технологічний венчурний фонд „DFJ Nexus”. Протягом найближчих 10 років фонд планує залучити від 50 до 100 млн. дол. на розвиток високотехнологічних компаній у країнах колишнього СРСР.

Велика кількість учасників ринку венчурних ІСІ у 2005 р. зробила неможливою концентрацію ринку між окремими компаніями: жодна з компаній з управління активами не володіє більше ніж 10 % ринку венчурних ІСІ.

Аналіз перших інвестиційних декларацій компаній з управління активами венчурних фондів дозволяє виділити основні сфери інвестування: будівництво, торгівля, готельний і туристичний бізнес, переробка сільгосппродукції, страхування, інформатизація. Це свідчить, що орієнтація класичних венчурних фондів на інноваційні проекти, технопарки та технополіси поки що не притаманна українському венчурному капіталу. Все таки він схильний, не надто диверсифікуючи активи, реалізовувати середньоризикові інвестиційні проекти з використанням операцій із фінансовими активами та нерухомістю.

Функцію венчурних капіталістів в Україні виконують компанії з управління активами, які, на відміну від інших країн створюються, як правило, середніми інвесторами, але далі інвестиційний бізнес буде розвиватись, обслуговуючи переважно залучені кошти. Форми венчурного інвестування достатньо різноманітні, але специфіка українського постприватизаційного акціонерного капіталу диктує переважання інвестиційного кредиту – від вкладень у спеціально випущені під проект облигації до прямого інвестиційного кредитування через венчурні фонди.

Український ринок венчурного інвестування істотно відрізняється від зарубіжних ринків.

По-перше, відрізняється сфера вкладення венчурного капіталу – найпривабливішими сферами в Україні є будівництво, переробка сільгосппродукції, харчова промисловість, роздрібна торгівля, тоді як на Заході і в США, це інвестиції в інновації.

По-друге, практично немає стартових вкладень і вкладень в інновації, в Україні це переважно інвестиції в розвиток компанії.

По-третє, учасниками фондів (тобто венчурними інвесторами) можуть бути тільки юридичні особи. Ні приватні особи, ні пенсійні фонди, ні страхові компанії не можуть вкладати кошти до венчурного фонду.

Ринок венчурного інвестування в Україні почав розвиватися зовсім недавно (на початку 1990-х років). На сьогоднішній

день розвиток венчурної індустрії в Україні стримується слабкою законодавчою базою, нерозвиненістю фондового ринку, непрозорістю фінансової діяльності компаній, відсутністю гарантій для інвестора.

Український венчурний бізнес знаходиться сьогодні на стадії якщо не зародження, то дуже раннього розвитку. Західні країни вже мають достатній досвід організації системи венчурного інвестування. У них не відразу все виходило добре, вони вчилися на своїх помилках, оскільки були „першопрохідцями”. Ми зараз маємо зіставити зарубіжний досвід із нашими можливостями і зробити все, щоб венчурний бізнес в Україні, в класичному його розумінні, теж запрацював на всю потужність. У цьому, насамперед, повинна бути зацікавлена держава. Отже, треба почати саме з державної підтримки і можливості застосування зарубіжного досвіду в цьому напрямі.

Заходи державної підтримки розвитку венчурного капіталу, які активно і вельми успішно використовуються зараз США і країнами Західної Європи, діляться на прямі й непрямі.

Прямі заходи підтримки венчурного капіталу включають конкретні механізми державної підтримки, спрямовані на збільшення пропорції венчурного капіталу. Ці програми, перш за все, набули форми фінансових стимулів, але також включають більш ризикові державні інвестиції в акціонерний капітал і державні кредити. Такі інструменти можуть бути направлені на фонди венчурного капіталу і/або безпосередньо на малі й середні підприємства.

Непрямі заходи передбачають розвиток конкурентних фондів ринків для малих фірм, що ростуть, розширення спектра пропонуваного фінансовими інститутами продуктів, розвиток довгострокових джерел капіталу, спрощення процедури формування фондів венчурного капіталу, стимулювання взаємодії між великими і малими підприємствами й фінансовими інститутами, заохочення підприємництва.

При розробці програм державної підтримки важливо враховувати те, на яку стадію інвестиційного процесу спрямована державна політика. Досвід зарубіжних країн показує, що нові малі фірми особливо потребують підтримки на ранніх стадіях свого розвитку, а пропозиція фінансування для цих стадій з боку

приватного сектора, як правило, недостатня, особливо за межами США. Проте, очевидно, що без нормального розвитку стартових фірм безглуздо розвивати підтримку пізніших стадій.

Практика також показує, що норма віддачі на ранніх стадіях зростає у міру того, як накопичується досвід і розвиток індустрії венчурного капіталу досягає критичної маси. Тому саме в даній сфері підтримка держави особливо актуальна.

Основна причина активності держав у сфері венчурного інвестування пов'язана з усвідомленням тих важливих функцій, які венчурний капітал може ефективно виконувати в сучасній ринковій економіці. У сучасних умовах головним джерелом конкурентних переваг окремих учасників ринку стала здатність здійснювати нововведення, а на рівні економіки в цілому – стимувати до інвестування в інноваційний розвиток.

Мова йде, по-перше, про сприяння освоєнню нових передових науково-технічних розробок для створення конкурентоспроможних високотехнологічних продуктів і технологій і, по-друге, про створення нових робочих місць у малому бізнесі з метою зняття загального рівня безробіття. Вважається, що для держави є сенс активно сприяти розвитку венчурного бізнесу, оскільки вигоди, які отримує суспільство від програм підтримки венчурного капіталу, не обмежуються тільки прибутками, які отримують венчурні капіталісти. Проекти, спрямовані на підтримку малих компаній, сприяють також створенню нових робочих місць, нових технологій, що мають важливе стратегічне значення для довгострокового зростання національної економіки.

Відомо також, що малим компаніям достатньо складно отримати необхідне фінансування на прийнятних умовах, оскільки інвестори вважають за краще мати справу з великими і вже стабільними, закріпленими на ринку компаніями. Приватні інвестори також не дуже охоче фінансують молоді високотехнологічні компанії, оскільки це пов'язано з підвищеним ризиком. Держава за допомогою комплексу прямих і непрямих заходів ді може сприяти подоланню цих „вузьких місць” ринку приватних інвестицій.

Форми державних інструментів, що використовуються для стимулювання венчурного інвестування, можуть бути згруповані так:

1. Пряме надання капіталу венчурним фондам або малим підприємствам (капітал надається у вигляді прямих інвестицій або кредитів під низькі відсотки). Приклади: Бельгія – Investment Company for Flanders (GIMV) (прямі державні інвестиції); Данія – VaekstFonden (Business Development Finance) Loan Programme (державний кредит).

2. Фінансові пільги для інвестування до венчурних фондів або малих підприємств:

- податкові пільги або звільнення від оподаткування; приклад: Великобританія – Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts;

- державні гарантії за кредитами венчурним фондам або новим малим компаніям; приклад: Франція – Societe Francaise de Garantie des Financements des Petites et Moyennes Entreprises (SOFARIS);
- гарантування вкладень в акціонерний капітал; приклад – Фінляндія – Finnish Guarantee Board.

3. Правила, що визначають коло інвесторів, яким дозволяється вкладати кошти до венчурних фондів (наприклад, у певних розмірах чи співвідношеннях, – пенсійним фондам і страховим компаніям). Приклад – США – зміни, внесені до Закону про гарантоване пенсійне забезпечення.

Кожен з цих інструментів може бути частково або повністю застосований в наших умовах.

На сьогоднішній день в українському законодавстві існує заборона для пенсійних фондів і страхових компаній на інвестування до венчурних фондів. Логіка заборон полягає в тому, що для певних типів інвесторів венчурні інвестиції мають дуже великий ризик. Подібні заборони, націлені на захист невеликих інвесторів від наслідків невдач, можуть застосовуватися надмірно широко і, поза сумнівом, обмежувати притік венчурного фінансування.

Багато країн сьогодні переглядають положення про інвесторів, які мають право займатися венчурними або прямими інвестиціями, і розглядають можливість пом'якшення обмежень.

Багато в чому це зумовлено позитивним досвідом США кінця 1970-х – початку 1980-х рр., зокрема внесенням змін до За-

кону про пенсійні гарантії (EURISA). Пенсійним фондам було дозволено здійснювати венчурні інвестиції, і з'явилося нове велике джерело фінансування. Зміни правил, що впроваджуються зараз в Італії, дозволяють пенсійним фондам вкладати кошти в малі компанії приватного бізнесу.

Мабуть, найбільш яскраво виражений ефект від змін у правилах можна спостерігати у Фінляндії, яка стала заохочувати банки і пенсійні фонди вкладати кошти у венчурний капітал. У результаті, на ці дві категорії в 1995 р. припало 79 % венчурного капіталу, тоді як в 1994 р. ця частка складала лише 20 %.

Японія теж розглядає можливість внесення змін до правил, які в даний час жорстко обмежують участь пенсійних фондів у венчурному інвестуванні.

В Україні сьогодні дозволили пенсійним фондам і страховим компаніям інвестувати до венчурного фонду було б не доцільно, оскільки ризики дуже великі, і це ніяк не додасть нашому багатостраждальному народу впевненості у світлому майбутньому. Але найближчим часом варто переглянути цю позицію і продумати обмеження для участі цих структур у венчурних схемах.

Так, результати світового дослідження венчурного капіталу в 2006 р., яке було проведене за сприянням Deloitte Touche Tomatsu (DTT) Technology, Media & Telecommunications Group's (TMT), полягали ось у чому.

Дослідження 2006 р. було проведене для того, щоб зрозуміти позиції та цілі венчурних інвесторів у всьому світі відносно характерних географічних територій та областей індустрії в наступні 5 років.

В 2006 р. світове дослідження венчурного капіталу було спонсовано DTT TMT Industry Group та було проведене в співробітництві з Venture Capital Associations in the Americas, Asia Pacific and Europe, Middle East and Africa.

Результати цього року показують, що великі ринки венчурного капіталу в США та Британії продовжують розвиватися, географічні кордони не є великою перешкодою для венчурних інвесторів, які прагнуть завоювати нові території нових ідей, нових ринків та нових підприємств. Щорічне дослідження, проведене в квітні та травні 2006 р., базується на 505 звітах гене-

ральных партнерів компаний венчурного инвестування з активними в управлінні, рівень яких – від 100 млн. доларів і до більш ніж 1 млрд. доларів. З 505 опитаних 279 знаходяться в Америці, 140 – в Європі та Африці, а в Азії 86.

В 2006 р. світове дослідження венчурного капіталу було спонсовано Deloitte Touche Tomatsu Technology, Media & Telecommunications Industry Group та проведене у співробітництві з такими Асоціаціями венчурного капіталу:

- Brazilian Association of Private Equity & Venture Capital (ABVVCAP);
- British Venture Capital Association (BVCA);
- Canada's Venture Capital & Private Equity Association (CVCA);
- China Venture Capital Association (CVCA);
- European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA);
- Indian Venture Capital Association (IVCA) Israel Venture Association (IVA);
- Malaysian Venture Capital and Private Equity Association (MVCA);
- National Venture Capital Association (NVCA)-U.S.;
- Singapore Venture Capital & Private Equity Association (SVCA);
- Taiwan Venture Capital Association (TVCA).

Дослідження відбулося за сприянням різноманітних асоціацій венчурного капіталу та націлене на інвесторів, котрі в основному відносять себе до венчурних інвесторів.

Питання дослідження були сформувані в такий спосіб, щоб показати процент венчурних інвесторів, які розвиваються, їхню світову направленість, визначити території, які вони планують завоювати, та дослідити, як змінюється їхня практична діяльність для того, щоб забезпечити більш глобальний підхід до інвестування. Були досліджені й перешкоди становленню стабільного положення на ринках різних країн, постійні проблеми, з якими стикаються інвестори при роботі в різних країнах. Новий світовий лад – Мережа венчурного інвестування на лінії горизонту.

Венчурні інвестори по всьому світу сприймають ідею глобального інвестування більш серйозно ніж будь-коли. На питання про їх інтерес у збільшенні глобальної інвестиційної направленості більше половини відповіли, що вони б хотіли збільшити свою інвестиційну направленість на міжнародному ринку в наступні 5 років. Така тенденція прослідковувалась у всіх областях світу, за виключенням Середнього Сходу. Там тільки 33 % опитаних компаній вказали на те, що вони бажають збільшити свою інвестиційну направленість.

В США венчурний капітал процвітає вже майже 70 років як спосіб збільшення вартості акцій нових компаній, що розвиваються.

Становлення венчурних фондів досягло своєї зрілості в Європі, де кількість венчурних капітальних інвестицій збільшилася з \$12,8 мільярдів до \$15,8 мільярдів з 2004 р. по 2005 р. (дані European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)).

Британський ринок венчурного капіталу, який вважається другим найбільш розвиненим ринком за межами США, продовжує переживати бум венчурного капіталу. Відповідно до останніх даних, рівень діяльності британського венчурного інвестування близький до найвищих значень з 2001 р.: \$2,8 млрд. інвестованих у 2005 р. порівняно з \$2 млрд. в 2004 р. (дані British Venture Capital Association (BVCA)).

Канада, так само як і Британія, бажає збільшити кількість американських та інших зарубіжних венчурних інвесторів, які нещодавно прийшли на ринок. В 2005 р. \$1,5 млрд. були інвестовані в близько 590 компаній, що дорівнює рівню інвестицій у 2004 р. (дані Canadian Venture Capital Association (CVCA)).

Китайський ринок вважається ринком перешкод та можливостей. Він вже є домівкою для деяких американських венчурних багатобобіляючих статетичних альянсів: Legend Capital та Doll-DCM Capital.

У звіті Deloitte Touche Tohmatsu зазначається, що інвестиційний рівень у Китаї підтримувався на рівні приблизно \$7 млрд. доларів у 2004 р. та продовжує рости.

Представники фірми Deloitte Touche Tohmatsu в Mumbai встановили, що кількість новостворених інвестиційних компа-

ній в Індії постійно збільшується. Між тим, висока ліквідність фондового ринку забезпечує гарний вихід з проекту. Як результат, приватні кошти починають прямувати до Індії. Фірми з венчурним капіталом в 2005 р. інвестували близько \$2,3 млрд. в індійські компанії (близько 147 угод). Приблизно \$2,5 млрд. вкладали в Індію в першому кварталі 2006 р., майже така ж сама сума була вкладаєна за весь 2005 р.

Ізраїль продовжує привертати інтерес венчурного інвестування. Згідно з даними Ізраїльської Асоціації Венчурного Інвестування (IVA), \$1,3 млрд. інвестовано в 2005 р., \$724 млн. – в 2004 р.

Результати дослідження цього року показують, що залежність між міжнародними венчурними інвесторами в подальшому зростатиме, внаслідок чого, буде створюватися велика кількість стратегічних союзів, глобальних вільних мереж, а також здійснюватимуться прямі інвестиції в іноземні фірми з венчурним капіталом.

Замість того, щоб створювати офіси на міжнародних ринках (більшість опитаних 2006 р. не хочуть цього робити), венчурні компанії планують розширяться за допомогою можливостей інвестиційних мереж, що дозволить венчурним компаніям підвищити впевненість у вже існуючих місцевих „гравцях”.

Стратегічні об'єднання з іноземними компаніями були популярною формою розвитку в попередньому році і, як очікується, такі об'єднання будуть популярними в 2006 р. Більше ніж 70 % опитуваних визнають, що стратегічні об'єднання є провідним методом глобалізації.

Прямувати за течією – головні ринки, на які хочуть прийти венчурні інвестиційні компанії.

Інформація про те, на яких територіях компанії з венчурним капіталом планують розширяться, досить різна. Тоді як американські компанії націлені на Китай та Індію, приблизно 60 % європейських та азійських компаній зацікавлені територіями, які знаходяться безпосередньо на території їх континентів.

Європейські інвестори дуже зацікавлені в інвестуванні в континентальну Європу. Зараз основна увага зосереджена на західній Європі, але дослідження показує, що неабиякий інтерес почали проявляти підприємці до центральної та східної Єв-

ропи. Можна стверджувати, що свропейські інвестори не дуже зацікавлені в ринку азійського узбережжя.

Інвестори з азійського узбережжя також бажують змінити свою інвестиційну стратегію. Інформація з цього регіону показує, що місцеві інвестори зацікавлені в інших азійських територіях. В останні 2 роки 22 % азійських інвесторів дуже зацікавлені в роботі на території США.

Направленість США залишилась незмінною в наступні 5 років. Вони зацікавлені Індією та Китаєм, які були основними територіями роботи в попередньому році. Збільшення інвестування становило приблизно 10 % та 7 % відповідно. Ці показники зумовлені досить легким доступом до ринку, досить високим професіоналізмом працівників та низьким рівнем цін.

Коли постало питання про інвестування до Південної Америки та Мексики, інвестори охарактеризували цю територію як нецікаву, оскільки це одне з небагатьох місць з великою політичною нестабільністю.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Господарський кодекс України // Відомості Верховної Ради. - 2003. №18-22. - 144 с.
2. Закон України „Про інвестиційну діяльність” № 1560-XII від 18.09.91.
3. Закон України „Про підприємства в Україні” // Нові закони України. - К., 1991.
4. Закон України „Про підприємства товариства” від 19.09.91 р. // Нові закони України. - К., 1991.
5. Закон України „Про цінні папери та фондову біржу” // Голос України. - 1992. - 14 трав.
6. Закон України „Про інноваційну діяльність” № 48 від 04.07.2002.
7. Закон України „Про зовнішньоекономічну діяльність” від 16.04.91 № 959-XII // Урядовий кур'єр. - 1991.
8. Закон України „Про режим іноземного інвестування” від 25.04.96.
9. Бланк І.О., Гуляєва Н.М. Інвестиційний менеджмент: Підручник. - К.: КНТЕУ, 2003. - 398 с.
10. Брігхем С.Ф. Основи фінансового менеджменту: Підручник: Пер. з англ. - К.: КП „ВАЗАКО”, Молодь, 1997. - С. 32, 163, 166, 173, 181, 608, 619, 734, 735, 806, 850, 889, 932.

11. Бойко Є.І., Войцехівський В.Б., Горин М.П., Коломийчук В.С. Організаційно-економічне та фінансове забезпечення структурних реформуваль промисловості регіону. - Тернопіль: Укрмедпнга, 2000. - 34 с. - Препринт НАН України, Інститут регіональних досліджень.
12. Вільні економічні зони: Світовий досвід і українська практика: Навчальний посібник / За ред. Сваченка І.Ю. - К.: ЦНД, 2004. - С. 79-83.
13. Вдовічен А.А. Інвестиційні параметри регіонального розвитку: Монографія. - Чернівці: Прут, 2006. - 499 с.
14. Величко В., Величко А. Тенденції в нагромадженні капіталу і зростання інвестиційної активності // Економіка України. - 2005. - №1. - С.50-55.
15. Герасимчук Н.С. Інвестиційна сфера економіки - К.: Наук. думка, 2006.
16. Губський Б.В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі: Монографія. - К.: Наук. думка, 1998. - 392 с.
17. Гуткевич С.О. Умови залучення іноземних інвестицій в економіку України // Економіка АПК. - 2001. - №6. - С. 79-84.
18. Global Development Finances: Analysis and Tables, 1999. - The World Bank, 1999.
19. Данилюк М.О., Савич В.І. Фінансовий менеджмент: Навчальний посібник. - К.: ЦНД, 2004. - С. 108-130.
20. Данилов О.Д., Івашина Г.М., Чумаченко О.Г. Інвестування: Навчальний посібник. - К.: ВД „Комп'ютеррес”, 2001. - 364 с.
21. Jones G. The Evolution of International Business. - London: Routledge, 1996.
22. Денисенко М.П. Основи інвестиційної діяльності: Підручник. - К.: Алуга, 2003. - 338 с.
23. Державний комітет статистики України: Соціально-економічне становище України за 2007 рік. - К., 2008.
24. Зимовець В.В., Зубик С.П. Фінансове посередництво: Навчальний посібник. - К.: КНЕУ, 2004. - 288 с.
25. Зозуля Т.О. Міжнародне кредитування і формування сприятливого інвестиційного клімату в Україні // Фінанси України. - 2000. - № 7. - С. 102-111.
26. Зрушення до ринкової економіки / За ред. Лутца Гофмана і Аксея Зіндберга. - К., 1997. - С. 225.
27. Игонна Л.Л. Інвестиції: Учебник. - М.: Юристъ, 2002. - 480 с.
28. Інвестування: Навчальний посібник / За заг. ред. Гринькової В.М. Харків: ВД „Інжек”, 2003. - 320 с.
29. Інвестологія: наука про інвестування: Навчальний посібник / За ред. докт. екон. наук, проф. С.К. Реверчука. - К.: Атіка, 2001. - 264 с.
30. Інститути та інструменти розвитку територій. На шляху до європейських принципів / Київ. центр Ін-ту Схід-Захід; за ред. С. Максименка. - 244с.
31. Інфраструктура інвестиційного розвитку / Гайдуцький П., Балітька В., Карапай Ю. та ін. - К.: Міленіум, 2003. - 218 с.

32. Кірейцев Г.Г. Фінансовий менеджмент: Навчальний посібник. – К.: ЦУЛ, 2002. – С. 268-330.
33. Кіш С. Регіональна політика Європейського Союзу: стратегічні імперативи для України // Регіональна політика в країнах Європи. Уроки для України / За ред. Максименка С. – К., 2000. – С. 28-61.
34. Коваленко М.А., Радванська Л.М. Фінанси спільного інвестування: Навчальний посібник. – Херсон: Олді-плюс, 2002. – 248 с.
35. Крупка Я.Д. Прогресивні методи оцінки обліку інвестиційних ресурсів. – Тернопіль: Економічна думка, 2000. – 354 с.
36. Кузьменко Л.В., Кузьмін В.В., Шаповалові В.М. Фінансовий менеджмент: Навчальний посібник. – К.: Ельга, Ніка-Центр, 2004. – С. 141-149.
37. Лудченко Я. Оцінка економічної ефективності інвестиційних проєктів: Навчальний посібник. – К.: Ельга, Ніка-Центр, 2004. – 208 с.
38. Лисяк Л.В., Шумський В.М. Реальність потенційних джерел інвестиційної діяльності в Україні // Фінанси України. – 2000. – № 2. – С. 74-78.
39. Лукінов І. Макроструктурні пріоритети // Економіка України. – 1996. – № 6. – С. 14-31.
40. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність. Навчальний посібник. – К.: ЦУЛ, 2003. – 376 с.
41. Манів З.О., Луцький І.М. Економіка підприємства: Навчальний посібник. – К.: Знання, 2004. – С. 187-235.
42. Марголін А.М., Быстряков А.Я. Економіческа оцінка інвестицій: Учебник. – М.: Асоціація авторів и издателей ТАНДЕМ, ЭКМОС, 2001. – 240 с.
43. Мар'яненко А.В., Принц Г.В., Латица Н.І., Приб К.А. Проблеми залучення іноземних інвестицій в економіку України // Фінанси України. – 1999. – № 7. – С. 34-44.
44. Матюшенко І.Ю., Божко В.П. Іноземні інвестиції: Навчальний посібник. – К.: ВД „Професіонал”, 2005. – 336 с.
45. Мельник В.В., Козюк В.В. Міжнародна інвестиційна діяльність: Навчальний посібник. – Тернопіль: Карт-бланш, 2003. – 249 с.
46. Мертенс А.В. Інвестиції: Курс лекцій по сучасній фінансовій теорії. – К.: Київське інвестиційне агентство, 1997. – 416 с.
47. Міжнародна інвестиційна діяльність: Підручник / Д.Г. Лук'яненко, Б.В. Губський, О.М. Мозговий та ін.; за ред. д-ра екон. наук., проф. Д.Г. Лук'яненка. – К.: КНЕУ, 2003. – 387 с.
48. Музиченко А.С. Інвестиційна діяльність в Україні: Навчальний посібник. – К.: Кондор, 2005. – 406 с.
49. Найман Э.Л. Трайдер-Инвестор. – К.: Вира-Р, 2000. – 640 с.
50. Норткотт Д. Принятие инвестиционных решений. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 247 с.
51. Омельченко Л.В. Іноземні інвестиції в Україні. Довідник з правових питань. – К.: Юніком, 1997. – 416 с.
52. Пересада А.А. Управління інвестиційним процесом. – К.: Лібра, 2002. – 472 с.
53. Підхомний О.М. Управління інвестиційними процесами на фінансовому ринку: Навчальний посібник. – К.: Кондор, 2003. – 184 с.
54. Портфельне інвестування: Навчальний посібник / Пересада А.А., Шевченко О.Г., Коваленко Ю.М., Уранцева С.В. – К.: КНЕУ, 2004. – 408 с.
55. Проблеми структурної перебудови економіки України / за ред. Дорогунцова С.І., Данилишина Б.М., – Київ, 1999. – 322 с.
56. Реверчук С.К., Реверчук Н.Й., Скоморочив Б. Інвестологія: Наука про інвестування: Навчальний посібник. – К.: Атака, 2001. – 264 с.
57. Регіональна політика в країнах Європи: Уроки для України / Київський центр Ін-ту Схід-Захід; За ред. С. Максименка. – К.: Логос, 2000. – 171 с.
58. Регулювання зовнішньоекономічної діяльності в Україні: Навчальний посібник / За ред. Мазаракі А.А. – К.: КНЕУ, 2003. – С. 145-176.
59. Рум'янець А.П., Рум'янцева Н.С. Зовнішньоекономічна діяльність: Навчальний посібник. – К.: ЦУЛ, 2002. – С. 139-149.
60. Слав'як Р.А. Фінанси підприємства: Навчальний посібник. – 3-є вид., перероб. і допов. – К.: ЦУЛ, 2002. – С. 209-228.
61. Solnik В. Н. International Investments – Canada, 1988.
62. Статистичний щорічник України за 2006 рік: Статистичний щорічник. – К.: Техніка, 2007.
63. Стратегія економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія / За ред. д-ра екон. наук., проф. Д.Г. Лук'яненка. – К.: КНЕУ, 2001. – 538 с.
64. Сухарський В.С. Управління зовнішньоекономічною діяльністю: теорія, методологія, практика. – Тернопіль: Астон, 2001. – С. 223-239.
65. Татаренко Н.О., Поручник А.М. Теорія інвестицій: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2000. – 160 с.
66. Титаренко Н.О., Поручник А.М. Теорія інвестицій: Навчальний посібник. – К.: КНЕУ, 2000. – 160 с.
67. Тумусов Ф.С. Інвестиційний потенціал регіона: Теорія. Проблеми. Практика. – М.: Економіка, 1999. – 272 с.
68. Федоренко В.Г. Іноземне інвестування економіки України: Навчальний посібник. – К.: МАУП, 2004. – 272 с.
69. Федоренко В.Г. Основи інвестиційно-інноваційної діяльності. – К.: Атака, 2004. – 431 с.
70. Федоренко В.Г., Гойко А.Ф. Інвестознавство: Підручник. – К.: МАУП, 2000. – 408 с.
71. Черваньов Д.М., Нейкова Л.І. Менеджмент інноваційно-інвестиційного розвитку підприємств України: Монографія. – К.: Т-во “Знання”, КОО, 1999. – 514 с.
72. Шевчук В.Я., Рогожин П.С. Основи інвестиційної діяльності. – К.: КНЕУ, 2007. – 160 с.
73. Шляхи підвищення інвестиційної діяльності в Україні: Монографія / За заг. ред. Федоренка А.Г. – Ніжин: Аспект-Поліграф, 2003. – 724 с.
74. INTERNET (Організація економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР)).
75. www.oecd.org (Міжнародний валютний фонд (МВФ)).
76. www.imf.org (Світовий банк).

77. www.worldbank.org (Банк міжнародних розрахунків).
78. www.bis.org (Банк міжнародних розрахунків).
79. www.unido.org (ІУНІДО).
80. www.unktad.org (ІУНКТАД).
81. www.wto.org (Світова торговельна організація (WTO)).
82. www.ilo.org (Міжнародна організація праці).
83. <http://europa.eu.int> (Європейський Союз (ЄС)).
84. <http://www.nato.int> (НАТО).
85. www.rada.kiev.ua (Верховна Рада України).
86. www.kmu.gov.ua (Кабінет міністрів України).
87. www.me.gov.ua (Міністерство економіки).
88. www.mfa.gov.ua (Міністерство закордонних справ України).
89. www.iie.com (Institute for International Economics).
90. www.ir.org.ua (Інститут реформ).
91. www.ukrstat.gov.ua (Міністерство статистики).
92. <http://library.if.ua/book/125/8248.html> (Міжнародна інвестиційна діяльність. Д.Г.Лук'яненко, Б.В.Губський, О.М.Мозговий.).