

ЛЕКЦІЯ 1

Сутність та особливості міжнародної інвестиційної діяльності

Мета: ознайомити студентів із сутністю та особливостями міжнародної інвестиційної діяльності

ПЛАН

1. Економічна сутність інвестицій та їх класифікація
2. Особливості міжнародного інвестування на ринку фінансових активів
3. Форми міжнародного реального інвестування
4. Етапи розвитку міжнародної інвестиційної діяльності компаній

1. Економічна сутність інвестицій та їх класифікація

Світовий досвід свідчить, що країни не в змозі розвивати свою економіку без залучення та ефективного використання інвестицій.

Акумулюючи приватний, державний або іноземний капітал, забезпечуючи доступ до сучасних технологій та менеджменту, інвестиції не тільки сприяють формуванню національних інвестиційних ринків, але й пожвавлюють ринки товарів та послуг. Крім того, інвестиції, зазвичай, сприяють заходам макроекономічної стабілізації та дозволяють вирішувати соціальні проблеми трансформаційного періоду.

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

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

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

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

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

На відміну від бухгалтерського обліку, історія якого нараховує не одне тисячоліття, інвестування як самостійна наука сформувалась відносно недавно. Окремі розробки з теорії велись ще до другої світової війни. Проте вважається, що початком цього процесу була перша половина 50-х років, коли М. Марковіц у своїх роботах заклав основи сучасної теорії інвестиційного портфеля.

Таким чином, власне, була викладена методологія прийняття рішень в галузі інвестування, а також був запропонований відповідний науковий інструментарій.

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

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

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

У другій половині 50-х років починають проводитися інтенсивні дослідження щодо теорії структури капіталу та ціни джерел фінансування, а також щодо вибору інвестиційної політики.

Є загальновизнаним, що основний внесок розробку у цих питань зробили Ф. Модільяні та М. Міллер у 1958 році, які дослідили проблеми витрат фінансового ринку загалом, а також поставили під сумнів поняття, що борг є дешевшим власного капіталу [14], а також Вільям Шарп, який вперше в 1964 році сформулював модель оцінки капітальних активів (МОКА) .

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

Поняття "інвестиція" походить від латинського терміна *invest*, що означає "одягати". У широкому розумінні цієї категорії інвестиції є вкладанням капіталу з метою його майбутнього зростання. При цьому приріст капіталу повинен бути достатнім, щоб

компенсувати інвестору відмову від використання ним наявних коштів на споживання в поточному періоді, одержати винагороду за ризик, відшкодувати втрати від інфляції у майбутньому періоді.

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

Французький економіст *П. Массе* писав, що *інвестування є актом обміну задоволення сьогоднішньої потреби на очікуване задоволення їх у майбутньому за допомогою інвестиційних благ*. Таке визначення має суто психологічний підхід:

- передбачаються наміри, згода не задовольняти потреби сьогодні у сподіванні одержати в майбутньому блага та послуги, які переважають вкладені за ціною.

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

У сучасній економічній літературі термін "інвестиції", зазвичай, трактується як будь-яке вкладання коштів, яке може і не призводити до зростання капіталу чи одержання прибутку. Досить часто до інвестицій відносять так звані споживчі інвестиції, тобто придбання предметів тривалого користування, що за своєю економічною суттю не можуть належати до інвестицій. При цьому варто зазначити, що інвестування капіталу може здійснюватись не лише у грошовій формі, але й у формі рухомого (нерухомого) майна, різноманітних фінансових інструментів (цінних паперів), нематеріальних активів.

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

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

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

Такими цінностями можуть бути:

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

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

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

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

На нашу думку, поняття "інвестиції" необхідно розглядати з двох боків - майнового та витратного підходу. Так, з позицій майнового аспекту, під інвестиціями слід розуміти перетворення абстрактного (грошового, фінансового, матеріального чи нематеріального) капіталу в майнову спроможну вартість. Цей процес називають процесом використання капіталу, а з позицій бухгалтерського балансу це має такий вигляд (див. рис..1.).



Рис. 1. Формування та використання інвестиційного капіталу

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

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

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

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

У цьому контексті головним є те, що взаємозв'язок між виробництвом та інвестиціями здійснюється через фінансові відносини. Тобто інвестиції не можуть існувати поза фінансових процесів, адже вони є їх логічним продовженням.

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

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

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

Міжнародна інвестиційна діяльність — це сукупність дій її суб'єктів (інвесторів і учасників) щодо здійснення інвестицій за кордон і іноземних інвестицій з метою отримання прибутку, її **суб'єктами-інвесторами** є фізичні особи, корпорації, національні і міжнародні фінансові інституції, уряди країн, а **суб'єктами - учасниками** є фізичні і юридичні особи, які забезпечують реалізацію інвестицій як виконавці замовлень або доручень інвестора.

Щодо суб'єктів міжнародної інвестиційної діяльності вживають такі поняття:

інвестор інвестицій за кордон — суб'єкт-донор, який є резидентом певної країни (країни базування) і який вкладає засоби в об'єкти за кордоном;

зарубіжний реципієнт інвестицій — суб'єкт, який не є резидентом країни базування і який отримує кошти від інвестора, який є резидентом країни базування;

іноземний інвестор — суб'єкт, який не є резидентом приймаючої країни і який вкладає засоби в реципієнтів, які є резидентами приймаючої країни;

реципієнт іноземних інвестицій — суб'єкт, який є резидентом приймаючої країни і який залучає засоби іноземних інвесторів.

Сучасна міжнародна інвестиційна діяльність має розвинене інфраструктурне забезпечення. У широкому розумінні це — інформаційні і транспортні мережі, валютні і фінансові ринки і ринки золота і інших цінних металів, національні, регіональні і міжнародні валютно-кредитні і фінансові організації і тому подібне. У вузькому розумінні це — сукупність інвестиційних інституцій і мереж.

До національних інституцій належать інвестиційні фонди і компанії, пенсійні фонди, страхові компанії, взаємні фонди і банки. Одночасно з національними інвестиційними інститутами в міжнародній інвестиційній діяльності активно беруть участь міжнародні інвестиційні інститути (міжнародні інвестиційні фонди, компанії, промислові і фінансові ТНК, міжнародні фінансові організації). Сукупність всіх цих інститутів можна трактувати як міжнародну інвестиційну інфраструктуру, яка не тільки забезпечує обслуговування руху засобів від інвестора до реципієнта, але і задає можливі схеми такого руху.

КЛАСИФІКАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙ

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

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

За характером участі у справах підприємства розрізняють прямі та портфельні інвестиції. Пряма інвестиція - це господарська операція, яка передбачає внесення коштів або майна до статутного капіталу (фонду) юридичної особи в обмін на корпоративні права, емітовані такою юридичною особою. До прямих інвестицій можна віднести і безпосереднє внесення будь-яких цінностей на основі договору інвестицій. До прямих належать такі інвестиції, що формують більше 10-25 % капіталу фірми та дають право на участь в управлінні підприємством. Портфельні інвестиції – це господарська операція, яка передбачає придбання цінних паперів, деривативів та інших фінансових активів за грошові кошти на фондовому ринку. Основною ознакою портфельних інвестицій є те, що інвестор не має права на участь в управлінні підприємством, а такі інвестиції передбачають лише одержання інвестором дивідендів на акції підприємства або інші цінні папери.

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

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

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

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

1. За розміром інвестицій:

Великі

☐ Традиційні

☐ Дрібні

2. За цілями інвестування:

☐ Спрямовані на скорочення витрат

☐ З метою одержання доходу від розширення діяльності

☐ З метою підвищення вартості бізнесу

☐ Які сприяють виходу на нові ринки збуту спрямовані на диверсифікацію бізнесу

☐ Які здійснюються з метою зниження ризику виробництва та збуту

☐ З метою одержання соціального чи екологічного ефекту

☐ Досягнення науково-технічного ефекту.

3. Залежно від вибору інвестиційної стратегії:

☐ Пасивні - ті, токладаються в пасивну частину активів (будинки, споруди)

☐ Активні - вкладені в активну частину активів.

4. За періодичністю вкладень:

☐ Ординарні, якщо інвестиції вкладені одноразово чи протягом кількох послідовних базових періодів, а потім відбувається приплив коштів

☐ Неординарні, коли інвестиційні вкладення чергуються з припливами коштів у будь-якій послідовності.

5. За характером взаємозв'язків:

☐ Незалежні інвестиції, коли рішення про здійснення одного проекту не впливає на рішення про прийняття іншого

☐ Залежні — у випадку, коли реалізація одного проекту залежить від реалізації іншого

Альтернативні

☐ Взаємовиключні

☐ Комплементарні, коли прийняття повою проекту сприяє зростанню доходів по одному чи кільком іншим

☐ Інвестиції, пов'язані між собою відносинами заміщення, - прийняття нового проекту призводить до деякого зниження доходів по одному чи декільком діючим проектам.

6. За характером і періодичністю доходу:

☐ Регулярні, коли за одноразовим інвестиційним відтоком відбуваються послідовні позитивні припливи

☐ Нерегулярні, що припускають негативні і позитивні компоненти

☐ Ануїтеті - ті, що забезпечують рівновеликі, рівновіддалені один від одного за часом доходи

☐ Консервативні - безризикові вкладення, що забезпечують стабільний дохід і високу ліквідність інвестицій

☐ Венчурні - ризиковані інвестиції, що забезпечують, зазвичай, високий дохід.

7. За сферами впровадження:

☐ Інвестиції в матеріальне виробництво

☐ Інвестиції в соціальну сферу

☐ Інвестиції, пов'язані з реалізацією екологічних проектів

☐ Науково-технічні інвестиції

☐ Інвестиції в сферу культури і мистецтва.

8. За причинами, що зумовлюють необхідність інвестицій:

☐ Початкові інвестиції, що направляються на освоєння нових видів діяльності

☐ Інвестиції на відновлення наявної матеріально-технічної бази

☐ Інвестиції, пов'язані з нарощуванням обсягів господарської діяльності

2. Особливості міжнародного інвестування на ринку фінансових активів

У даний час у зв'язку із широким розвитком міжнародних економічних зв'язків інвестор, який має вільні кошти і бажає вигідно їх розмістити, може діяти різними методами.

По-перше, він може сформувати портфель інвестицій з інструментів національних емітентів, що номіновані у національній валюті. До них відносяться цінні папери держави, регіональних і місцевих органів влади, акціонерних товариств, а також депозити у національній валюті.

Перевагами такого підходу до формування портфеля інвестицій є:

- можливість одержання достатньо повної інформації про емітентів;

- можливість мати власну статистику фондового і грошового ринків;

- використання тільки національної валюти, що виключає ризик валютного обміну;

- відсутність додаткових витрат, пов'язаних із інвестуванням за кордоном;

- можливі податкові та інші переваги для інвесторів-резидентів порівнянні з інвесторами-нерезидентами.

У той же час такий підхід не дозволяє диверсифікувати інвестиції для зменшення ризику при падінні прибутковості національних активів фондового і грошового ринків, а також одержати більш високу прибутковість у порівнянні з прибутковістю національного ринку. Крім того, у даний час практично кожний національний ринок унаслідок присутності на ньому іноземних Інвесторів неминуче стає частиною світового ринку інвестицій із усіма позитивними і негативними наслідками.

По-друге, у портфель інвестицій можна включити цінні папери іноземних емітентів, номіновані в національній валюті які торгуються (купуються і продаються) на національному

ринку. Наприклад, японські або американські компанії, яким для фінансування своєї діяльності необхідні швейцарські франки, випускають, на швейцарський ринок свої облігації, номіновані у швейцарських франках. Іншим прикладом є американські депозитарні розписки (American Depository Receipts (ADR)).

Перевагою включення таких інструментів у портфель інвестора є можливість отримання більш високої якості інвестицій у випадку більш високої прибутковості або більш низького ризику таких цінних паперів. Недоліки їхнього придбання пов'язані з обмеженою можливістю отримання інформації про емітента, а також із ризиком падіння курсу валюти емітента по відношенню до валюти інвестора, оскільки ціна таких Інструментів на національному ринку визначається з урахуванням курсу обміну валют.

По-третє, у портфель інвестицій можна включити інструменти, що торгуються на національних фондовому і грошовому ринках, але номінуються в іноземній валюті.

Перевагами включення в портфель інвестицій таких активів є: можливість отримання додаєкового прибутку при зростанні курсу Іноземної валюти; зменшення загального ризику портфеля при падінні ринку цінних паперів національних емітентів або падінні курсу національної валюти.

Подібні інвестиції пов'язані, проте, із додатковим ризиком унаслідок можливого введення адміністративних обмежень щодо операцій з іноземною валютою або падіння курсу валюти інвестицій по відношенню як до національної валют, так до інших іноземних валют.

По-четверте, Інвестор може сформувати портфель міжнародних інвестицій, що включають як цінні папери національного ринку, так і цінні папери, що торгуються на міжнародному ринку, який охоплює інші національні ринки і євро ринок.

При здійсненні міжнародних інвестицій необхідно враховувати їх особливості.

Психологічні бар'єри. Психологічні бар'єри, пов'язані з міжнародними інвестиціями, обумовлені незнанням економіки, політики і культури інших країн, іноземних мов, методів торгівлі на фінансових ринках, порядку звітності та ін. Інституціональні інвестори часто здійснюють свої міжнародні Інвестиції через брокерів відповідних національних ринків. Багато приватних інвесторів поки ще з упередженням ставляться до міжнародних інвестицій.

Інформаційні труднощі. Отримання Інформації про іноземні ринки й емітентів з таким же ступенем вірогідності, що інвестор може одержати про учасників національного ринку, може бути пов'язане з окремими труднощами. У даний час, проте, багато іноземних брокерів забезпечують постійно дані фінансового аналізу по більшій частині іноземних акцій, що торгуються на міжнародних ринках. Американські, японські і деякі європейські брокери надають також інформацію про очікувані прибутки компаній і дають рекомендації інвесторам щодо комп'ютерних систем, які працюють у реальному масштабі часу. Можна виділити такі міжнародні інформаційні системи, що

містять дані для міжнародних інвестицій, як Reuters, Telerate, Tenfore, Forex, що не тільки повідомляють новини, але і приводять ціни по окремих ринках і цінних паперах.

Юридичні складності. У різних країнах можуть існувати юридичні складності для іноземних інвесторів при розміщенні їхнього капіталу і поверненні у свою країну капіталу й отриманою прибутку, включаючи особливості оподатковування. Звичайно при інвестиціях необхідно прогнозувати такі податки: на операції, на приріст капіталу, на прибуток (дивіденди і відсотки) Податок на операції може бути пропорційним обсягу угоди. Наприклад, у Росії податок на операції з цінними паперами нараховується в розмірі 0,3% обсягу угоди з корпоративними цінними паперами і 0,1% обсягу угоди з державними цінним паперами. У Швейцарії існує федеральний збір на операції з цінними паперами в розмірі 0,09% їх обсягу. У країнах, де брокери беруть комісійні, такий податок може бути пропорційним розміру комісійних. У деяких країнах фіксований податок па угоди. Звичайно розмір податку на операції в порівнянні з іншими податками невеликий.

Приріст капіталу (різниця між цінами продажу і купівлі цінного паперу) оподатковується, як правило, у країні інвестора незалежно від того, де були здійснені інвестиції.

Прибуток на іноземні інвестиції виплачується юридичною особою однієї країни резиденту іншої країни. Це часто створює конфлікт національних юрисдикцій, оскільки обидві країни можуть оподаткувати цей прибуток, що призведе до подвійного оподатковування. Для усунення подвійного оподатковування укладають міжнародні договори, відповідно до яких інвестор одержує в країні інвестиційний прибуток за вирахуванням утриманого податку, а також податковий кредит. У країні інвестора оподатковується загальний розмір іноземних прибутків, але розмір цього податку зменшується на розмір податкового кредиту, тобто на розмір податку, утриманого у країні інвестицій. Відзначимо, що утриманий податок у більшості країн враховується на ринку акцій, для прибутків від облігацій він не враховується.

Додаткові витрати. Міжнародні Інвестиції звичайно пов'язані з додатковими трансакційними витратами, що включають:

- більш високі комісійні посередникам на іноземних ринках;
- більш високу плату за оформлення угод;
- більш високу плату керуючим портфелями міжнародних інвестицій.

Комісійні ділери фондових бірж можуть стягувати у різноманітній формі — у договірному розмірі, у фіксованому розмірі по встановленій шкалі або у виді різниці цін (spread — спреда) купівлі й продажу (bid/ask). У США комісійні при угодах з акціями низькі звичайно 0,18% для значних угод, в інших країнах вони вище і можуть складати від 0,3 до 1%. Для угод з облігаціями середній розмір комісійних визначити важко, оскільки він

визначаються, як правило, у виді різниці цін купівлі і продажу, що залежить від обсягу угод по конкретних облігаціях. У цілому розмір комісійних при угодах із облігаціями на всіх ринках невеликий.

Плата за оформлення угод при міжнародних інвестиціях вища, ніж при угодах на національних ринках, що пов'язано з багатовалютною системою обліку і звітності і можливою складністю структурної розрахункової системи. У деяких країнах існують недорогі й ефективні централізовані розрахункові системи з єдиною кліринговою платою. У цілому витрати, пов'язані з оформленням угод при міжнародних інвестиціях, можуть складати більше 0,1% вартості активів.

Плата за керування портфелем міжнародних інвестицій звичайно вища, ніж за керування національним портфелем, що обумовлено такими причинами:

- підпискою на міжнародні бази даних;
- дослідженнями міжнародного ринку;
- розбіжностями облікових систем у різних країнах;
- вартістю комунікацій (міжнародний телефон, комп'ютерні мережі, поїздки за кордон).

Звичайно такі витрати більші аналогічних витрат при керуванні портфелем національних інвестицій на 0,1 - 0,3% вартості активів.

Переваги міжнародних фінансових інвестицій. Незважаючи на зазначені складності і ризик, обсяг міжнародних інвестицій досить високий і постійно зростає. Так, акції всіх основних світових корпорацій котуються на біржах різних країн. Значні корпорації, а також уряди і місцеві органи влади позичають кошти шляхом випуску своїх цінних паперів в інших країнах або на європейському ринку. Існують міжнародні фінансові групи, що володіють значними коштами й інвестують їх на тих сегментах міжнародного ринку, де можна одержати вищі прибутки.

Значний розвиток міжнародних інвестицій пов'язаний із тим, що вони дають можливість одержувати більш високу якість - велику прибутковість і менший ризик у порівнянні з чисто національними інвестиціями.

Цінні папери кожного національного ринку мають тенденцію одночасної зростаючої чи падаючої їхніх курсів, оскільки на них однаково впливають національні економічні і політичні умови - обсяг і динаміка грошової маси, зміна процентних ставок, дефіцит бюджету, грошова і податкова політика держави й ін.

Додаткова прибутковість міжнародних інвестицій пов'язана з можливим зростанням курсів іноземних валют по відношенню до валюти Інвестора. Зростання курсу валюти деяких країн дозволяє також одержати більш високу прибутковість вкладень у облігації її емітентів, навіть якщо їхня прибутковість буде дещо менше прибутковості облігацій у країні інвестора.

Міжнародні інвестиції можуть забезпечити і менший ризик їхнього портфеля. Це пов'язано з тим, що економіки різних країн розвивається нерівномірно, і якщо деякі національні ринки акцій будуть падати, інші будуть зростати. Інвестор, що вважає себе достатньо досвідченим, може купувати на ринках активи, які, на його думку, будуть рости, і зневажати тими, що можуть упасти. Звичайний інвестор може зменшити ризик міжнародних інвестицій шляхом диверсифікації портфеля, тобто придбання цінних паперів різноманітних національних ринків.

3. Форми міжнародного реального інвестування

Головними учасниками міжнародного інвестування на ринку реальних інвестицій є фірми, корпорації, міжнародні компанії (корпорації). Учасниками міжнародних проектів реального інвестування можуть виступати також держави.

Міжнародна інвестиційна діяльність (корпорацій) — це діяльність, що пов'язана з експортом й імпортом капіталів, технологій, послуг, здійсненням разом з іншими державами проектів, створенням спільних підприємств, з інтеграційними процесами у ранах сферах.

Основні цілі компанії-Інвестора:

-розширення виробництва, збільшення прибутку за рахунок захоплення нових ринків за кордоном;

- досягнення економії у масштабах виробництва;
- збільшення прибутку за рахунок використання порівняльних переваг інших країн;
- збільшення валютних ресурсів фірми.

Основні цілі компанії, що отримує інвестиції:

- модернізація і розширення виробничої бази фірми;
- досягнення економії шляхом заміни устаткування, сировини;
- розширення виробництва, збільшення прибутку за рахунок захоплення нових внутрішніх ринків;
- розширення асортименту на національному споживчому ринку.

Цілі міжнародного інвестування на ринку реальних інвестицій:

1. Обхід тарифних (митних) мит і ряду нетарифних протекціоністських бар'єрів.
2. Використання різниці у вартості ресурсів у різних країнах, у т. ч. використання різниці у витратах виробництва.
3. Підвищення конкурентоспроможності й більш активні, ніж у випадку зовнішньої торгівлі, входження на ринки: використання ефекту входження на ринок не ззовні (торгівля), а зсередини.

4. Вивіз капіталу в обхід не тільки митних бар'єрів, але й одержання він рашу в порівнянні з національними фірмами у сфері оподатковування, що за інших рівних умов підвищує конкурентоспроможність підприємства як на зовнішньому, так і на внутрішньому ринку з переказом отриманого прибутку в країну базування.

5. Отримання допомоги у налагодженні випуску технічно складної продукції.

6. Разове отримання нових технологій у розрахунку на їхнє постійне постачання.

7. Вирішення проблеми навчання національних кадрів.

8. Отримання фінансової вигоди у порівнянні з імпортом товарів та іноземних кредитів.

На стратегію фірми впливає зовнішньоекономічна політика держави.

У залежності від того, обмежує та, навпаки, стимулює держава ввіз (вивіз) товарів, інвестицій розрізняють 4 основних види зовнішньоекономічної стратегії держави:

1) **стратегія ізоляції**— стратегія виключення держави зі світових господарчих зв'язків. Дана стратегія провадиться винятково з політичних та ідеологічних розумінь. Економічно ця стратегія не виправдана;

2) **стратегія протекціонізму** — стратегія захисту внутрішнього ринку від іноземної конкуренції. Звичайно захист внутрішнього ринку поєднується зі стимулюванням у тій чи іншій мірі експортного виробництва своїх виробників. Стратегія протекціонізму приймається державою під тиском національних підприємців у тому випадку, якщо національне виробництво неконкурентоспроможне. Протекціонізм означає створення «теплих» умов для місцевих підприємців, що має різноманітні наслідки для економічної системи. Основним прийомом протекціонізму є збільшення мит на імпорт аналогічних товарів;

3) **стратегія вільної торгівлі (фритредерство)** – стратегія зменшення до мінімуму обмежень у зовнішній торгівлі. Звичайно ця стратегія проводиться країнами, що займають лідируюче положення на ринку, котрим немає необхідності побоюватися підриву конкурентоспроможності своїх товарів;

4) **стратегія наповнення дефіцитного ринку** — «протекціонізм навпаки». Ефективна тільки у випадку великого дефіцитного національного ринку, на якому знайдеться місце усім, у т.ч. й іноземним інвесторам.

Умови перетворення тієї чи іншої стратегії можуть бути жорсткими (щодо всіх товарів і ринків) або м'якими (по відношенню до окремих видів товарів і ринків).

4. Етапи розвитку міжнародної інвестиційної діяльності компаній

1) **експорт** - найпоширеніша форма діяльності. Виникає у зв'язку з появою надлишку продукції; відновлюється регулярно, але без довгострокових зобов'язань. Відношення між іноземними партнерами чисто комерційні;

2) **на контрактній стадії** фірма схильється до більш тривалих зв'язків, щоб стабілізувати збут. Довгостроковий контракт може бути укладений з імпортером на основі франшизи або ліцензії. Франшиза (франчайзінг) — договірна маркетингова система збуту споживчих товарів і послуг. Вона передбачає довгострокові відношення, при яких одна фірма, називана франшизером, надає іншій фірмі право провадження визначеного бізнесу на обмеженій території при дотриманні встановлених правил під визначеною маркою. Покупець франшизи сплачує франшизеру деяку суму плюс відрахування від продажу, одержуючи замість цього право на використання комерційної марки плюс постійну підтримку і передачу досвіду;

3) **на стадії участі**, коли фірма переходить до прямого Інвестування і контролює партнера, створюється торгова фірма за рубежом або спільне підприємство (СП);

4) через декілька років пайова участь може стати абсолютною: фірма володіє 100% капіталу іноземної філії — це стадія **прямого інвестування** в контрольовану філію;

5) іноземні філії переходять на автономний розвиток, спираючись на національний капітал, національні кадри, власні НДОКР. Це стадія **автономної філії** (дочірня компанія);

6) останній етап, характерний для цього часу. Це стадія **глобальної фірми** (транснаціональна компанія).

Однією із сучасних форм інвестування, широко застосовуваною в практиці міжнародної діяльності, є лізинг.

Лізинг — це договір про оренду засобів виробництва, устаткування, інвентарю або нерухомого майна спеціального призначення, що були придбані з метою їх передачі в оренду підприємству.

Лізинг розглядається як засіб фінансування. Проте на відміну від інших засобів, що не забезпечують фінансування специфічних активів, лізинг дозволяє фінансувати конкретне майно, рухоме або нерухоме, або придбання торгово-промислового підприємства як сукупності майнових і немайнових елементів.

Лізинг служить для того, щоб:

-гарантувати орендарю можливість використовувати майно на правах власника протягом мінімального періоду за ціною, обумовленою заздалегідь у договорі про оренду;

- забезпечити лізинговій компанії отримання обумовленої у договорі орендної плати протягом визначеного періоду, що названий «не підлягаючим скасуванню»;

- дати можливість орендарю наприкінці цього періоду в разі потреби отримати орендоване майно за достить низку залишкову вартість, подовжити термін дії договору про оренду на короткий період при більш низькій орендній платі або повернути лізинговій компанії її матеріальні цінності.

У договорі може бути передбачена стаття про моральний знос устаткування, що дає орендарю право вимагати заміни застарілого обладнання новим.

У міжнародній практиці існують такі типи лізингових контрактів.

1. **Класичний тип лізингу**, описаний вище.

2. **Решта в оренду**. При ній операції лізингова компанія купує у підприємства устаткування або нерухоме майно і здає його ж підприємству в оренду на умовах орендного договору. Ця операція дозволяє підприємству, що орендує майно, зберегти право володіння ним і розміщувати при цьому готівкові кошти.

3. **Компенсаційний лізинг**. Підприємство продає лізинговій компанії устаткування, яке саме виготовляє, але при цьому лізингова компанія лишає за підприємством право користування цим устаткуванням.

4. **Лізинг на експортні поставки**. Щоб задовольнити потреби компаній, які здійснюють експорт, були створені нові кредитні процедури: лізинг літаків, наприклад.

Зростаюча кількість лізингових операцій свідчить про те, що цей засіб фінансування вигідний підприємствам.

Гнучкість цього засобу фінансування. Можуть бути розроблені різноманітні форми лізингового контракту, що відповідають потребам підприємства. Крім того, фінансування інвестицій здійснюється швидко.

Повне фінансування капіталовкладення. Лізинг дозволяє фінансувати інвестиції у повному обсязі на відміну від позик, що покривають тільки визначену частку від загального розміру витрат.

Лізинговий контракт є засобом фінансування, вартість якого достатньо висока, але лізинг дозволяє вирішувати проблеми фінансування.

Рекомендована література:

1. Сазонець І.Л., Федорова В.А. Інвестування Підручник. – К.: Центр навч. літ-ри, 2014. – 312 с.
2. Савицька Г.В. Міжнародна інвестиційна діяльність. Підручник. – К.: Центр навч. літ-ри, 2012. – 164 с.

ТЕМА 2. Міжнародна підприємницька інвестиційна діяльність 2 год.

Мета: ознайомити студентів із основами міжнародної підприємницької інвестиційної діяльності

План

1. **Форми міжнародної підприємницької діяльності.**
2. **Фактори впливу на міжнародну підприємницьку інвестиційну діяльність.**
3. **Мотивація інвесторів для здійснення міжнародної підприємницької діяльності.**
4. **Транснаціональні корпорації (ТНК)**

1. Форми міжнародної підприємницької діяльності

Міжнародна підприємницька інвестиційна діяльність розвивається у контексті поглиблення інтернаціоналізації економіки, посилення процесів усупільнення капіталу, удосконалення форм та методів його концентрації і експорту, диверсифікації виробництва у динамічному конкурентному середовищі. вона опосередковує інвестиційні форми бізнесу, які, перш за все, спрямовані на входження в зарубіжний ринок в процесі інтернаціоналізації господарської діяльності (рис. 1).

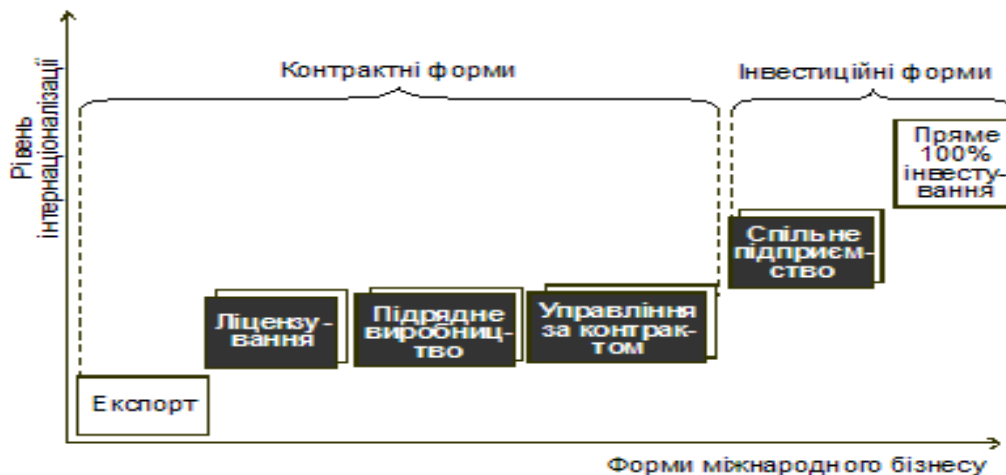


Рис. 1. Контрактні та інвестиційні форми бізнесу

Здебільшого підприємство, що виходить на зарубіжний ринок, розглядає переваги та недоліки таких варіантів діяльності: експорт; контрактні коопераційні угоди, в тому числі ліцензування та франчайзинг; створення за кордоном СП, власного виробництва чи філії.

У теорії і практиці **міжнародного бізнесу** розрізняють наступні його головні **форми**: експорт, спільне підприємництво різних видів і пряме 100% інвестування (табл. 1).

Експорт – одна з найпростіших форм міжнародного бізнесу. Необхідно розрізняти нерегулярний експорт, коли фірма час від часу експортує надлишки своїх товарів або послуг, і активний експорт, коли фірма вирішує задачу, пов'язану з цілями розширення експортних операцій на конкретних міжнародних ринках.

Переваги експорту: збереження контролю над виробництвом продукту, підтримка національного виробництва.

Недоліки експорту: чутливість до зарубіжних протекціоністських бар'єрів, чутливість до коливань валютних курсів.

Спільне підприємництво – є діяльність, яка ґрунтується на співпраці з іноземними підприємствами, організаціями або підприємцями, а так само на сумісному розподілі прибутків і ризиків від її здійснення. Передумови такого підприємництва створюються в процесі інтернаціоналізації господарського життя, в результаті розвитку експортно-імпоротної діяльності. Типовими *видами сумісного підприємництва* є:

– **ліцензування**, коли фірма (ліцензіар) вступає у відносини з фірмою або державою (ліцензіатом) на зарубіжному ринку, пропонуючи права на використання виробничого процесу, товарного знаку, патенту, ноу-хау в обмін на ліцензійну платіж. Така форма сумісного підприємництва є найбільш близькою до вивозу капіталу у формі портфельних інвестицій, тому що ліцензійна винагорода поступає до ліцензіара переважно у вигляді періодичних відрахувань від доходу ліцензіата. Відбувається практично те ж, що і при звичайній покупці пакету акцій зарубіжного підприємства. *Переваги ліцензування:* невисока потреба в інвестиціях. *Недоліки ліцензування:* мінімальний рівень реального контролю;

– **підрядне виробництво**, коли фірма укладає контракт з виробником на зарубіжному ринку, який виготовляє товари реалізацією яких повинна займатися вказана фірма. Такий вид сумісного підприємництва передбачає тісніший зв'язок між учасниками. Набувають чинності такі чинники, як дотримання термінів постачань, необхідна якість товарів і т. п.;

– **управління за контрактом**, коли фірма надає зарубіжному партнерові «ноу-хау» у сфері управління, а той у свою чергу забезпечує необхідний капітал і його використання з максимальною орієнтацією на ефективну реалізацію отриманих управлінських послуг;

– **спільне підприємство**, коли зарубіжний і місцевий партнери об'єднують свої зусилля в інвестуванні, управлінні, розподілі доходів і ризик. *Переваги СП:* мінімальність ризиків, потреба в менших витратах, чим у разі створення власної виробничої філії. *Недоліки СП:* необхідність енергетичний ованої контрактної роботи, складність управління.

Таблиця 1

Основні форми виходу підприємства на зовнішні ринки

Форма виходу	Переваги	Недоліки
Експорт	<ul style="list-style-type: none"> Збереження контролю над виробництвом продукту Підтримка виробництва в країні 	<ul style="list-style-type: none"> Вразливість перед зарубіжними протекціоністськими бар'єрами Чутливість щодо коливань валютних курсів
Контрактні коопераційні угоди <ul style="list-style-type: none"> ліцензування франчайзинг 	Невисока потреба в інвестиціях	Мінімальний рівень реального контролю
Спільні підприємства	<ul style="list-style-type: none"> Мінімальність ризику Потреба в менших затратах, ніж у разі створення власної виробничої філії 	<ul style="list-style-type: none"> Необхідність високодеталізованої контрактної роботи Складність управління
Створення за кордоном власної виробничої філії	<ul style="list-style-type: none"> Забезпечення повного контролю Локалізувння виробництва 	<ul style="list-style-type: none"> Необхідність значних інвестицій Можлива непопулярність з політичної точки зору

Визначаючи спільне підприємство як інвестиційну форму міжнародного бізнесу, важливо ідентифікувати його в системі міжнародних інвестицій. У цьому контексті підкреслимо моменти, які мають, на нашу думку, принципове значення:

- по-перше, спільне підприємство є різновидом прямого інвестування у випадках, коли дві або більш за фірми мають право власності на прямі інвестиції в одну компанію, тобто об'єктивною основою розвитку спільних підприємств є прямі інвестиції;
- по-друге, на розвиток спільних підприємств істотно впливає секторальне ділення прямого інвестування;
- по-третє, в спільних підприємствах реалізуються державні і приватні, різні за величиною, термінами і джерелами, практично всі види інвестицій.

У сучасній західній економічній літературі спільні підприємства розглядаються також як один з різновидів стратегічних альянсів, які реалізується через ефективний розподіл прав власності. Важливо, що наряду традиційними аргументами на користь розподілу прав власності в порівнянні з 100% володінням підприємством за кордоном (прискорення процесу розширення фірми в географічному аспекті, розширення бази досліджень і розробок, передача контролю над підприємством на місця і тому подібне), підкреслюється така причина сумісного володіння у разі СП, як синергетичний ефект від взаємодії два або декількох фірм, які розташовані в різних країнах. При цьому слід мати на увазі, що партнери по стратегічному альянсу у формі СП можуть діяти різними шляхами:

- іноземна фірма об'єднує свої зусилля з місцевою;
- фірми два або декількох держав об'єднуються для діяльності в третій країні або в одній зі своїх країн. Відзначимо, що коли в роботі СП беруть участь більше двох організацій, його іноді називають консорціумом.

Визначення **міжнародного спільного підприємства** одночасне як: а) форми міжнародного бізнесу; б) специфічного (нового) суб'єкта міжнародного бізнесу; в) стратегії входу в зарубіжний ринок; г) різновиди прямого іноземного інвестування; д) форми

господарювання – дозволяє не тільки відзначити його істотні ознаки, але і позиціонувати МСП в системі макро- і мікроекономічного регулювання. Тобто специфіка міжнародних спільних підприємств виявляється ще і в тому, що процеси їх створення і діяльності регулюються різними нормативно-правовими актами (про іноземну інвестиційну діяльність, про національне підприємництво, в межах антимонопольних заходів і тому подібне).

Всім видам сумісного підприємництва властиві елементи виробничої кооперації.

Слід акцентувати увагу на тому, що реалізація *форм міжнародного бізнесу* можлива двома шляхами:

- без створення нового підприємства (юридичної особи) в рамках міжнародної кооперації і міжнародної торгівлі товарами і послугами (експорт, управління за контрактом, ліцензування, підрядне виробництво). У цих випадках відношення між партнерами регулюються відповідними угодами і контрактами;
- із створенням нового суб'єкта господарювання, а саме – спільного підприємства або зарубіжної філії (при 100% прямому інвестуванні).

Тому істотною ознакою створення СП є те, що в більшості випадків виникає новий суб'єкт міжнародного бізнесу.

Відомий американський спеціаліст у сфері міжнародного менеджменту Ф. Рут запропонував деталізований перелік екстернальних (зовнішніх) та інтернальних (внутрішніх) чинників, що впливають на вибір форми виходу на зарубіжні ринки.

Найважливіші екстернальні чинники такі:

ринкові чинники зарубіжної країни:

розмір ринку та перспективи росту, конкурентна структура тощо;

середовищні чинники зарубіжної країни: політичні, економічні та соціально-культурні характеристики, зокрема урядова політика щодо прямих зарубіжних інвестицій; географічна відстань; економічне зростання, зовнішні зв'язки країни і т. ін.;

виробничі чинники зарубіжної країни: наявність, якість та вартість сировини, робочої сили, а також ступінь розвитку інфраструктури (транспорт, комунікації тощо);

чинники країни базування: розмір ринку, вартість виробництва, умови конкуренції, рівень урядової підтримки міжнародного бізнесу і т. ін.

Серед інтернальних чинників, що найбільше впливають на вибір форми зарубіжної діяльності, виділяються дві основні групи:

продуктові — ступінь диференціації продукту, гарантійне та після гарантійне обслуговування, технологічний рівень, потенціал глобальної стандартизації і т. ін.;

ресурсні — управлінські, інвестиційні і технологічні ресурси, виробничий та маркетинговий досвід; оцінка важливості зарубіжної діяльності, яку дає вищий менеджмент фірми

2. Фактори впливу на міжнародну підприємницьку інвестиційну діяльність

На масштаби, динаміку та результативність міжнародної підприємницької інвестиційної діяльності впливає сукупність багатьох взаємопов'язаних факторів, під їх впливом формуються відповідні стратегічні орієнтації країн базування та приймаючих країн, які в свою чергу впливають на мотивацію безпосередніх партнерів (рис. 2.).

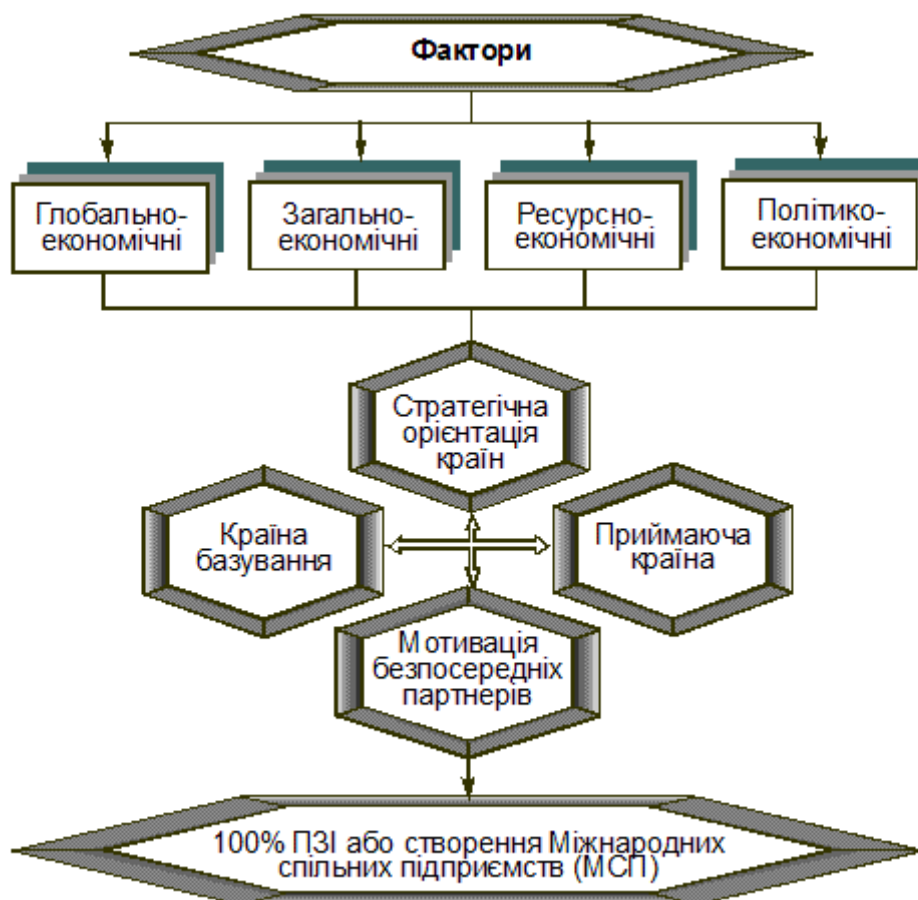


Рис. 2. Фактори впливу на міжнародну підприємницьку інвестиційну діяльність

Для країн базування, традиційно головними серед яких є промислово розвинуті країни, вирішальним макроекономічним фактором експортної орієнтації прямого підприємницького капіталу є стан балансу ввозу і вивозу інвестицій. У зв'язку з цим виділяють три групи країн: 1) ті, що переважно експортують капітал (наприклад, Японія); 2) ті, що зберігають приблизну рівновагу експорту і імпорту капіталу (ФРН, Франція); 3) нетто-імпортери (Ірландія, Іспанія, Португалія, США, Туреччина). У останні роки крупними експортерами капіталу стали також Південна Корея, Тайвань, Китай, країни Близького

Сходу. Характерно, що на відміну від практики експорту інвестицій цими країнами у 70-80-ті роки у країни, що розвиваються, у наш час набуває поширення експорт капіталу у промислово розвинуті країни (наприклад, Тайвань близько 60% інвестицій експортує до США).

Для приймаючої країни привабливість прямих інвестицій зумовлена тим, що:

імпорт прямих підприємницьких капіталів збільшує в країні виробничі потужності та ресурси; сприяє поширенню передової технології і управлінського досвіду, підвищенню кваліфікації трудових ресурсів;

за умов імпорту інвестицій з'являються не тільки нові матеріальні та фінансові ресурси, а й мобілізуються і більш продуктивно використовуються національні ресурси;

прямі інвестиції сприяють розвиткові національної науково-дослідної бази;

стимулює імпорт прямих інвестицій конкуренцію і пов'язані з нею позитивні явища (підрих позицій місцевих монополій, зниження цін та підвищення якості продукції, що заміщує як імпорт, так і застарілі вироби місцевого виробництва);

такий імпорт підвищує попит та ціни на національні (місцеві) фактори виробництва;

у країні збільшуються бюджетні надходження у вигляді податків на діяльність міжнародних спільних підприємств;

в умовах слабого контролю за використанням держпозик інвестиційний ризик переноситься на іноземних інвесторів, які самостійно вирішують проблему самоокупності.

Одночасно слід вказати на стримуючі фактори розвитку іноземної підприємницької діяльності:

- імпортовані ресурси працюють задля окупності та отримання прибутку, який потім репатріюється (повернення на батьківщину). Причому, у довгостроковому контексті відтік ресурсів через репатріацію прибутку має перевищувати величину первинних вкладів. Тому говорити про зростання виробничого потенціалу приймаючої країни за рахунок іноземних інвестицій доцільно тільки з огляду на їх стимулюючий вплив на економічний розвиток країни в цілому;

- цілі іноземного інвестора можуть не збігатися з національними. На практиці, як правило, не вдається уникнути зіткнення національних інтересів та інтересів іноземних інвесторів. Нерідко має місце дискримінація національного сектора, яка посилюється правовими заходами макроекономічного стимулювання іноземних інвестицій;

- підприємства з іноземними інвестиціями (ППІ) як канали передачі технологій часто стають відносно закритими анклавами у національній економіці, слабо пов'язаними з іншою її частиною, на яку, проте, падають витрати із забезпечення функціонування анклавів. При цьому сила ефекту анклавності (частина території держави, со всех сторон окружённая территорией других государств и не имеющая выхода к морю) обернено пропорційна щодо

рівня розвинутості приймаючої країни. Крім того, приймаюча країна (навіть промислово розвинута), як правило, майже не бере участі у створенні нової технології, а отримує її кінцевий продукт.

Передача частини науково-дослідних робіт приймаючій країні має місце переважно у низькотехнологічних галузях;

-ППІ можуть вступати в зговір з діючою на місцевому ринку олігополією (в одній галузі домінує невелика кількість конкуруючих фірм, при цьому хоча б одна або дві з них, виробляють значну долю продукції даної галузі, а поява нових продавців ускладнена чи неможлива) (або ще гірше — монополією), а також можуть справляти стримуючий вплив на національне підприємництво, поглинаючи фінансові накопичення у місцевій та іноземній валюті;

-суттєві надходження іноземних інвестицій найбільш реальні у сировинних галузях, в обробній промисловості іноземні інвестиції мають переважно імпортозаміщуючий характер;

-нерегульований розвиток ППІ може посилити соціальне розшарування, маргіналізацію населення приймаючої країни.

Залучення країнами, що розвиваються, та країнами з перехідними економіками іноземних інвестицій розглядається економістами як один із факторів ринкової трансформації цих країн у контексті їх інтеграції у сучасну світогосподарську систему. З іншого боку, поліпшення економічного середовища в процесі переходу до ринку стимулює пряме іноземне інвестування. це ілюструє аналітична оцінка ЄБРР взаємозв'язку прогресу реформ і обсягів ППІ у країнах з перехідними економіками.

3. Мотивація інвесторів для здійснення міжнародної підприємницької діяльності.

Головними мотивами використання ППІ як стратегії входження в зарубіжний ринок є виробничо-економічна та маркетингова мотивація:

- зниження капітальних витрат та зниження ризику при створенні нових потужностей;
- придбання джерел сировини або нової виробничої бази;
- розширення діючих виробничих потужностей;
- реалізація переваг дешевих чинників виробництва;
- можливість уникнення циклічності або сезонної нестабільності виробництва;
- пристосування до процесу скорочення життєвого циклу продукції;
- підвищення ефективності існуючого маркетингу;
- придбання нових каналів торгівлі;
- можливість проникнення на конкретний географічний ринок;
- вивчення потреб

- набуття управлінського досвіду на нових ринках;
- пристосування до країни, яка приймає капітал.

Не слід ігнорувати й інші, як правило, не декларовані та рідко досліджувані мотиви:

- пропагандистські та престижні, характерні як для діяльності за кордоном великих корпорацій, так і для міжнародного бізнесу в окремих сферах (туризм, сервіс тощо);
- персональні, коли ПІІ створюються засновниками однієї національності або на родинних засадах;

екологічні, коли розв'язуються завдання виведення за межі розвинутих країн екологічно брудних виробництв (табл. 2.5)

У свою чергу фірми країн, що розвиваються, при залученні інвестицій орієнтуються на: можливість доступу до нових технологій та передових методів управління, використання збутової мережі партнера й відомих у світі торгових марок, мобілізацію додаткових фінансових ресурсів тощо.

Слід зазначити, що інвестиції за кордон використовуються не тільки для освоєння ринку приймаючої країни, а й з метою подальшого виходу на ринки сусідніх до неї країн або цілих регіонів світу. Мотивація таких інвестицій вже тривалий час досліджується, особливо стосовно діяльності американських, японських та західноєвропейських фірм у Латинській Америці, Азії, Африці. Проте потенціал такого плану маркетингової мотивації західних фірм у країнах Східної Європи та СНД до останнього часу не оцінено. А цей потенціал є значним, що обумовлено схожістю ключових середовищних характеристик цих країн внаслідок їхнього тривалого взаємопов'язаного економічного розвитку. Зокрема, спостерігається висока кореляція інвестиційної активності іноземних фірм в Україні і в Росії.

Аналітична оцінка мікромотивації інвесторів на ринках країн з перехідними економіками, здійснена Німецькою консультативною групою на основі опитувань менеджменту 21 компанії, що діють в 11 галузях промисловості та походять з 8 країн, представлена в табл. 2.

Мотивація інвесторів для здійснення інвестицій

Рейтинг	Мотивація	Україна	ЦСЄ	Росія	Чехія
1	Забезпечення потенційних ринків збуту	3,65	3,08	2,96	2,63
2	Вихід на нові ринки збуту	3,5	3,22	2,95	2,75
3	Подолання бар'єрів для імпорту	2,5	1,36	1,72	0,85
4	Збереження та розвиток існуючих ринків збуту	1,7	2,70	3,00	2,57
5	Підвищення конкурентоспроможності продукції шляхом організації виробництва у країні збуту	1,58	2,12	1,94	2,72
6	Нижча вартість робочої сили	1,4	2,76	2,16	3,34
7	Нижчий рівень оподаткування	1,1	1,46	1,58	1,48
8	Кращі можливості для організації закупок та матеріального забезпечення	1,2	1,34	1,58	1,11
9	Доший робочий тиждень	0,68	1,38	0,95	1,73
10	Спрощені адміністративні процедури	0,55	1,18	1,83	0,96
11	Довший строк експлуатації обладнання	0,54	1,21	0,79	2,00
12	Не такі жорсткі вимоги щодо екологічного забруднення	0,33	0,73	0,58	0,81

4. Транснаціональні корпорації (ТНК)

Головним суб'єктом міжнародної підприємницької інвестиційної діяльності є транснаціональні корпорації (ТНК). Хоча на сьогодні біля 40 тисяч фірм різних країн світу, що контролюють 280 тисяч зарубіжних філіалів, перебувають на транснаціональній стадії розвитку, до останнього часу нема загальноприйнятого визначення транснаціональної корпорації. Virізняють три головні критерії належності тієї чи іншої корпорації до ТНК: структурний, результативності та поведінки.

За структурним критерієм, ТНК — це фірма, що має власні філії у двох і більше країнах (за деякими дослідниками — щонайменше в шести країнах), або це фірма, власники чи вищий управлінський персонал якої є громадянами різних країн (при цьому діяльність ТНК контролюється штаб-квартирою, що міститься в одній країні. Саме тому virізняють американські, японські, австрійські та інші ТНК).

За критерієм результативності та чи інша фірма визначається як ТНК на основі абсолютних або відносних показників. Відповідно до методології ООН міжнародний характер діяльності ТНК можна проаналізувати за трьома ключовими показниками:

відношення зарубіжних активів ТНК до загальних активів ТНК;

відношення обсягів реалізації ТНК за кордоном до загальних обсягів реалізації ТНК;
 відношення кількості зайнятих у зарубіжних підрозділах ТНК до загальної кількості
 зайнятих ТНК.

Середню арифметичну цих трьох показників називають індексом
 транснаціональності, який слугує узагальнюючим критерієм міжнародної діяльності ТНК.

Як видно з табл. 2.7, індекс транснаціональності перелічених ТНК становить від
 30,9% («Дженерал Моторе») до 94,2 % (Нестле), іншими словами, приблизно 31% — 94%
 загальної діяльності найбільших ТНК припадає на міжнародну діяльність.

Транснаціональний етап інтернаціоналізації фірм вдало продемонстрував Х.
 Перлмутер за допомогою відомої моделі ERPG (табл. 3).

Таблиця 3

Особливості етапів інтернаціоналізації фірми

Завдання і орієнтації	Етапи		
	Початковий	Локальної ринкової експансії	Транснаціональний
Завдання менеджменту	Вибір зарубіжних ринків і форм виходу на них	Підвищення результативності діяльності на конкретних зарубіжних ринках	Глобальна раціоналізація і забезпечення синергізму
Оцінка значущості міжнародної діяльності	Важливе доповнення до діяльності на внутрішньому ринку	Щонайменше дорівнює за значущістю діяльності на внутрішньому ринку	Стратегічна умова успіху і розвитку
Орієнтація вищого менеджменту (модель ERPG)	$E \rightarrow P$	$P \rightarrow R$	$R \rightarrow G$

При етноцентричній орієнтації (E) фірми її зарубіжні операції розглядаються як такі,
 що підпорядковані її діяльності на внутрішньому ринку. Поліцентрична орієнтація (P) — це
 врахування особливостей бізнесового середовища різних країн. Регіоцентризму (R)
 притаманне зосередження на регіональній організації повноважень і комунікаційних потоків.
 Геоцентризм або глобалізм (G) — це співробітництво між штаб-квартирою і філіями для
 розроблення стандартів і процедур, які б відповідали і загальним, і локальним завданням
 фірми.

Найбільш авторитетними вважаються визначення ТНК впливовими міжнародними
 організаціями. Згідно з Організацією економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР),
транснаціональна корпорація — це така група компаній приватної, державної або
 змішаної форм власності, що знаходяться в різних країнах, в якій одна чи більше з цих
 компаній може значно впливати на діяльність інших, особливо в сфері обміну знаннями і
 ресурсами. За визначенням, що схвалене ЮНКТАД (Конференція ООН з торгівлі та

розвитку), **ТНК** — це підприємство, що об'єднує юридичні особи будь-яких організаційно-правових форм і видів діяльності у двох і більше країнах, провадить скоординовану політику і втілює в життя загальну стратегію через один або більше центрів прийняття рішень. Отже, під транснаціональною корпорацією розуміється група підприємств, що функціонують у різних країнах, але контролюються штаб-квартирою, що міститься в одній конкретній країні.

В економічній літературі поряд з терміном «транснаціональна корпорація» як синоніми використовуються також: «транснаціональна компанія» (не всі компанії-партнери, що мають загальний бухгалтерський баланс, мають організаційну форму корпорації) і «багатонаціональна корпорація» (компанія)

Природно, що у діяльності ТНК головним є прямі іноземні інвестиції. Загальний обсяг накопичених прямих іноземних інвестицій становить 3,2 трлн. дол. США (1996 р.), останніми роками вони зростали втричі скоріше, ніж внутрішні інвестиції, і суттєво випереджали темпи зростання світового ВВП та експорту (табл. 2.12).

З урахуванням форм міжнародної діяльності ТНК, що не відображаються у статистиці прямих інвестицій (субпідрядні, ліцензійні, франчайзингові угоди, договори про управління) продажі зарубіжних філій оцінюються більш, ніж у 7 трлн. дол. США.

Характерно, що при загальному обсягу ПЗІ в 1999 р. 865 млрд доларів США, лівова частка припадає на транснаціональні злиття та поглинання компаній, які дорівнювали 720 млрд доларів США в 1999 р., тобто на злиття та придбання за участю ТНК припадає понад 80% загальносвітових обсягів ПЗІ .

Злиття та поглинання дозволяють ТНК: отримати стратегічні активи інших фірм, монополізувати ринки; досягти ефектів синергізму; збільшити розміри ТНК; диверсифікувати ризики; використати нові фінансові можливості; реалізувати особисті інтереси вищого менеджменту тощо. В середині 1980-х років спочатку у декількох найбільш активних ТНК, а потім і у більш широкого їх кола сформувались глобальні стратегії, коли одночасно враховуються наступні правила поведінки на міжнародних ринках: мати загальносвітове бачення ринків і конкуренції; добре знати своїх конкурентів в олігополістичній ринковій структурі; контролювати свої операції якщо не у загальносвітовому масштабі, то принаймні в тріаді «США—ЄС—Японія»; оперувати у високотехнологічних промислових галузях; координувати свою діяльність до допомогою гнучких виробництв та інформаційних технологій; інтегрувати свої заводи і спеціалізовані філії в єдину міжнародну мережу управління; інтегруватися з іншими ТНК тощо. Про зростаюче значення компетентних глобальних лідерів свідчать наступні рейтингові оцінки (табл. 4).

Пріоритетна важливість глобального лідерства

Потреби	Середній рейтинг
Компетентні глобальні лідери	6,1
Адекватні фінансові ресурси	5,9
Покращена міжнародна комунікаційна технологія	5,1
Робочий персонал більш високого рівня	5,0
Більш висока політична стабільність в країні, що розвивається	4,7
Здійснення якнайбільшої підтримки торгівлі з боку національного уряду	4,5
Зняття або зменшення тарифів та обмежень в інших країнах	4,4

1 = не має значення, 7 = виключно важливо

Поширеною формою міжнародної підприємницької інвестиційної діяльності, яка потребує окремого розгляду, є міжнародні спільні підприємства.

Міжнародне спільне підприємство (МСП) — це одна з форм міжнародного бізнесу, коли зарубіжний та місцевий партнери створюють нове підприємство, поєднують свої зусилля в інвестуванні, управлінні, розподілі доходів та ризиків.

Для МСП характерні такі особливості: наявність угоди про довгострокові завдання співробітництва; об'єднання сторонами активів; оцінка об'єднаних активів як капіталовкладень обох сторін; реалізація погоджених завдань через самостійні органи управління, які незалежні від органів управління сторін; участь обох сторін у прибутках та збитках, відповідно до вкладеного капіталу.

Переваги МСП обумовлені тим, що ця форма співробітництва є довготривалою, забезпечує комплексність співпраці, спільну відповідальність партнерів за ефективність діяльності підприємства, зменшується інвестиційний ризик, особливо його залежність від політичних чинників. Дуже часто МСП — це єдина або найбільш заохочувана форма проникнення підприємницького капіталу в іншу країну.

Реалізація міжнародного бізнесу можлива:

без створення нового підприємства (юридичної особи), тобто реалізація бізнесу у рамках міжнародної кооперації та міжнародної торгівлі товарами та послугами (експорт, управління за контрактом, ліцензування). У цих випадках відносини між партнерами регулюються відповідними угодами та контрактами;

із створенням нового суб'єкта господарювання, а саме спільного підприємства або зарубіжної філії (при 100%-му прямому інвестуванні, крім випадків, коли створюються так звані контрактні (договірні) СП без реєстрації підприємства у спільному володінні).

МСП можна розглядати також як один із різновидів стратегічних альянсів, що реалізується через ефективний розподіл прав власності. Розподіл прав власності у формі МСП має ряд переваг у порівнянні із 100%-ним володінням підприємством за кордоном: прискорення процесу розширення фірми у географічному аспекті, розширення бази досліджень і розробок, передача контролю над підприємством на місця тощо. Крім того, співпраця у формі МСП генерує синергійний ефект від взаємодії двох або декількох фірм, що знаходяться в різних країнах. Партнери по стратегічному альянсу у формі МСП можуть поєднати свої дії так:

іноземна фірма об'єднує свої зусилля з місцевою;

фірми двох або декількох держав поєднують свої дії у третій країні або у одній із своїх країн. (Зазначимо, що коли в роботі СП беруть участь більше двох організацій, то таке СП іноді називають консорціумом).

Загалом, стратегічні альянси є продуктом еволюції конкурентних стратегій на певному етапі розвитку того чи іншого ринку (рис. 2.14, 2.15

Зауважимо, що у багатьох країнах з перехідними економіками, в тому числі і в Україні, спільні із зарубіжними партнерами підприємства розглядаються як одна із нових форм господарювання.

Визначення МСП одночасно як:

а) форми міжнародного бізнесу; б) специфічного (нового) суб'єкта міжнародного бізнесу; в) стратегії входження у зарубіжний ринок; г) різновиду прямого іноземного інвестування; д) форми господарювання — дозволяє не тільки окреслити його суттєві ознаки, але й позиціонувати МСП у системі макро- та мікроекономічного регулювання, адже створення та діяльність МСП регулюються багатьма різними нормативно-правовими актами (про іноземну інвестиційну діяльність, про національне підприємництво, у межах антимонопольних заходів тощо).

Зауважимо, що вказані в таблиці ознаки мають важливе значення для комплексного аналізу МСП. Наприклад, для розуміння мотивації безпосередніх партнерів та їх впливу на подальшу розробку стратегії діяльності МСП принципово важливо знати, на яких засадах партнери беруть участь у спільному підприємстві — паритетних, з пільгою чи меншою участю іноземного інвестора (п. 3.7, табл. 2.15). Участь на паритетних засадах поширена в промислово розвинутих країнах, коли підприємство створюється майже виключно з підприємницьких мотивів при участі рівних за значенням партнерів. Рівна частка участі в капіталі підприємства розглядається як доказ рівноправного співробітництва та взаємного визнання партнерів і теоретично є ідеальним вирішенням питання організації підприємства з іноземною участю. Однак таке співробітництво має і негативний бік, який проявляється в

тому випадку, коли одному з партнерів необхідно взяти на себе відповідальність за вирішення якого-небудь питання (відсутність «лідера» в конфліктній ситуації).

Створення підприємств на паритетних засадах може зумовлюватися правовим регулюванням, згідно з яким участь іноземного партнера не повинна перевищувати частки місцевого партнера.

Організація МСП з більшою часткою іноземного капіталу в статутному фонді має місце, тоді, коли іноземний партнер бажає забезпечити максимальний контроль за діяльністю підприємства. Це необхідно також і в тому разі, коли місцевий партнер не має фінансових коштів для того, щоб збільшити свою частку в підприємстві. Для таких підприємств негативним моментом є те, що місцева влада розглядає подібне підприємство не як національне, а як іноземне, і може відмовити йому в наданні додаткових пільг. Іноді для усунення цього недоліку іноземні підприємці намагаються перекласти на плечі місцевого партнера поточне керування підприємством, а свою власну діяльність обмежують контролем. У цьому випадку в оперативні відносини з державними органами вступає тільки місцевий партнер. У деяких країнах, зокрема і в Україні, існує порядок, який передбачає додаткові пільги тим підприємствам, у своєму статутному фонді яких частка іноземного капіталу більша за певний відсоток.

Створення МСП з меншою часткою іноземного партнера у його статутному фонді у більшості випадків неприйнятне для західних фірм, котрі прагнуть здійснювати контроль за діяльністю підприємства. При цьому іноземні інвестори встановлюють сувору взаємозалежність між часткою капіталу і правом контролю. Однак існує практика, коли право на керування може бути встановлене договором про порядок діяльності підприємства без залежності від частки капіталу. Закордонні інвестори погоджуються з меншою часткою своєї участі в капіталі МСП в країнах, де помітні значні зусилля щодо націоналізації економіки, і вони можуть зазнати збитків внаслідок дискримінації, офіційних регламентацій, які обмежують діяльність підприємства. Підприємства, в капіталі яких іноземний інвестор має меншу частку, за своїм характером більш близькі до національних підприємств, і тому вони користуються різними пільгами більш масштабно використовують місцеву робочу силу, сировину, а також можливості збуту продукції на місцевому ринку.

Рекомендована література:

1. Закон України «Про інвестиційну діяльність» від 18. 09.1991р
2. Кілячков А.А. Ринок цінних паперів і біржова справа - М: Юрист 2006.
3. Мішель Пейбро. Міжнародні економічні, валютні і фінансові відносини .- М.: Прогрес-Універс, 2005.

Тема 3,4.

Міжнародні операції з цінними паперами та особливості венчурного інвестування 4 год.

Мета: ознайомити студентів із особливостями класифікації цінних паперів та венчурного інвестування.

- 1. Цінні папери, їх фундаментальні якості та систематизація.**
- 2. Характеристики акцій та облігацій.**
- 3. Похідні цінні папери.**
- 4. Види міжнародних операцій з цінними паперами.**
- 5. Учасники міжнародних операцій з цінними паперами.**
- 6. Фондова біржа.**
- 7. Венчурне інвестування**

1. Цінні папери, їх фундаментальні якості та систематизація.

Основу міжнародного портфельного інвестування складають операції з цінними паперами. Цінний папір — це документ, який засвідчує майнове право чи відношення позики власника документа щодо особи, яка випустила такий документ. Більшість цінних паперів повинні проходити особливу процедуру реєстрації. Вона вимагається для того, щоб подати інвесторам надійну і суттєву інформацію про цінні папери, які відкрито пропонуються. Володіючи такою інформацією, інвестори можуть досить точно оцінити якість своїх інвестицій.

Цінні папери, як і інші складні об'єкти, можна класифікувати за численними ознаками:

1. економічна природа (відносини власності — акція; кредитні відносини — облігація, нора, вексель);
2. тип права, що реалізуються (грошові вимоги — облігація, вексель; майнові права — акція, закладна, коносамент);
3. економічний статус (фондові і комерційні);
4. матеріальна форма (обособлені документи, записи на рахунках);
5. форма власності (державні і недержавні);
6. національна приналежність (національні, іноземні, міжнародні);
7. особливості випуску та обігу (за цільовою орієнтацією, обіговістю, доходністю, передачею майнових прав, черговістю задоволення претензій, порядком дотримання терміну погашення тощо).

Важливо акцентувати увагу на неоднаковій інвестиційній значущості тих чи інших цінних паперів. Одні з них (векселі, депозитні сертифікати та інші короткотермінові папери) обертаються на грошовому ринку як замітники грошей для виконання розрахунків за

постачання товарів і платежів за різні зобов'язання, епізодично виконуючи також роль засобу для короткотермінового інвестування з метою одержання доходу. Інші цінні папери (акції, облігації, інвестиційні сертифікати та ін.) обертаються на ринку капіталу і служать для фінансування довготермінових інвестицій у виробництво та комерційну діяльність.

У вузькому розумінні до безпосередньо інвестиційних цінних паперів належать ті, що дають право власнику на частину активів емітента, тобто всі види акцій всіх типів емітентів. У широкому розумінні (опосередковано) до інвестиційних можна віднести також окремі види боргових цінних паперів, сертифікатів та похідних.

2. Характеристики акцій та облігацій.

Акція — це пайовий цінний папір, що закріплює права його власника на одержання частки прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів і на участь в управлінні цим товариством, а також на частину майна під час його ліквідації. Акція — безстроковий документ і існує стільки, скільки існує акціонерне товариство. Для емітента випуск акцій є джерелом капіталу і його влаштовує те, що він не зобов'язаний повертати інвесторам вкладений ними капітал. Інвестор, який купує акції, також дотримується власних інтересів — одержати дохід і брати участь в управлінні акціонерним товариством (пропорційно купленим акціям). У більшості випадках емісія акцій здійснюється під час заснування акціонерного товариства, тобто формування статутного капіталу, перетворення вже існуючої компанії в акціонерне товариство і додаткової мобілізації капіталу для збільшення існуючого статутного капіталу. Доход від акцій її власник одержує у вигляді дивіденду, отриманого з частого прибутку, після сплати всіх боргів і відрахувань. Дивіденди виплачуються, таким чином, в останню чергу і їх розмір встановлюється рішенням загальних зборів акціонерів. Доходами акціонера є також і збільшення ринкової вартості акції (таюл. 1).

Таблиця 1

Систематизація основних видів інвестиційних цінних паперів

Інвестиційні цінні папери									
Пайові (акції)		Боргові (облігації)		Сертифікати		Похідні			
Іменні	На пред'явника	Внутрішніх державних позик		Глобальні		Варрант			
		Зовнішніх державних позик				Депозитарна розписка			
		Місцевих позик (муніципальні)		Термінові		Підписні права на акції			
		Підприємств							
Відкриті	Закриті	Вільного обігу	Обмеженого обігу	Термінові	На пред'явника	Контракти		Опціони	
		Серійні	Ординарні	Інвестиційні		Форвард	Ф'ючерс	Кол	Пут
						Комбінаційні			
Звичайні		Короткотермінові		Документарні	Бездокументарні	Стредл		Стренгл	
Привілейовані		Середньотермінові		Компенсаційні		Стреп		Стрип	

Кумулятивні	Некумулятивні	Довготермінові		Спред
Конвертовані	Неконвертовані	Безтермінові		

Акції бувають іменні і на пред'явника. У першому випадку ім'я власника обов'язково заноситься до книги реєстрації (реєстр), яку веде або сам емітент, або реєстратор чи депозитарій. У другому випадку (на пред'явника) акції не реєструються і досить фактичного володіння акцією для того, щоб її власник підтвердив, що саме він є акціонером даного акціонерного товариства. Акція на пред'явника, на відміну від іменної, може випускатися тільки у документарній (паперовій) формі. Вона повинна бути обов'язково оплаченою її власником.

За ступенем вільного обігу акції поділяються на відкриті і закриті. Власником відкритої акції може стати будь-який покупець, а закритої — тільки деякий (певної категорії). Випускаються також акції, що не мають взагалі ніякого ходіння на ринку.

Звичайно акції продаються і купуються, але існують і акції, які розподіляються серед акціонерів даної компанії пропорційно раніше одержаним ними акціям. Акція може бути засновницькою, тобто такою, яка розповсюджується лише серед засновників акціонерного товариства і дає їм деякі переваги: додаткову кількість голосів, першочергове право на одержання акцій наступних випусків, вирішальний при прийнятті рішень з питань діяльності компанії.

З численних класифікаційних ознак акцій помітно виділяються декілька основних — фіксованість доходу, участь в управлінні та ін. Відносно цих ознак акції поділяються на звичайні (прості) і привілейовані (преференціальні).

Акція є звичайною, якщо вона засвідчує: а) право власника на участь в управлінні справами акціонерного товариства;

б) право на одержання дивідендів, причому не гарантованих і не фіксованих;

в) право на певну частину майна, яке залишається після ліквідації акціонерного товариства.

Акція є привілейованою, якщо вона засвідчує:

а) право власника на одержання дивідендів, в основному, з фіксованим відсотком, що виплачується незалежно від результатів діяльності акціонерного товариства;

б) переважне право (порівняно з власниками звичайних акцій) на першочергове одержання дивідендів і на пріоритетну участь у розподілі майна акціонерного товариства під час його ліквідації (якщо подібний пріоритет передбачений умовами випуску акцій).

Є модифікація привілейованої акції, яка передбачає додаткову участь, а саме: право власника одержувати додаткові дивіденди поверх оголошеної суми у тому випадку, якщо дивіденди зі звичайних акцій перевищують оголошену суму. Тобто, забезпечується участь власників таких привілейованих акцій у розподілі прибутку, що залишається.

Інша модифікація привілейованої акції («привілея, що бере участь») дозволяє її власникові брати безпосередню участь у розподілі надприбутку, тоді як власник будь-якої іншої акції такого права не має.

Ці переваги привілейованих акцій перед простими акціями зрівноважуються тим, що власник привілейованої акції не має права брати участь в управлінні акціонерним товариством. Він не має права голосу на зборах акціонерів, якщо статутом акціонерного товариства це спеціально не передбачено.

Переваги привілейованої акції — «безголосого» цінного паперу — слід розглядати як компенсацію за відсутність права голосу.

Привілейована акція не можуть випускатися на суму, що перевищує 10 відсотків статутного фонду акціонерного товариства.

Привілейовані акції з коректованим дивідендом. Це такий цінний папір, який дозволяє його власникові одержувати щоквартально збільшений дивіденд, збільшення відбиває зміну відсоткових ставок з короткотермінових державних облігацій або позичкового відсотка з банківських кредитів.

Привілейована акція з відстроченим дивідендом. Це цінний папір, котрий випускається тільки для засновників даного акціонерного товариства. Дивіденди по цій акції не виплачуються до того часу, поки за звичайними акціями не буде досягнуто виплати дивідендів за максимально встановленою квотою. Частина прибутку, що залишилася після таких виплат повністю або частково розподіляється між власниками згаданих акцій.

Вельми популярними є два різновиди привілейованих акцій: кумулятивні і конвертовані.

Більшість привілейованих акцій є кумулятивними вони мають властивість кумуляції (накопичення) дивідендів, що надає їм підвищену надійність. Правило таке: дивіденди, не виплачені акціонерам протягом деякого періоду не анулюються, а накопичуються і нараховуються власникам привілейованих акцій. Вони одержують дохід в наступному періоді у розмірі накопиченої суми. А от власники некумулятивних привілейованих акцій втрачають свій дохід за будь-який період часу, протягом якого не оголошувалася виплата дивідендів.

Кумулятивні привілеї не тільки підвищують надійність акцій, але й надають їм певну спекулятивність. Справа в тому, що з погіршенням фінансового становища акціонерного товариства заборгованість його перед акціонерами накопичується, а з покращенням — виплата відбувається повністю. Це призводить до того, що зі збільшенням прибутків даного акціонерного товариства зростає попит на його кумулятивні акції, бо заборгованість (так звані «аррії») одержить той, хто матиме ці акції на момент оголошення дивідендів.

Незалежно від кумулятивності, привілейовані акції можуть бути конвертованими (конвертабельними), тобто мати властивість обмінюватися по обговореній ставці на певну кількість звичайних акцій чи облігацій даного емітента. Неконвертовані акції не змінюють свій статус.

Емітент може залишити за собою право відкликання привілейованих акцій, тобто право будь-коли викупити їх за номінальною ціною з компенсаційною надбавкою.

Як бачимо, привілеїв у власників таких цінних паперів немало. Тому не викликає подиву підвищений інтерес на фондовому ринку саме до привілейованих акцій. Наприклад, якщо в США вартість привілейованих акцій в загальній вартості всіх акцій в 1981 р. становила всього 7%, то на 1992 рік цей показник піднявся до 27% і продовжує підвищуватися.

Секрет такого успіху привілейованих акцій пояснюється досить просто. Пільги, що дозволяють одержувати підвищений і стійкий (надійний) дохід, роблять ці акції привабливими для інвесторів. Емітентів привілейовані акції теж влаштовують. Справа в тому, що з одного боку, через пільгові акції емітент одержує капітал у великому розмірі і має можливість розширити виробництво або перепрофілювати його. З іншого боку, цілий ряд обмежень, перш за все перетворення власника безголосих акцій у пасивного акціонера, дозволяє емітенту захищати систему управління підприємством від «сторонніх», не розпилювати статутний фонд, зберегти контрольний пакет акцій. Принцип «дай гроші, візьми привілеї і не втручайся в наші справи» багатьох емітентів влаштовує. А коли обидві сторони задоволені вчинками одна одною, то це значить, що така співпраця є перспективною.

Облігація — це борговий цінний папір, що визначає боргові відносини між власником (володарем, держателем) облігації та емітентом і підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість в обумовлений термін, а також виплачувати визначений відсоток (винагороду). Відносини між вказаними особами трактуються як позика.

Цінний папір є облігацією, якщо він засвідчує наступне:

а) право на одержання у фіксований термін його номінальної вартості або іншого майнового еквівалента;

б) право на одержання фіксованого відсотка від номінальної вартості.

Акція та облігація належать до різних видів цінних паперів. Акція — це право на власність, а облігація — право на позику. Власник акції бере участь в управлінні (маються на увазі не привілейовані, а звичайні акції), а власник облігації участі в управлінні не бере. Зате останньому гарантовано стабільний дохід (у вигляді твердої відсоткової винагороди), в той час як дивіденди можуть бути як великими, так і малими (а іноді навіть взагалі не виплачуватися). Акції пов'язані з підвищеним ризиком, хоча, з іншого боку, обіцяють

принадливий зиск і тим самим імпонують багатьом інвесторам. Вища якість (надійність) облігації супроводжується нижчим відсотком виплати. Облігації привабливі для обачливого інвестора, особливо тоді, коли він не дуже багатий для того, щоб ризикувати.

До облігації, випущеної в документарній формі, якщо вона не є дисконтною (про дисконт мова піде далі), додається купон, котрий дає власникові право на одержання доходу. Розрізняють номінальну, викупну і курсову (ринкову) вартість облігації. Придбання облігацій може здійснюватися громадянами та юридичними особами за рахунок як власних, так і позикових коштів.

Облігації ще більше, порівняно з акціями, відрізняються різноманітністю видів і модифікаціями. Для групування облігацій і створення різновидів існує безліч класифікаційних ознак, а саме: забезпечення позики, періодичність нарахування доходу, терміни погашення позики, надійність, режим обігу, способи виплати доходу та погашення облігацій і т.д.

Кожен з різновидів облігацій має свої особливості. Наприклад, якщо облігація є цільовою, то обов'язково вказуються товари або послуги, під які вона випускається. Облігація з бонами на підписку дає право її власникові на одержання облігацій того чи емітента під час їх нових випусків, а якщо власник не хоче цього придбання, то він вправі продати бони на ринку як самостійні цінні папери. Облігації з правом дострокового погашення надають це право емітенту, яким він може скористатися, як захоче. Найпопулярнішими різновидностями облігацій є:

- а) облігації зовнішніх і внутрішніх державних позик;
- б) облігації місцевих позик;
- в) облігації підприємств;
- г) іноземні облігації, наприклад, облігації Міжнародного банку реконструкції і розвитку, Міжнародного валютного фонду.

Одним з видів державних облігацій є **казначейські зобов'язання**. Рішення про випуск довготермінових і середньотермінових казначейських зобов'язань приймає уряд, а про випуск короткотермінових — Міністерство фінансів.

Рішення про випуск місцевих позик приймають органи місцевого самоврядування.

Підприємство у більшості випадків має право випускати облігації на суму не більше 30% від розміру свого статутного фонду. У відповідній інформації підприємства вказуються дані про господарську діяльність підприємства та його службових осіб, мета випуску облігацій, терміни повернення коштів у разі відмови від випуску облігацій тощо.

Державні облігації відрізняються високою надійністю. Причина тому — платоспроможність держави, яка має великі фінансові активи.

Облігації випускаються на різні терміни й умовно поділяються на короткотермінові (до 3 років), середньотермінові (від 3 до 7 років) і довготермінові (від 7 до 30 років). Наприклад, казначейські зобов'язання випускаються на термін до 1-го року, від 1-го до 5-ти років або від 5-ти до 10-ти років. Існують також безтермінові облігації, під час випуску яких не вказується термін погашення. Облігації можуть не друкуватися у вигляді окремих документів, а відбиватися у боргових книгах («касові» облігації). За іменними (зареєстрованими) облігаціями виплати здійснюються безпосередньо їх власником. До облігацій на пред'явника додаються відривні купони для одержання виплат на кожен дату платежу.

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

Про заставу слід сказати докладніше. Облігація є забезпеченою, якщо емітент гарантує виконання своїх зобов'язань як щодо повернення основної суми боргу, так і виплати процентів з нього. Застосовуються різні види застави: майно, фондові цінності, доходи від майбутніх проектів, майбутні податкові надходження та ін.

Якщо виконання зобов'язань по облігаціях забезпечується не самим емітентом, а іншою юридичною особою, то така облігація називається гарантованою. Рейтинг облігацій цього виду зумовлюється фінансовою вагомістю компанії-гаранта. Предметом гарантій може бути частина виплат: або лише відсотки, або лише сума позики.

За так званими реорганізаційними облігаціями емітент відповідає перед інвесторами тільки по капітальній сумі позики. Щодо виплат відсотків, то їх розмір залежить від доходів емітента.

Надійність одного й того ж емітента на різних ринках звичайно котується по-різному, тому деякі емітенти випускають так звані своп-облігації, під час випуску яких умови виплати доходу і погашення пов'язують з умовами обміну валют (своп-угода).

Існують цінні папери, які називаються облігаціями з поверненням. Це облігації з достроковим відкликанням. Емітент має право відкликати їх раніше терміну погашення й викупити за ціною трохи вищою за номінальну. Відкликавши їх, емітент може випустити нові облігації, але вже з новою ставкою і терміном погашення. Причиною відкликання облігацій звичайно є зниження відсоткових ставок порівняно з тими, під які випускались облігації, а також зміни терміну погашення боргу.

Практика знає облігації з розширенням та облігації із звуженням. Перші випускаються на певний термін і дають можливість власникові обміняти їх в момент викупу на довгострокові зобов'язання того ж достоїнства. Облігації із звуженням (так звані рекретивні

облігації) мають зворотну дію: випущені на довший термін, вони можуть погашатися значно раніше. Не важко побачити, що облігації з розширенням більше влаштовують емітента, а облігації із звуженням — інвестора.

Облігації можуть бути конвертованими (конверсійними), якщо в умовах їх випуску обумовлена можливість обмінювати їх на прості або привілейовані акції, які випускає даний емітент. Обмін відбувається протягом строку позики. Звичайно, власник таких облігацій обмінює їх лише тоді, коли дивіденди з акцій будуть вищими, ніж відсотки з облігацій (така ознака властива єврооблігаціям). Конверсія дає можливість емітенту знизити ставку відсотка, а інвестору — впевнитися у підвищеній надійності облігації та заручитися перспективою зростання власного капіталу вже у формі дивідендів.

Під час розгляду питання про виплати з облігацій потрібно з'ясувати, по-перше, за якою ставкою здійснюється виплата, по-друге, у якому вигляді і, по-третє, коли відбувається виплата.

Ставка облігацій може бути не тільки твердою (фіксованою), але й змінною (плаваючою). **Фіксована купонна ставка** використовується для періодичної виплати доходів у вигляді відсотків (такі облігації можуть достроково відкликатися емітентом). **Облігація з плаваючою купонною ставкою**, яка залежить від кон'юнктури на ринку, є цінним папером із зростаючою купонною ставкою, яка служить стабілізуючим елементом в умовах інфляції. **Облігації з мінікупоном** — перехідна форма від купонної до безкупонної облігації, котра має порівняно невелику відсоткову ставку за купоном і мінімальну знижку (дисконт). Не винятком є виплата доходу за змішаною формою: частина терміну (наприклад, перші два-три роки) відсоток з облігації виплачується за фіксованою ставкою, решта часу — за плаваючою.

Терміни виплат з відсотків вказуються в умовах випуску облігацій. Наприклад, за середньостроковими облігаціями терміном від одного до п'яти років (так звані «ноти») відсотки виплачуються раз на півроку. Відома облігація під назвою «дохідна». За нею емітент зобов'язується виплатити суму боргу, а щодо відсотків, то вони виплачуються лише тоді, коли емітент одержує дохід, розмір якого дає йому можливість робити виплату. У деяких випадках сума накопичених, але невикористаних відсотків, може виставлятися як вимога до емітента з настанням терміну погашення облігації. Це кумулятивні облігації, дохід з яких накопичується на момент викупу і виплачується одночасно з погашенням.

Вельми розповсюдженим є спосіб позички через безвідсоткові (але не бездохідні!) облігації, які реалізуються зі знижкою (проти номіналу), а погашаються за номінальною ціною, створюючи тим самим дохід інвестора. Такі облігації належать до дисконтних цінних паперів. **Дисконт** — це різниця між номінальною вартістю цінного папера та його ринковою (курсовою) ціною. За такою дисконтною облігацією (до неї належать облігації з нульовим

купоном) інвестор одержує дохід тільки під час викупу облігацій один раз, а не щорічно, але може не сплачувати податок на дохід від облігацій (за відповідними законодавчими нормами). Дисконтні облігації належать до ризикових, але привабливих, бо передбачають одержання великого доходу.

Облігації місцевих позик, що випускаються місцевими органами влади, іноді називають **муніципальними**.

Муніципальні облігації привабливі для всіх учасників їх обігу: емітенти одержують позикові кошти для здійснення місцевих програм і проектів, в результаті чого їм немає необхідності збільшувати місцеві податки для забезпечення збільшення витрат з місцевого бюджету або ж просити дотації з центру; інвестори теж мають зиск, тому що одержують у власність надійні цінні папери, які дають хоча й невеликий, але стабільний дохід; населення регіону одержує важливі для нього об'єкти у галузях виробництва, торгівлі й обслуговування, не підлягаючи при цьому обкладанню підвищеними податками.

Показовим є те, що у минулому десятилітті в США обсяг випуску облігацій муніципальної позики зріс більш, ніж на 70% і наблизився до обсягу випуску облігацій федерального уряду. Такі цінні папери випускають не тільки муніципалітети, але й різні місцеві адміністративні та господарські структури — від штатів і міст до шкільних районів та органів управління платними дорогами.

Популярність облігацій підтверджується цифрами. Якщо світове фінансове багатство взяти за 100%, то готівка складе 14, акції — 40, а облігації — 46%.

Однак, навіть у такого цінного папера, як облігація, є слабке місце. Справа в тому, що купонна ставка являє собою періодичну виплату відсотків і не враховує інфляційні процеси. Але й цей недолік можна нейтралізувати, якщо поряд з виплатою доходів у вигляді фіксованого відсотка виплачувати дивіденди. Крім того, власникові корпоративних облігацій можна надати право на частину майна акціонерного товариства під час його ліквідації.

Тому не випадково в кінці 70-х років на світовому фондовому ринку одержали розповсюдження облігації з плаваючою відсотковою ставкою, яка змінюється разом зі зміною доходності облігації та позичкового відсотка. Поряд з цим стали застосовуватися облігації з індексованим відсотком, який прив'язується вже не до позичкового відсотка, а до індексу цін на певні товари: змінюється рівень цін на товари і, як наслідок, змінюється відсоток з облігацій. У 80-х роках почали застосовувати змішані (гібридні) облігації. Їх суть у тому, що з досягненням певного рівня плаваючої ставки, вона заморожується, в результаті чого облігації починають давати фіксований дохід.

Отже, розвиток міжнародної системи облігацій бачиться у розширенні сукупності їх властивостей, у створенні нових видів і різновидностей облігацій стосовно вимог фондового ринку, економічної ситуації, яка складається в економіці, та інтересів учасників купівлі-

продажу облігацій. В цілому облігації, як і акції, є важливим джерелом інвестування, хоча інвестиційна значущість цих цінних паперів неоднакова.

3. Похідні цінні папери.

Цінні папери, які фіксують проміжні права партнерів під час укладання угоди, називають **похідними**. Вони не дають їх власникові ні права власності, ні права на одержання доходу, але засвідчують право на купівлю або продаж в майбутньому цінних паперів того чи іншого виду (частіше акцій). Відповідні термінові угоди бувають тверді й умовні. Перші — обов'язкові до виконання, а другі надають одній із сторін угоди право виконати або не виконати її. До твердих належать форвардні й ф'ючерсні угоди, а до умовних — опціонні угоди.

У практиці ринку термінових угод вживається ряд спеціальних термінів. Так, коли особа купує контракт, то говорять, що вона відкриває (або займає) довгу позицію. Навпаки, особа, яка продає контракт, займає (або відкриває) коротку позицію. Якщо інвестор купив (або продав) контракт, то він може потім закрити свою позицію за допомогою продажу (або купівлі) його. Угода, що закриває відкриту позицію, називається офсетною (протилежна дія), тобто протилежною щодо початкової угоди. Довгий контракт означає купівлю контракту, а короткий — продаж контракту.

Форвардний контракт являє собою угоду між контрагентами про майбутнє постачання предмету контракту (активу). Форвардний контракт укладається поза фондовою біржею. Умови договору обумовлюються на момент укладення контракту, а його виконання здійснюється у відповідності з цими умовами в зазначений термін. Форвардний контракт укладається звичайно для здійснення реального продажу або купівлі відповідного активу і має за мету страхування постачальника або покупця від можливої несприятливої для нього зміни на ринку.

Угоди, які ставлять метою негайне постачання активу, називаються касовими або спотовими («спот», означає «наявний»), а ринок таких угод — касовим або спотовим.

Форвардний контракт може укладатися не тільки для страхування (хеджування) від можливих збитків, але й для гри на різниці ринкової (курсової) вартості активів. При цьому особа, яка відкриває довгу позицію (купує контракт), розраховує на майбутнє зростання ціни активу, а особа, яка займає коротку позицію (та, що продає контракт), розраховує на зниження ціни активу. Саме протилежність прогнозів сторін є основою для укладення такого контракту.

Форвардний контракт — це угода, що укладається, як було сказано, за межами фондової біржі, тому він не є стандартним, тобто склад його умов може бути довільним, а

самі умови не контрольованими. Ця обставина звужує вторинний ринок форвардних контрактів, так як важко знайти третю особу, інтереси якої точно відповідали б умовам форвардного контракту. Ліквідувати свою позицію за форвардним контрактом одна зі сторін, як правило, має право лише за згодою іншої сторони.

Ф'ючерсний контракт нагадує форвардний, але в той же час відрізняється від нього. Найсуттєвіша відмінність полягає в тому, що ф'ючерсний контракт укладається лише на фондовій біржі і є стандартним за складом умов і процедур виконання. Біржа розроблює стандартні умови для кожного виду активу. Тому ф'ючерсні контракти є ліквідними і для них існує широкий вторинний ринок. Цим ф'ючерсний контракт, порівняно з форвардним, надає своєму власникові суттєву перевагу. Однак, необхідно визнати, що стандартний характер контракту інколи буває незручним для учасників ринку, які бажають постачати актив в іншому обсязі, в іншому місті і в інший час, ніж це передбачено ф'ючерсом. І все ж, частіше віддають перевагу ф'ючерсному контрактові. Адже його виконання гарантується розрахунковою палатою біржі, і тому інвесторам немає потреби з'ясовувати фінансове становище контрагента. Після укладення і реєстрації ф'ючерсного контракту посередником між продавцем і покупцем стає розрахункова палата біржі. Для покупця палата є продавцем, а для продавця — покупцем. Механізм таких взаємовідносин вже досить відпрацьований. Коли в учасника контракту з'являється бажання здійснити або прийняти поставку, то він не ліквідує свою позицію до дня поставки і в установленому порядку інформує палату про готовність виконати свої зобов'язання за даним контрактом. У цьому випадку розрахункова палата вибирає особу з протилежною позицією, котра не закрита за допомогою офсетної угоди, і повідомляє учасника контракту про необхідність здійснити або прийняти актив, що вимагається контрактом.

Укладення ф'ючерсного контракту не вимагає від інвестора негайних витрат за контрактом (за винятком комісійних). Але під час укладення контракту розрахункова палата пред'являє певні вимоги до учасників. З відкриттям позиції інвестор (як з довгою, так і з короткою позиціями) зобов'язаний внести на рахунок брокерської компанії певну суму грошей як заставу. Ця застава називається маржею. Мінімальний розмір маржі встановлюється розрахунковою палатою на підставі обліку максимальних денних відхилень ціни активу, що лежить в основі контракту, за минулі періоди. Розрахункова палата встановлює також нижній рівень маржі. Якщо за форвардним контрактом виграші і втрати реалізуються тільки після закінчення терміну контракту, то за ф'ючерсним — розрахункова палата біржі робить в кінці кожного торгового дня перерахунок позицій інвесторів і переказує суму виграшу з рахунка тієї сторони, що програла, на рахунок тієї, що виграла. Дана сума грошей називається варіаційною (змінною) маржею. Коли на маржевому рахунку інвестора накопичується сума більша встановленого палатою нижнього рівня маржі, то він

може скористатися цим надлишком, знявши його з рахунка. Якщо сума вкладника на рахунку опускається нижче встановленого мінімуму, брокер сповіщає клієнта про необхідність внесення додаткових коштів. У випадку, коли інвестор не вносить суму, що вимагається, брокер може ліквідувати його позицію, здійснивши офсетну операцію. Для того, щоб не допускати надмірної спекуляції на ф'ючерських контрактах і забезпечити систему гарантування виконання операцій, біржа встановлює для кожного виду контракту ліміт відхилення ф'ючерсної ціни поточного дня від ціни котування попереднього дня. Для обмеження спекулятивної активності фондова біржа встановлює також так званий позиційний ліміт у вигляді обмеження загальної кількості контрактів з врахуванням закінчення їх термінів, які має право тримати відкритим один інвестор.

Ціна, що фіксується під час укладення ф'ючерсного контракту, називається ф'ючерсною і відображає очікування інвесторів щодо майбутньої спотової ціни активу на ринку. На момент укладення контракту ф'ючерсна ціна може бути вищою (контанко) або нижчою (бекурдейшн) за спотову. До моменту закінчення терміну контракту ф'ючерсна ціна повинна стати рівною ціні спот, інакше з'являється можливість виконати арбітражну операцію: якщо ф'ючерсна ціна вища за спотову, то арбітражер продасть контракт і купить актив, за протилежної ситуації він продасть актив і купить контракт.

У випадках, коли інвестор не сумнівається у прогнозах щодо розвитку ситуації на фондовому ринку, він надає перевагу укладенню ф'ючерсного контракту. Але ф'ючерський контракт вимагає обов'язкового виконання операції і, якщо прогноз помилковий, інвестор може зазнати втрат. Для зменшення фінансового ризику інвестор звертається до **опціонних контрактів** (опціонів).

Слово «опціон» означає «вибір». Право вибору надається покупцеві опціону. Володар опціону має право на здійснення операції з цінними паперами, але він не зобов'язаний цю операцію виконувати. Так як і ф'ючерс, опціон є стандартизованою угодою. У ньому вказується кількість активів, ціна виконання контракту і дата здійснення операції.

Опціони бувають різними за своїми ознаками. Такими ознаками, в першу чергу, є тип опціону і позиція учасників угоди. Існують два типи опціону:

- опціон колл, тобто опціон на купівлю (опціон покупця);
- опціон пут, тобто опціон на продаж (опціон продавця).

Той, хто продає опціон, надає право вибору тому, хто цей опціон купує. Купуючи опціон колл, покупець набуває права купити у продавця опціону актив у встановленні терміни за ціною виконання або ж відмовитися від купівлі. Купуючи опціон пут, покупець набуває права продати продавцю опціону актив у встановленні терміни за ціною виконання або ж відмовитися від такого продажу.

Існують дві позиції по опціону: довга (позиція покупця опціону) і коротка (позиція продавця опціону). Сполучення типів і позицій створюють чотири види опціонів:

- довгий колл;
- короткий колл;
- довгий пут;
- короткий пут.

Отже, кожна особа, в принципі, може стати:

- покупцем опціону на купівлю;
- покупцем опціону на продаж;
- продавцем опціону на купівлю;
- продавцем опціону на продаж.

Взаємовідносини між учасниками опціонної операції мають два особливі етапи: момент укладення угоди і момент її виконання. Під час купівлі-продажу опціону (на першому етапі) продавець виписує опціон (продавця інколи називають «надписантом») і передає його покупцеві, одержуючи замість нього винагороду у вигляді премії (свого роду комісійні). Покупець опціону розглядає премію як плату за визначення права вибору (здійснювати угоду чи ні). Премія є компенсацією за ризик, що виникає під час купівлі-продажу цінних паперів. Отримана продавцем опціону премія залишається у нього незалежно від того, яке рішення прийме покупець — виконувати угоду чи ні. Отже, купівля-продаж опціону (на першому етапі) є не купівлею-продажем акцій активу, а передачею права покупцеві на здійснення в майбутньому (на другому етапі) купівлі або продажу цього активу.

Покупець опціону колл має гроші, а продавець опціону колл має актив. І навпаки, покупець опціону пут має актив, а продавець опціону пут має гроші. Опціон колл передбачає купівлю активу покупцем опціону, а опціон пут — купівлю активу продавцем опціону. Тобто, напрями руху активу в опціонах колл і пут протилежні, тоді як напрями руху опціонів однакові (від продавця опціону до його покупця).

Під час укладання контракту на опціон колл покупець опціону залишається покупцем активу, а продавець опціону залишається продавцем активу. Іншими словами, одна сторона двічі є покупцем, а інша — двічі продавцем.

Навпаки, якщо укладається контракт на продаж активу, тобто опціон пут, то відбувається метаморфоза: покупець опціону на етапі виконання угоди стає продавцем активу, а продавець опціону — покупцем.

Покупець опціону (колл чи пут) може відмовитися на другому етапі від виконання операції, в той час як продавець не може відмовитися від виконання зобов'язань (якщо їх виконання вимагатиме покупець опціону). Продавець добровільно поставив себе у залежність від вибору покупця опціону, одержавши за це певну премію від покупця.

Покупець опціону може продати опціон третій особі, не питаючи для цього згоди продавця опціону, якому після такого продажу доведеться виконувати умови контракту вже щодо нового власника опціону. Контракт на опціон є цінним папером, який може бути в обігу, як і акція чи облігація.

Отже, існують чотири види опціонних операцій, які вважаються простими опціонними стратегіями: купівля коллу, продаж коллу, купівля путу, продаж путу. Розглянемо кожний з них.

Купівля коллу. Допустимо, що інвестор придбав опціон колл на деяку кількість акцій ціною 100 грн., заплативши премію 10 грн. Якщо ринкова ціна акцій буде нижчою ціни виконання, наприклад 85 грн., то покупцеві немає сенсу купувати акції 100 грн., коли він може на ринку купити їх за 85 грн., покривши тим самим витрати на премію і маючи економію 5 грн. Коли ж ринкова ціна буде вищою ціни виконання операції, наприклад на рівні 105 грн., то покупець опціону колл виконає операцію з метою скорочення втрат з премії (його втрати з премії скоротяться на 5 грн.: $-105 - 110 = -5$). Якщо ринкова ціна буде рівною ціні виконання плюс заплачена премія (110 грн.), то виконання операції дозволить покупцеві опціону покрити витрати з премії, але прибутку він не одержить. Нарешті, якщо ринкова ціна складатиме 115 грн., то прибуток покупця опціону колл становитиме: $115 - 110 = 5$ (грн.)

Продаж коллу. Тепер поглянемо на ситуацію з позицій продавця опціону колл, що одержав премію 10 грн. за продаж опціону за ціною виконання 100 грн. за певну кількість акцій. Виписуючи і продаючи опціон колл, продавець очікує зниження курсу активу (на противагу покупцю опціону). Якщо ринкова ціна буде 85 грн., тоді після відмови покупця опціону виконати операцію (про це йшла мова вище) прибуток продавця опціону колл становитиме 10 грн. (розмір премії). За ринковою ціною 105 грн. покупець відіграє, як уже говорилося, 5 грн. Скільки ж залишається у продавця опціону? За такої ситуації продавець опціону втрачає частину прибутку: адже він зміг би не продавати акції за контрактом за 100 грн., а продати на їх ринку за 105 грн. З перевищенням ринкової ціни акцій рубежу 110 грн. втрати продавця у вигляді втраченого прибутку будуть рости (в міру зростання ринкової ціни).

Купівля путу. Припустимо, що покупець придбав опціон пут: право на продаж деякої кількості акцій ціною 100 грн., заплативши 10 грн. премії. Купуючи опціон пут, покупець очікує зниження ціни акції. Нехай ринкова ціна акції рівна 85 грн. У цьому випадку покупцеві опціону пут (він же є продавцем акцій) краще продати свої акції продавцю опціону пут (він же є покупцем акцій) ціною 100 грн., ніж відмовитися від операції і продати акції на ринку за 85 грн. Різниця істотна: $100 - 85 = 15$ (грн.) доходу. Правда, ця цифра є валовим доходом, тобто без урахування затрат покупця опціону (у вигляді премії 10 грн.) на його купівлю. З урахуванням цих затрат покупець має чистий дохід $15 - 10 = 5$ (грн.).

Природно, з таким рівнем ринкової ціни покупець опціону пут реалізує своє право на продаж акцій за 100 грн. своєму контрагенту за опціонним договором.

Тепер допустимо, що ринкова ціна рівна 90 грн. У цьому випадку покупцеві опціону пут також немає сенсу відмовлятися від його реалізації. Знову ж таки вигідніше продати акції за 100 грн., ніж продати їх на ринку за 90 грн. Різниця в цінах повністю покриє витрати на виплачену премію. Звичайно, з таким валовим доходом чистий дохід буде нульовим.

З ринковою ціною акцій рівною 95 грн. теж немає сенсу відмовлятися від реалізації опціону, адже краще продати акції за 100 грн. за опціонним контрактом, ніж продати їх по 95 грн. на ринку. Валовий дохід складе $100 - 95 = 5$ (грн.) і покриє частину затрат на виплачену премію. Отже, покупець опціону пут з такою ціною зазнає втрат, але не 10 грн., а лише 5 грн.

Допустимо, що ринкова ціна 100 грн. Це означає, що для покупця опціону пут байдуже — реалізовувати опціон чи не реалізовувати, так як немає різниці в цінах за контрактом і на ринку. Валовий дохід буде нульовим, а замість чистого доходу буде збиток у розмірі виплаченої премії (10 грн.).

Нарешті, нехай ринкова ціна знаходиться на рівні 105 грн., тобто вона на 5 грн. вища за контрактну. У цьому випадку покупцеві опціону пут немає сенсу виконувати його і продавати акції своєму контрагенту за 100 грн. Адже він зможе продати їх на ринку по 105 грн. Правда, при цьому є втрати –виплачена премія.

Продаж путу. Продавець опціону пут одержав від покупця премію в розмірі 10 грн. за продаж опціону. Ціна виконання контракту 100 грн. Виписуючи і продаючи опціон пут, продавець очікує підвищення ринкової ціни акцій. З ринковою ціною на рівні ціни виконання і вище дохід продавця буде 10 грн. В інтервалі ціни від 90 до 100 грн. дохід продавця опціону пут зменшується (пропорційно зниженню втрат покупця опціону пут). Нижче 90 грн. відбувається збільшення розміру втраченого доходу (пропорційно зростанню реального доходу покупця опціону).

Як бачимо, існує набір способів для страхування цінних паперів і для досягнення виграшу. Вибір потрібного способу пов'язаний з вибором типу опціону і позиції учасника операції.

Якщо особа розраховує на підвищення ринкової ціни акції, то вона повинна або купувати опціон колл, або продавати опціон пут. Коли ж особа розраховує на зниження ринкової ціни акції, то вона повинна або купувати опціон пут, або продавати опціон колл. Таким є одне з основних правил ринку цінних паперів, в тому числі опціонів.

Довга позиція обмежує втрати і не обмежує прибутки, а коротка позиція, навпаки, обмежує прибутки і не обмежує втрат. При опціоні колл зміни результатів операції (прибутків чи збитків) відбуваються з підвищенням ціни акцій, а при опціоні пут — з її зниженням.

Ми розглянули чотири прості стратегії опціонного ринку. Складних же стратегій опціонного ринку нараховується на порядок більше і побудовані вони на комбінаціях двох і більше опціонів в одній операції. Коли комбінація будується на сполученні двох і більше опціонів, то ціни і терміни по них можуть бути або однаковими, або різними. Можливі такі чотири сполучення:

- однакові ціни й однакові терміни;
- різні ціни й різні терміни;
- однакові ціни й різні терміни;
- різні ціни й однакові терміни.

Існують комбінації, в які включені два колли і один пут, і є комбінації, в які включені один колл і два путі. Особа, що визначає свою стратегію на ринку опціонів, може займати або довгу, або коротку позицію, або ту й іншу одночасно (в одній операції). За приклад розглянемо кілька найпопулярніших комбінацій опціонних операцій.

До цього мова йшла про те, що один з учасників опціонного контракту робить розрахунок на підвищення ринкової ціни акції, а інший — на її зниження. Інша справа — композиція з двох опціонів. Один з її учасників робить ставку на відносну стабільність ціни, а інший — на суттєву її зміну, причому в будь-яку сторону. Така комбінація зветься стеллажем або стредл. Покупець стеллажа почергово приймає рішення то з опціону колл, то з опціону пут, які він купує за дві премії — залежно від того, що йому вигідніше. А вигідні йому значні зміни. Продавець стеллажа розраховує на стабільність.

Під час виконання комбінації стрендл ціна виконання з обох опціонів різна: ціна опціону колл вища за ціну виконання опціону пут. З цієї причини створюється ціновий інтервал втрат для покупця і такий же за розміром інтервал доходу для продавця.

Комбінація стреп складається з одного опціону пут і двох опціонів колл. Якщо при цьому ціни однакові, то ступінь зміни опціону колл і опціону пут не однакова (адже опціонів колл два). Комбінація стрип складається з одного опціону колл і двох опціонів пут. Покупець опціонів вдається до стрепу, якщо передбачає підвищення ціни акцій, а до стрипу — навпаки, розрахунок будується на можливе зниження ціни акцій.

Комбінація спред характеризується наявністю в одній операції однотипних опціонів — або два опціони колл, або два опціони пут. Ця комбінація має ряд різновидностей залежно від ціни й терміну. Одні комбінації мають різні дати закінчення контракту, інші — різні ціни виконання, а треті — одночасно різні дати закінчення і різні ціни виконання.

Специфічне місце серед біржових фондових операцій займає **своп** — угода між двома контрагентами про обмін у майбутньому платежів відповідно до визначених у контракті умов.

Розглянемо три типи свопів — відсотковий, валютний та своп на активи.

Відсотковий своп являє собою обмін боргового зобов'язання з фіксованою відсотковою ставкою на зобов'язання з плаваючою ставкою. Особи, що беруть участь у свопі, обмінюються тільки відсотковими платежами, але не номіналами. Платежі здійснюються єдиною валютою. За умовами свопу сторони зобов'язуються обмінюватися платежами протягом ряду років. Звичайно період дії угоди про своп коливається від 2-х до 15-ти років. Одна сторона виплачує суми за твердою відсотковою ставкою від номіналу, зафіксованого в контракті, а інша сторона — суми з плаваючою ставкою від даного номіналу. Плаваючою ставкою у свопх часто є ставка LIBOR. LIBOR — це відсоткова ставка Міжбанківського лондонського ринку на надання коштів у євровалюті. Вона є плаваючою і переглядається зі зміною економічних умов. LIBOR виступає довідковою плаваючою ставкою при запозиченнях на міжнародних фінансових ринках.

Бажання здійснити такий обмін може виникнути, наприклад, через те, що сторона, яка випустила твердовідсоткове зобов'язання, чекає падіння у майбутньому відсоткових ставок, в результаті ж обміну фіксованої ставки на плаваючу вона одержить можливість зняти з себе частину витрат з обслуговування боргу. З іншої сторони, компанія, що випустила зобов'язання з плаваючою ставкою і очікує у майбутньому зростання відсоткових ставок, зможе запобігти збільшенню своїх виплат з обслуговування боргу за рахунок обміну плаваючої ставки на фіксовану. Оскільки різні учасники економічних відносин по-різному оцінюють майбутню ринкову кон'юнктуру, то й виникають такі обміни. В той же час привабливість відсоткового свопу зумовлена не тільки і не стільки можливістю застрахувати від несприятливих змін у майбутньому відсоткові ставки, скільки можливістю емітувати заборгованість під нижчу відсоткову ставку.

Іншим найбільш розповсюдженим різновидом свопу є **валютний своп**, який являє собою обмін номіналу фіксованого відсотка в одній валюті на номінал і фіксований відсоток в іншій валюті. Інколи реального обміну номіналу не відбувається. Здійснення валютного свопу може бути зумовленим різними причинами: валютними обмеженнями з конвертації валют, прагненням усунути валютні ризики або бажанням випустити облігації у валюті іншої країни тощо.

Своп активів полягає в обміні активами для створення синтетичного активу, який би дав вищий дохід. В рамках такого свопу актив, що приносить фіксований дохід, можна обміняти на актив з плаваючою ставкою або актив в одній валюті обміняти на актив в іншій валюті.

Свопи відіграють надзвичайно важливу роль в сучасних міжнародних інвестиціях. Вони вирівнюють ті відмінності, які є на ринках країн внаслідок, наприклад, адміністративно-регулюючих заходів, відмінностей у валютному контролі і навіть обліковій практиці, в оціненні кредитного, відсоткового і валютного ризику для різних сегментів

ринку, у податкових режимах, трансакційних витратах і т.д. Свопи сприяють інтеграції різних ринків у рамках як національної, так і інтернаціональної економіки.

4. Види міжнародних операцій з цінними паперами.

Міжнародна портфельна інвестиційна діяльність вимагає від її учасників здійснення численних операцій з цінними паперами. Причому ці дії не обмежуються лише продажем і купівлею активів. Необхідно здійснювати весь спектр операцій. Наведемо основні з них:

- купівля цінних паперів за власний рахунок;
- купівля цінних паперів за дорученням і за рахунок коштів замовника;
- продаж власних цінних паперів;
- продаж за дорученням;
- інформаційне, аналітичне й консультативне обслуговування, яке включає аналіз ринку цінних паперів і портфеля фінансових активів;
- організаційні дії, що супроводжують операції з цінними паперами (наприклад, реєстрація випуску, організація допущення на фондову біржу і т.д.);
- посередництво в організації випуску і первинного розміщення цінних паперів (розроблення документації та умов випуску, попереднє оцінення паперів, реклама, підбір інвесторів і т.д.);
- здійснення клірингу і розрахунків за цінних паперів;
- реєстрація власників іменних цінних паперів під час здійснення операції купівлі/продажу;
- зберігання, знерухомлення і обслуговування обігу цінних паперів;
- у випадку відкликання емітентом облігацій до строку їх погашення здійснюється повернення облігацій, що відкликаються;
- погашення цінних паперів з настанням відповідного терміну;
- виплата дивідендів з акцій і купонних платежів з облігацій;
- конвертування в прості акції конвертованих привілейованих акцій та облігацій;
- передача довірній особі повноважень на голосування на загальних зборах акціонерів;
- гарантоване розміщення цінних паперів (андеррайтинг);
- реінвестування дивідендів від цінних паперів і доходів від приросту ринкової вартості;
- розміщення цінних паперів під заставу;
- управління портфелем цінних паперів;

- надання та одержання позичок цінними паперами;
- страхування валютних ризиків.

5. Учасники міжнародних операцій з цінними паперами.

Міжнародні операції з цінними паперами — це надзвичайно складний вид діяльності. Як правило, вихід на міжнародний фондовий ринок можуть здійснити тільки великі фінансові установи, а також уряди країн з розвинутою інфраструктурою національного ринку цінних паперів.

У світовій практиці існує така класифікація учасників ринку цінних паперів:

- держава, муніципалітети, великі національні та міжнародні компанії. Завдячуючи своєму високому іміджу, надійності та обсягу операцій вони є основними учасниками ринку цінних паперів;
- інституціональні інвестори. Ними є різні юридичні особи — фінансові установи. Частка цих учасників у міжнародному фондовому ринку досить велика;
- професіонали ринку цінних паперів. Це брокери й дилери. **Брокер** — це агент чи посередник, який допомагає інвесторам у торгівлі цінними паперами. **Дилер** — це особа, що сприяє торгівлі фінансовими активами шляхом створення запасів різних цінних паперів. Купуючи папери, дилер збільшує свій запас цінних паперів, а продаючи — зменшує його, одержуючи прибуток за рахунок різниці цін купівлі та продажу.

Фінансові брокери — юридичні особи, які виконують посередницькі функції під час купівлі-продажу цінних паперів за рахунок і дорученням клієнта на основі договору комісії чи доручення.

Інвестиційні консультанти — юридичні або фізичні особи, які надають консультативні послуги під час випуску та обігу цінних паперів.

Інвестиційні компанії — це юридичні особи, які діють на ринку цінних паперів за власний рахунок. Інвестиційна компанія є спеціалізованим підприємством для: а) організації та гарантування випуску цінних паперів; б) вкладання коштів у цінні папери; в) купівлі-продажу цінних паперів дилером.

Андеррайтинг — базова функція інвестиційної компанії. З ним пов'язано таке поняття, як емісійний синдикат. Це група андеррайтерів, які сумісно, за договорами, на принципах розподілу прибутків здійснюють розміщення та гарантований випуск цінних паперів.

Фінансові брокери, інвестиційні консультанти, інвестиційні компанії та фонди здійснюють різні операції з цінними паперами. Багато компаній поєднують ці види

діяльності. У світовій практиці для таких компаній існує термін — компанії з цінних паперів (Securitis firm).

Інвестиційні фонди — здійснюють випуск акцій з метою мобілізації грошових коштів інвесторів та їх вкладення від імені фонду в цінні папери, а також на депозитні рахунки та вклади. Ніякими іншими видами діяльності інвестиційний фонд займатися не повинен. Такі організації можуть забезпечувати індивідуальним інвесторам вихід на міжнародний ринок цінних паперів. Інвестори купують цінні папери (інвестиційні сертифікати) фондів, які випускаються на національних ринках, а фонди використовують кошти, одержані від продажу цінних паперів, для вкладення в іноземні цінні папери.

Інвестиційний банк — це такий кредитно-фінансовий інститут, що спеціалізується на операціях з цінними паперами (їх випуску та розміщенні) для залучення додаткових грошових коштів, а також для довгострокового кредитування своїх клієнтів, серед яких може бути і держава. Інвестиційні банки не є банками в класичному розумінні цього поняття, так як вони не виконують багатьох видів класичних банківських операцій.

Комерційні банки. Діяльність цих організацій на ринку в різних державах не однакова, але можна зазначити деякі спільні закономірності взаємодії комерційних банків з національними і міжнародними ринками цінних паперів. Перш за все, післявоєнний період характеризується активним проникненням комерційних банків на ринок цінних паперів прямо чи опосередковано. В Німеччині, де банки мають право здійснювати всі види операцій з цінними паперами, вони активно виходять на ринок як емітенти (емітуючи, головним чином, облігації), посередники та найбільші інвестори. В тих країнах, де роль комерційних банків на фондових ринках обмежена (США, Канада, Японія), вони знаходять опосередковані шляхи участі в інвестиційній та посередницькій діяльності — через трастові компанії, кредитування інвестиційних компаній і банків, співробітництво з брокерськими фірмами та ін.

6. Фондова біржа.

Основним місцем проведення торгівлі цінними паперами є фондові біржі.

Як особливий інститут вторинного ринку цінних паперів фондові біржі сприяють накопиченню капіталу, його розподілу і перерозподілу, а також контролю за інвестиціями та інфляцією. Ефективність фондових бірж загально визнана. Всього у світі налічується біля 200 фондових бірж, об'єднаних у Міжнародну Федерацію фондових бірж. Найбільшими з них є фондові біржі Нью-Йорка, Лондона та Токію, на які приходить до 60% загально-світового обсягу торгівлі акціями (на Франкфурт припадає 10%, Тайвань — 6%, Сеул — 4%, Цюрих — 4%, Париж — 3%, Куала Лумпур — 2%, Гонконг — 2%).

Фондові біржі організовуються, як правило, у вигляді приватних акціонерних товариств (США, Велика Британія) або публічно-правових інститутів (Франція, Італія, Швейцарія, Німеччина)*. Зокрема, Нью-Йоркська фондова біржа за формою організації є акціонерним товариством. Робота біржі та діяльність її членів регламентується статутом, внутрішніми правилами та інструкціями. Щоб стати членом біржі, необхідно купити місце на біржі у її власника. Після цього з'являється можливість брати участь у торгах, використовувати привілеї, які надає біржа.

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

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

Правилами біржі йому заборонено виконувати розпорядження клієнтів;

- «спеціаліст» виконує три основні функції: 1) здійснює виконання заявок з певними групами цінних паперів, діючи при цьому як брокер; 2) діє як дилер, тобто купує та продає цінні папери за власний рахунок; 3) виконує завдання підтримки стабільності на ринку певних цінних паперів шляхом компенсації тимчасових дисбалансів попиту й пропозиції.

Всі розпорядження на купівлю та продаж деякої групи акцій доставляються на торговельне місце, тобто на майданчик у залі біржі, де протягом операційного дня знаходиться «спеціаліст», який здійснює операції з цією групою акцій. «Спеціалісти» є центральними фігурами на Нью-Йоркській біржі.

Існує кілька форм замовлень на купівлю-продаж цінних паперів (акцій та облігацій), які інвестори передають своїм брокерам для виконання на біржі:

- ринкове замовлення — це замовлення на купівлю чи продаж певного виду і кількості цінних паперів за найкращою ціною ринку;
- відкрите замовлення — замовлення, яке залишається в силі доти, доки воно не буде виконане або відмінене;
- лімітоване замовлення — це замовлення, в якому клієнт вказує конкретну ціну, за якою повинна відбутися операція;
- денне замовлення — замовлення з денним терміном виконання;
- замовлення «все або нічого» — брокер повинен купити або продати всі цінні папери, вказані у замовленні;
- контингентне замовлення — передбачає одночасну купівлю одних і продаж інших цінних паперів;

- стоп-замовлення — це замовлення, яке підлягає виконанню як ринкове у тому разі, коли курс цінного паперу падає нижче або піднімається вище за вказані ціни.* При публічно-правовому статусі біржі уряд не тільки бере участь у розробці правил біржової торгівлі, але й назначає маклерів, забезпечує порядок на торгах, слідує за виконанням норм і правил при заключенні і виконанні біржових угод.

Припустимо, що комерційний банк А бажає купити 100 акцій компанії С, а інвестиційний фонд хоче продати 100 акцій цієї ж компанії. На рис. 1 зображено спрощену схему цієї операції.

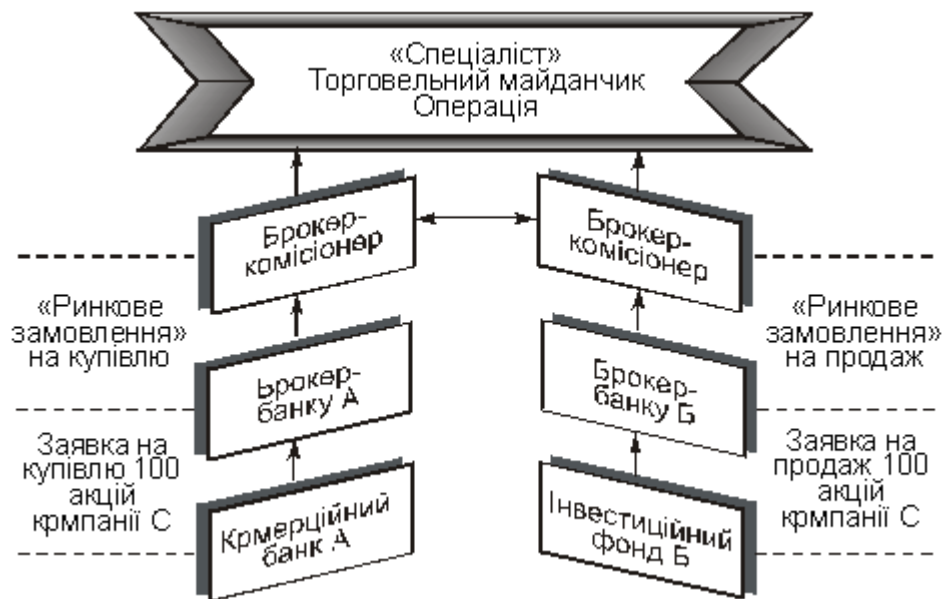


Рис. 1. Стандартна операція на Нью – Йоркській фондовій біржі

Взагалі капітал у вигляді цінних паперів називають фондовим. По суті він є непродуктивним (фіктивним) капіталом. Вирізняють фіктивний капітал: 1-го порядку (цінні папери, що забезпечують своїм власникам безпосередній доступ до реального капіталу, — акції, облігації, інвестиційні сертифікати); 2-го порядку (цінні папери, що дають їх власникам право на придбання цінних паперів 1-го порядку, — ф'ючерси, опціони, варанти); 3-го і 4-го порядку (складні опціони, опціони на ф'ючерси, ф'ючерси на біржові індекси, опціони на ф'ючерси на біржові індекси). Зазначимо, що одночасно із тенденцією стандартизації та міжнародної уніфікації на фондовому ринку посилюється тенденція ускладнення фінансових інструментів, появи все нових і нових їх модифікацій*.

Це, з одного боку, дає нові імпульси портфельному інвестуванню, а з іншого — орієнтує суб'єкти інвестиційної діяльності на постійний моніторинг ринку цінних паперів, його механізмів та інструментів.

7. ВЕНЧУРНЕ ІНВЕСТУВАННЯ

Суть венчурного капіталу виявляється в механізмі венчурного фінансування, який унаслідок адаптації господарської системи до вимог активізації інноваційного процесу передбачає часткову участь інвесторів венчурного капіталу в капіталі венчурної фірми шляхом придбання акцій через варанти, опціони або конвертовані цінні папери. В результаті здійснюється активне залучення інвесторів до правління венчурною фірмою, що передбачає підбір команди менеджерів, можливість внесення змін в її склад, ухвалення стратегічних рішень відносно розвитку фірми, здійснення фінансового контролю за діяльністю фірми.

Мета, яку переслідують інвестори венчурного капіталу, полягає в отриманні надприбутків від комерціалізації нововведень.

За своєю природою венчурні інвестиції мають довгостроковий характер, а отримання прибутків від вкладень у венчурні фірми відбувається не раніше, ніж через 5-10 років.

Венчурне фінансування здійснюється по-різному. Зазвичай воно відбувається в два етапи.

На першому здійснюється акумуляція засобів з різних джерел - корпорацій, пенсійних фондів, страхових компаній, приватних іноземних інвесторів, банків і формування фондів венчурного капіталу.

Джерела венчурного фінансування:

- корпоративний венчурний капітал;
- приватні інвестори;
- прибуток венчурних фондів, який реінвестується в інновації;
- інвестиційні компанії малого бізнесу;
- «зовнішні» венчурні фонди;
- зарубіжні інвестори;
- страхові компанії;
- банки;
- «незалежні» венчурні фонди;
- вільні фінансові ресурси пенсійних, добродійних фондів;
- державні структури.

На другому етапі здійснюється розподіл засобів фонду між відібраними після експертизи проектами, що істотно знижує ризик витрати засобів венчурного капіталу.

Існує ряд умов венчурного фінансування:

- підприємство, в якекладаються засоби венчурного фонду, не повинне бути державним, командитним, індивідуальним або кооперативним. Воно повинне бути акціонерним або в ході інвестування стати акціонерним;

- підприємство повинне забезпечити зростання капіталу на 30-50%;
- необхідний ефективний механізм продажу акцій.

Венчурні фонди надають підприємцям кошти на безпроцентній основі в обмін на отримання цінних паперів, підтверджуючих участь в бізнесі і розподілі прибутків. В основному венчурні фонди не набувають акції на вторинному ринку, а є фондами прямих інвестицій. Т.ч., венчурних інвесторів цікавить приріст ціни придбаних цінних паперів.

Інвестори вкладаючи засоби до венчурного фонду, висувають певні вимоги:

- капітал може надаватися підприємцям на певний термін;
- на відбір ризикових проектів венчурний капіталіст може витратити тільки певну суму фонду;
- у разі продажу акцій венчурних фірм венчурний капіталіст отримує у вигляді нагороди частину венчурної суми.

Метою венчурного підприємництва є отримання надприбутків після завершення технологічного циклу нововведення ним одночасний вихід з даної сфери суб'єктів після виконання ними своїй місії. Ця процедура називається виходом з венчурного бізнесу і здійснюється в таких формах:

- публічний продаж акцій;
- продаж акцій стратегічному інвесторові;
- продаж акцій фінансовим інвесторам.

Найбільшим джерелом грошових коштів в США є закриті партнерства з венчурним капіталом («незалежні венчурні фонди»).

Фонди, капітали яких перевищують 1 млн. дол., переважно вкладають свої засоби не в один проект, а в декілька, щоб понизити ризик їх витрати.

Крім того, вони фінансують інноваційні фірми на різних етапах життєвого циклу. Якщо венчурним капіталістам не вистачає засобів для фінансування крупних проектів, то вони можуть продавати свої акції на відкритих ринках. Т.ч. створюються зовнішні фонди венчурного капіталу.

Широке використання отримала практика корпорацій з придбання в свою власність венчурних фірм шляхом операцій викупу цінних паперів цих фірм. Такий механізм дає можливість підвищити ефективність структурної перебудови корпорації, додати їм гнучкість для пристосування до науково-технічного прогресу.

Серед джерел фінансування європейського венчурного капіталу велика частка належить саме банкам. 1/3 загальній чисельності венчурних фондів є структурними підрозділами банків (таблиця 2).

Таблиця 2

Джерела фінансування венчурного капіталу в Європі, %

Джерела фінансування	Голландія	Великобританія
Банки	29,17	18,7
Пенсійні фонди	9,53	29,52
Страхові компанії	23,51	13,16
Академічні інститути	0	0,33
Корпоративні інвестори	1	13,78
Приватні інвестори	0	3,19
Державні структури	0	1,18
Прибуток венчурних фондів, який реінвестується в нові проекти	35,71	12,43
Інші джерела	1,07	7,72

Венчурні фонди беруть участь у фінансуванні фірм на різних етапах життєвого циклу нововведення. Але у кожного типу фондів існує певна специфіка, яка знаходить віддзеркалення в розподілі засобів на цих етапах (табл. 3).

Венчурні фонди Європи направляють свої інвестиції в такі галузі як:

- виробництво товарів народного споживання - 18,3 %;
- виробництво промислової продукції - 18,4 %;
- зв'язок, комп'ютери, електроніка - 15,5 %;
- фінансові послуги - 6,3 %.

У Західній Європі першість у венчурному фінансуванні - за Великобританією. Згідно статистики Даним Європейської Асоціації венчурних фондів майже половина всього західноєвропейського фінансування належить британським фондам, а 1/3 здійснюється за межами держави.

Безліч західноєвропейських країн почали активно стимулювати індивідуальних і інституційних інвесторів в тим, щоб вони вкладали свої заощадження у венчурні трасти.

Таблиця 3.

Участь фондів венчурного капіталу на різних етапах фінансування життєвого циклу нововведення, %

Назва етапів фінансування	Види фондів		
	Інвестиційні компанії малого бізнесу	«Незалежні» венчурні фонди	Венчурні фонди корпорацій
Достартовий	5,1	11,9	16,9
Стартовий	22,9	32,9	28,0
Підготовчий етап	31,8	26,3	24,2
Основний етап	17,2	12,0	13,4
Звужений	15,9	13,2	15,3
Інші етапи	7,1	3,7	2,2
Всього	100	100	100

Привабливість трастів ґрунтується на тому, що дивіденди і курсова різниця корпоративних цінних паперів не обкладається податками, а податок, який вони виплачують, понижений до 20%.

Відповідно до чинного законодавства не менше 70% фінансових коштів, які акумулюються трастами, можуть інвестуватися у венчури на початковому етапі їх розвитку, при цьому в одне підприємство не може бути інвестоване більше 1 млн. дол. Життєвий цикл таких венчурних трастів - 5 років. Для створення такого фонду обов'язково необхідно отримати ліцензію від уповноважених державних органів. Після отримання доходів траст повинен реалізувати всі цінні папери, а доходи розділити між вкладниками. Тому трасти суворо контролюються державними органами, але мають привабливі податкові пільги і підтримку держави.

Великий розмах венчурне підприємництво отримало в США. За своїми обсягами американський ринок ризикового капіталу значно перевищує західноєвропейський і японський.

Інвестиційні компанії малого бізнесу функціонують при безпосередній підтримці держави під егідою Адміністрації малого бізнесу США. ІКМБ займаються не тільки фінансуванням наукоємких підприємств, але і підтримкою малого бізнесу в цілому. Ці компанії представляють і довгострокові кредити. Відповідно до законодавства статутний капітал ІКМБ повинен складати не менше 500 000 дол. Компанія не може інвестувати більше, ніж 20% свого капіталу в один проєкт, а частка її участі в останньому не повинна перевищувати 49 %.

Якщо ІКМБ вкладала в ризиковане фінансування малих фірм близько 65 % свого статутного фонду, то вона може отримати від держави кредит в чотирикратному розмірі від величини вкладених засобів.

Останнім часом за прикладом США в Японії швидко розширюється така форма венчурного фінансування, як партнерські фонди, які формуються з внесків фінансових органів, промислових підприємств, індивідуальних інвесторів і компаній венчурного капіталу.

Фонди сприяння розвитку венчурних підприємств створені в більшості префектур Японії органами місцевого самоврядування. Їх завдання - надання пільгових кредитів венчурним підприємствам, а також середнім підприємствам, які перепрофілювалися в нову сферу діяльності.

Залежно від інвестиційних перспектив виділяють три **типи венчурних підприємств**:

- «низькопотенційні» підприємства для венчурного капіталу, доходи яких за 5 років складають 5 млн. дол. Такі підприємства не привертають венчурних інвесторів, проте їх чисельність на ринку досягає 90% всіх венчурних підприємств;

- «венчури середнього ринку», доходи яких коливаються від 10 до 50 млн. дол. щорічно;

- «високопотенційні підприємства, які мають близько 50 млн. дол. щорічного доходу впродовж 5 років. Вони найпривабливіші для венчурних інвесторів. Ці підприємства як правило мають корпоративну форму власності і складають 1% загальної кількості інноваційних підприємств.

Для створення венчурної фірми як джерела нововведень необхідна наявність 4-х складових:

- комерційної ідеї (майбутнє нововведення);
- суспільній потребі в даному нововведенні (продукти, технології, об'єкти, послуги), попит потенційних споживачів;
- підприємець, готовий на основі майбутнього нововведення створювати венчурну фірму;
- венчурний капітал для фіксації діяльності ризикової фірми.

Основні чинники, які обмежують розвиток венчурного бізнесу, в нашій країні:

- економічна нестабільність країн, дефіцит фінансових коштів, загроза інфляції;
- відсутність чіткої політики сприяння розвитку венчурного бізнесу з боку держави. Відсутність економічної зацікавленості більшості господарських суб'єктів в реалізації принципово нових розробок, нововведень високого техніко-економічного рівня, нерозвиненість ринку цінних паперів;
- недостатня ефективність податкової політики, а саме найвищий рівень податку, який не враховує конкурентоспроможність і новизну товарів;
- обмежена правова база, яка регулює сферу малого бізнесу;
- високі відсотки по кредитах;
- відсутність конкуренції на внутрішньому ринку науково-технічної продукції;
- недостатня кваліфікація бізнесменів.

Рекомендована література:

1. Сазонець І.Л., Федорова В.А. Інвестування Підручник. – К.: Центр навч. літ-ри, 2014. – 312 с.
2. Савицька Г.В. Міжнародна інвестиційна діяльність. Підручник. – К.: Центр навч. літ-ри, 2015. – 164 с.
3. Про інвестиційну діяльність: Закон України // Відомості Верховної Ради України. — 1991. — № 9.
4. Про інноваційну діяльність: Закон України // Відомості Верховної Ради України. — 2002. — № 36.

Тема 5

Міжнародний інвестиційний ринок та розвиток його структури 2 год.

Мета: вивчити особливості функціонування міжнародного інвестиційного ринку та розвиток його структури

ПЛАН

1. Міжнародний інвестиційний ринок і його кон'юнктура

2. Особливості функціонування міжнародного ринку цінних паперів

1. Міжнародний інвестиційний ринок і його кон'юнктура

Міжнародний інвестиційний ринок являє собою чи не найскладніший акумулятивно-розподільчий механізм у сучасній світогосподарській системі. Його формування і розвиток ґрунтуються на взаємодії національних інвестиційних ринків і глобалізації економічного розвитку.

Для розуміння ролі інвестиційного ринку у внутрішній економічній системі необхідно його специфічні функції у цій системі відокремити від функцій інших ринків. У найбільш широкому плані виділяють: факторні, товарні та фінансові ринки (рис.1).

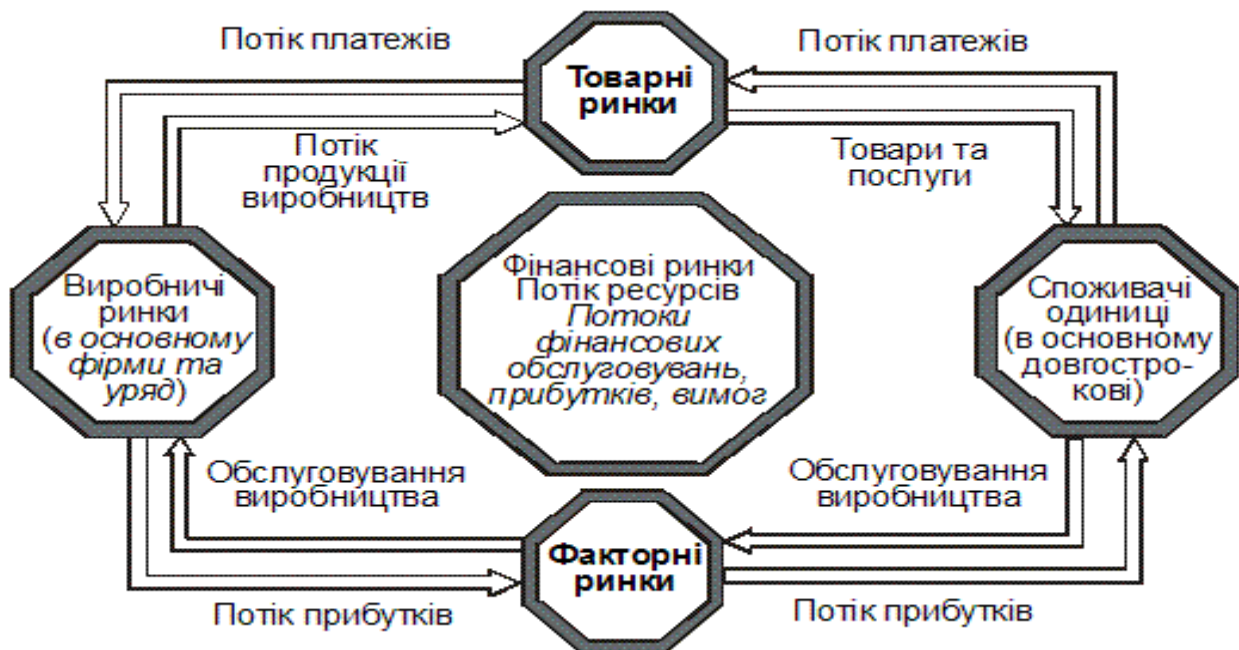


Рис. 1. Взаємодія ринків у внутрішній економічній системі

Факторні ринки розподіляють чинники виробництва — землю, працю та капітал, а також прибутки у формі заробітної плати, прибутки від оренди та інші серед власників виробничих ресурсів. Споживчі одиниці використовують частину свого прибутку від факторних ринків для купівлі товарів та послуг на товарних ринках.

Фінансові ринки виконують життєво важливу функцію в економічній системі — вони спрямовують заощадження, що йдуть в основному від домогосподарств, до тих об'єктів

(індивідуальних чи інституціональних), які потребують ресурсів, що перевищують їхні поточні прибутки. Більшість ресурсів акумулюються фінансовими ринками для забезпечення інвестиційної діяльності фірм та урядів.

Потоки капіталів через фінансові ринки можуть бути згрупованими за певними ознаками, зокрема як грошовий ринок та ринок капіталів.

Грошовий ринок — це інститут, через який індивідуальні та інституціональні суб'єкти з тимчасовими залишками коштів зустрічаються з позичальниками, що мають тимчасову нестачу коштів. Основними об'єктами цього ринку є короткострокові кредити (до одного року). Грошовий ринок також підтримує ресурси для спекулятивних операцій з цінними паперами та споживчими товарами.

Ринок капіталу являє собою інститут, що забезпечує здійснення довгострокових інвестицій фірм, урядів та домогосподарств. Фінансові інструменти на ринку капіталу є довгостроковими або безстроковими.

У свою чергу ринок капіталів поділяється на кредитний ринок та ринок цінних паперів з диференціацією останнього щодо домінування того чи іншого фінансового інструменту (ринок акцій, облігацій тощо).

Ринок цінних паперів відрізняється від інших ринків перш за все специфічним характером свого товару. Цінний папір — товар особливий. Це одночасно і титул власності, і боргове зобов'язання, це право на одержання доходу і зобов'язання цей дохід виплачувати. Це товар, який, не маючи власної вартості (вартість цінного паперу незначна), може продаватися за високу ринкову ціну. Цінний папір завжди є «символом» грошового капіталу або інших матеріальних цінностей. Тому його часто називають «фондовою цінністю». Разом з тим цінний папір — це завжди визначений «фондовий інструмент», за допомогою якого можна одержати доступ до реальних цінностей або забезпечити перехід (рух) цих цінностей від одного суб'єкта до іншого.

Ринок цінних паперів — регулятор багатьох стихійних процесів, які виникають в ринковій економіці. Це відноситься, перш за все, до інвестування капіталу. Вважається, що міграція капіталу відбувається притоком його до місць необхідного застосування і відтоком з тих галузей виробництва, де його надлишок. Цінні папери є засобом, який забезпечує роботу цього механізму. Вони адсорбують тимчасово вільний капітал, де б він не знаходився, і через купівлю-продаж допомагають «перекинути» його в необхідному напрямку. Внаслідок цього оптимізується структура суспільного виробництва.

Інвестиційний ринок можна визначити як ринок, що регулює сукупність економічних відносин, які виникають між продавцем та покупцем інвестиційних ресурсів. Відповідно до цього визначення, міжнародний інвестиційний ринок — це регулятор сукупності

економічних відносин, що виникають між продавцем інвестиційних ресурсів та їх покупцем, які є резидентами різних країн (рис. 2).

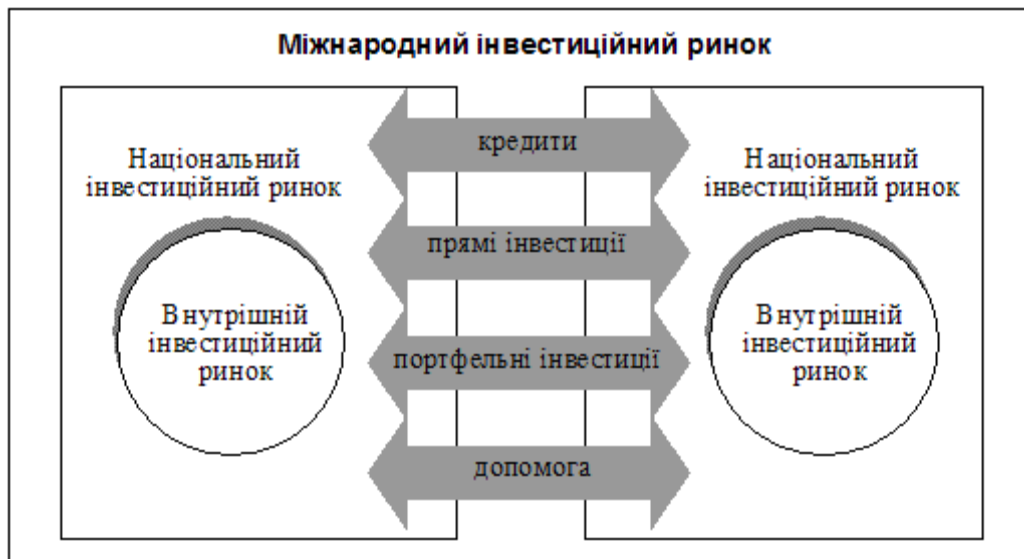


Рис. 2. Міжнародний інвестиційний ринок

Як ключовий сегмент фінансового ринку, він має яскраво виражену інтегративну специфіку по відношенню до інших ринків (рис. 3).

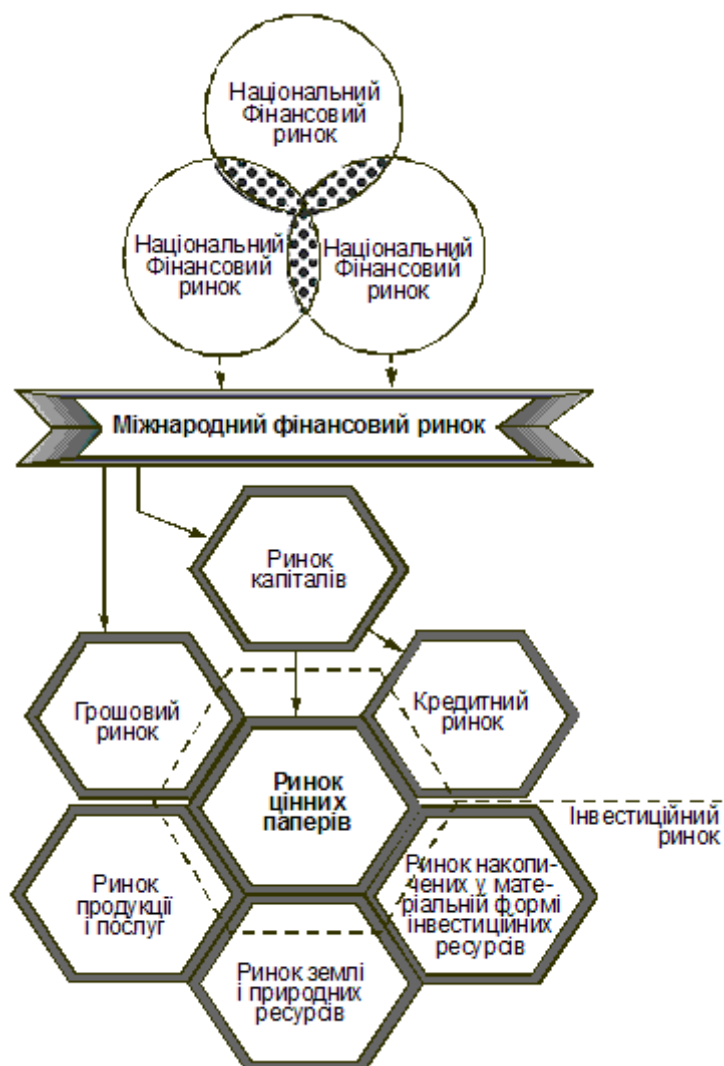


Рис. 3. Формування міжнародного інвестиційного ринку

Відзначимо, що потоки ресурсів на міжнародному фінансовому ринку достатньо мінливі в географічному, функціональному і інституційному аспектах.

Сучасні інвестиційні потоки все активніше концентруються в промислово розвинених країнах, що щодо прямих іноземних інвестицій характеризується табл. 1.

Таблиця 1

Потоки прямих інвестицій у світогосподарській тріаді, млрд дол. США

Країни походження капіталу	Країни вкладення капіталу			
	США	ЄС	Японія	Всього
США		232	31	262
ЄС	249	(339)	10	259
Японія	96	25		121
Всього	345	257	41	

Концентрація в розвинених країнах характерна і для портфельного інвестування і міжнародних інвестиційних кредитів. Останніми роками спостерігається формування декількох нових центрів інвестиційної активності. Це, зокрема, Мексика (якій США планує виділити до 50 млрд дол. для реалізації інтеграційних програм), землі колишньої Східної Німеччини (які потребують загальних інвестицій на суму близько 200 млрд німецьких марок), Китай, країни Азіатсько-тихоокеанського регіону, окремі європейські країни (Росія, Польща, Угорщина, Чехія, Словаччина).

Під впливом сек'юритизації суттєво видозмінюється функціональна структура міжнародного інвестиційного ринку (рис. 4).



Рис. 4. Функціональна структура міжнародного інвестиційного ринку

Зрозуміло, що функціонування міжнародного інвестиційного ринку можливе лише в тісній взаємодії з валютним ринком. Останній не тільки обслуговує інші ринки, але і має власну структуру і механізм саморозвитку. Щоденні обсяги купівлі-продажу валют досягають сотень мільярдів доларів США. Провідними центрами проведення валютних операцій є Великобританія, США, Японія, Сінгапур, Гонконг, Швейцарія, Німеччина, Франція, Австралія, Канада

В цілому для сучасного міжнародного інвестиційного ринку характерною є постійна диференціація, диверсифікація окремих сегментів, переважно глобальний характер функціонування.

Аналіз попиту і пропозиції на прямі інвестиції на міжнародному інвестиційному ринку базується на теорії Кейнса про граничну ефективність інвестування і теорії Тобіна. Інвестиційні витрати виникають з попиту на реальні активи і є різницею між поточним сукупним попитом на реальні активи і існуючою кількістю активів.

Пропозиція на грошовому ринку в основному визначається комерційними банками, які поставляють ресурси для фірм і уряду. Нефінансові компанії з тимчасовими залишками засобів також забезпечують короткострокові гроші для банків і інших компаній на грошовому ринку. Найбільшим позичальником грошей є національне казначейство. Крупні і найвідоміші корпорації також є активними позичальниками (вони пропонують короткострокові ноти). Крім того, попит і пропозиція регулюються центральним банком (наприклад, Федеральною Резервною системою або Національним банком).

На ринку капіталів головними позичальниками виступають різноманітні компанії і уряд, які випускає довгострокові зобов'язання під різні державні програми. Позичальниками також виступають домогосподарства, які беруть у борг гроші для фінансування, наприклад, купівля нового будинку. Пропозиція на цьому ринку йде від різних фінансових інститутів, таких як банки, страхові компанії, пенсійні фонди і інші подібні організації.

Система чинників, які характеризують поточний стан попиту, пропозиції, цін і рівня конкуренції інвестиційних товарів і послуг визначає кон'юнктуру інвестиційного ринку. Її моніторинг і аналіз здійснюється на основі інформації, що поступає з різних джерел. Найдоступнішими є друкарські видання і міжнародна комп'ютерна мережа Інтернет.

2. Особливості функціонування міжнародного ринку цінних паперів

Ринок цінних паперів займає особливе місце у структурі сучасного міжнародного інвестиційного ринку, що обумовлено, насамперед, унікальними особливостями цінних паперів як фінансово-інвестиційних інструментів. Провідною загальною тенденцією розвитку міжнародного фінансового ринку є його сек'юритизація, тобто випереджаюче

зростання операцій з цінними паперами у порівнянні з операціями з традиційними «грошовими» інструментами.

Міжнародний ринок цінних паперів почав формуватися у результаті масового вивозу капіталу перш за все з країн, яким належать основні транснаціональні корпорації та банки. Формування цього ринку було прискорено: сучасною науково-технічною революцією, яка породила проекти, реалізація котрих потребувала використання капіталу різних країн; розвитком інтеграційних процесів; певної стійкістю валютних курсів; використанням спільних багатонаціональних валют; успіхами у розбудові банківської та біржової справи. Міжнародний ринок цінних паперів є фактором, який прискорює світовий процес економічного зростання, полегшуює різним господарським суб'єктам доступ до міжнародного ринку вільних капіталів.

Одним з найважливіших показників ринку є його капіталізація. *Капіталізація ринку* — це показник, який відображає ринкову вартість усіх компаній, що входять до лістингу фондових бірж (ринкова вартість компанії визначається як добуток курсової вартості акції на кількість її акцій, що знаходяться в обігу).

Важливим для аналізу ринку цінних паперів є поділ ринку на первинний і вторинний.

Первинним ринком цінних паперів є економічний простір, який цінний папір проходить від свого емітента до першого покупця. Економічним цей простір називається не лише тому, що на ньому діють емітент та інвестор, але й тому, що він раціонально організований, виконує певне економічне завдання і тільки в межах цього простору емітент може одержати необхідний йому капітал.

На первинному ринку будь-яка особа, що має необхідний для цього юридичний статус, може одержати позичковий капітал шляхом випуску своїх облігацій або акцій.

Випуску акцій повинна передувати публікація спеціального проспекту емісії (особливої декларації), що містить достовірну і повну інформацію про характер діяльності емітента — акціонерного товариства, його керівників, капітал, дохід, заборгованість та інші показники його фінансового стану.

Вторинний ринок цінних паперів — це економічний простір, в якому проходить обіг цінних паперів після того як їх продасть (безпосередньо або через посередника) перший власник, що купив ці папери у емітента. Цей ринок може бути:

- неорганізованим;
- організованим.

Організований ринок цінних паперів може бути як біржовим, так і позабіржовим. У більшості країн на неорганізованому ринку обертається основна маса (приблизно 85%) цінних паперів, на організованому — відносно мала їх частина (15%). Однак, саме

організований ринок, де зосереджені найбільш якісні цінні папери, визначає кон'юнктуру та процес розвитку фондового ринку.

Позабіржовий (неорганізований) ринок характеризується наступними особливостями:

- великою кількістю продавців цінних паперів;
- відсутністю єдиного курсу на однакові цінні папери (питання про курс цінного паперу вирішується під час переговорів між його продавцем і покупцем);
- торгівля цінними паперами відбувається в різних місцях і в різний час;
- не існує єдиного центру, який організовує цю торгівлю і відпрацьовує її методологію. Торгівля відбувається як у відповідності з чинним законодавством, так і з порушенням його.

Далі розглянемо деякі особливості функціонування найбільш важливих міжнародних та національних ринків цінних паперів. На ринках облігацій уряд, банк чи корпорація можуть збільшити свої грошові ресурси. Національний ринок, євროринок та іноземний ринок облігацій відрізняються валютою, місцезнаходженням валюти, місцезнаходженням позичальника та технологією емісії:

національні облігації випускаються в місцевій валюті. Позичальниками є андеррайтингові синдикати та інвестори, що знаходяться в середині цієї ж країни;

європейські облігації (євробонди) випускаються не в тій країні, у валюті якої вони були визначені. Розповсюджуються ці облігації через міжнародні синдикати;

іноземні облігації випускаються в національній валюті через місцеві синдикати, але для іноземних позичальників.

Євробонди випускаються міжнаціональними організаціями, урядами, урядовими організаціями, банками та корпораціями приватного сектора. Головним критерієм, якому повинні відповідати емітенти євробондів — це високий кредитний рейтинг. За деякими винятками, ринок євробондів обмежений емітентами, котрі повинні оцінюватися рейтинговими агенціями США з оцінкою не нижче BBB (див. нижче).

Сьогодні декілька національних ринків облігацій найбільш впливають на масштаби, структуру і динаміку функціонування міжнародного інвестиційного ринку. Це ринки Японії, Швейцарії, Великої Британії, Німеччини та США.

Ринок євробондів в перші роки свого існування був ринком довгострокових облігацій зі строком погашення від 10-ти до 20-ти років. Після інфляції 1973-1974 рр. строки погашення звузились і стали в основному від п'яти до восьми років. На сьогодні емітенти здійснюють випуски єврооблігацій з різними строками погашення — від року і до 25 років.

Купонні платежі на ринку євробондів здійснюються з відставанням. За облігаціями з фіксованим відсотком і за більшістю конвертованих облігацій відсотки виплачуються щорічно. Нараховування відбувається за базисом 360 днів, 12 місяців, в місяці 30 днів.

Серед типів єврооблігацій відзначимо облігації з фіксованим відсотком, основними їх різновидами є:

- *прямі облігації* (straight bond) — облігації з фіксованим відсотком, які мають серії щорічних купонів. Їх також називають «plain vanilla»;
- *облігації з нульовим купоном* (zero bond) — не мають ніяких платежів до настання строку погашення, продаються нижче номіналу, чим і забезпечують прибуток власникові;
- *глибоко дисконтовані облігації* (deep discount bonds) — облігації, за якими виплачується щорічний відсоток, але на відміну від інших облігацій, цей відсоток нижчий від превалюючого ринкового відсотка. Тому ці облігації повинні продаватися з дисконтом, подібно облігаціям з нульовим купоном;
- *облігації з можливою зміною відсотка* (retractable/extendable bond) — такі облігації мають звичайно строк погашення 12-15 років, але початковий відсоток може змінюватися через коротший період (3-5 років);
- *частково оплачені облігації* (partly paid bonds) — інвестор спочатку оплачує лише частину вартості облігації (15-30 %), решту оплачує пізніше (через 6-9 місяців). Якщо інвестор через певний строк не оплачує решту, він втрачає початковий платіж і, відповідно, облігацію;
- *середньострокові ноти* (medium-term notes (MTN) — відносно новий вид облігацій на європейському ринку. Строк їх погашення від року до п'яти. Вони мають ті самі характеристики по купонних виплатах, що й прямі облігації;
- *двохвалютні облігації* (dual currency bonds) — облігації, які оплачуються однією валютою, а купонні платежі та погашення здійснюються в іншій валюті (більш слабкій). Протягом терміну чинності облігацій вважається, що коефіцієнт обміну між двома валютами фіксований.

Ноти з плаваючим відсотком (Floating Rate Notes, FRN) — це облігації, купонні платежі яких перепризначаються через певні інтервали (традиційно кожні три або шість місяців) і звичайно прив'язані до надбавки Лондонського пропонованого відсотка на міжбанківському ринку (LIBOR — London Interbank offered Rate). Такі цінні папери з'явилися на ринку євробондів у 1970 р. як фінансовий інструмент, що комбінує елементи середньострокових банківських кредитів і довгострокових євробондів.

Конвертовані облігації — це облігації з фіксованим відсотком, які можуть конвертуватися в звичайні акції емітента чи іншої компанії, що виступає гарантом облігацій. Суттєвим компонентом конвертованої облігації є коефіцієнт обміну між валютою облігації та акціями емітента. Якщо ці валюти різні, то їх коливання відносно між собою будуть значно впливати на вартість обміну.

Останнім часом на ринку облігацій набирають сили **варанти**. Вони можуть випускатися з облігаціями (які в такому випадку називаються хост-облігаціями) або окремо від них (такі варанти називаються голими). Варанти фізично відділені від облігацій чи акцій і торгують ними в основному окремо. Їх можна розділити на два найважливіших типи. Це:

1. варанти акцій. Вони дають право власникові на купівлю акцій компаній за фіксованою ціною. Таке право зберігається на певний строк. Такі варанти звичайно пропонуються як частина пакета облігацій з фіксованим відсотком;

2. варанти облігацій. Вони дають право на купівлю за певною ціною (протягом життя варанта) облігацій з фіксованою датою погашення.

Основну частину клірингу (взаємозалік вимог і зобов'язань у торгових розрахунках) ринку євробондів складають дві централізовані клірингові системи:

1. Euro-clear (Euro-clear Clearance System Public Limited Company) в Брюсселі. Заснована в 1968 р., управляється через Morgan Guaranty Trust Company of New-York;

2. CEDEL (Centrale de Livraison de Valeurs Mobilieres S.A.) в Люксембурзі. Заснована в 1970 р. групою провідних фінансових інститутів і управляється незалежно.

Ці системи були створені для забезпечення ефективної безризикової системи клірингу, для міжнародної торгівлі цінними паперами та уникнення затримок і витрат, викликаних фізичною доставкою сертифікатів.

Визначення рейтингу відкритої емісії тих чи тих облігацій вже багато років є характерною рисою американського ринку. Сьогодні проведення такого рейтингу стало невід'ємною частиною і міжнародного ринку. Незалежні рейтингові агентства оцінюють кредитоспроможність емітента і приписують деякий рейтинг емітенту чи емісії. Цей рейтинг визначає статус емітента та його відмінність від інших емітентів.

Міжнародний ринок акцій складається акції емітентів багатьох країн, що беруть участь у міжнародному біржовому та позабіржовому обороті формує складну інфраструктуру міжнародної інвестиційної діяльності.

Біржові системи різних країн суттєво відрізняються. Різними є й обсяги торгівлі акціями на національних і міжнародних фондових біржах. Серед останніх виділяються Лондонська міжнародна фондова біржа, біржі Нью-Йорка, Токію, Франкфурта.

Фондові біржі використовують різні методи визначення та обчислення для збору статистичних даних. Це означає, що показники з обігу цінних паперів на різних біржах не можуть порівнюватися між собою. Відповідно до класифікації, затвердженої Європейською федерацією фондових бірж, МФФБ розподіляє своїх членів на *дві групи за двома різними методами обліку*: TSV (огляд торговельної системи) та REV (огляд середовища, яке регулюється).

Біржі, які застосовують перший метод обліку, враховують лише ті угоди, які «пройшли» через їх торговельні системи або які укладаються на їх торговельних майданчиках.

Біржі, які використовують другий метод обліку, включають дані про всі угоди, які підпадають під нагляд ринкового товариства (угоди, які укладаються компаніями — членами біржі, іноді — компаніями, які не є членами біржі, незалежно від того, укладаються угоди на ринку чи за його межами, у тому числі угоди, укладені на іноземних ринках).

Отже, порівнювати показники бірж, які належать до різних груп, не має сенсу.

До сфери позабіржового обігу входять первинне розміщення, вторинні облігаційні ринки, обіг інших боргових інструментів, а також акцій компаній, що не задовольняють вимог лістингу фондових бірж.

Відношення обсягів біржової та організованої позабіржової торгівлі акціями на різних ринках характеризують наступні дані:

а) США — 3:1; Нью-Йорська фондова біржа та ринок NASDAQ у 1990 р. спільно покривали більше 95% обсягу фондового ринку США);

б) Японія — розмір угод з акціями на позабіржовому ринку склав у 1990 р. до 1% обсягу угод у країні (Токійська фондова біржа — більше 94%);

в) Австрія — ємність позабіржового ринку складає більше 30% від ринку в цілому по країні (приблизно 70% — Віденська фондова біржа);

г) Канада — позабіржовий ринок акцій складає до 3% обороту торгівлі акціями (Торонтська фондова біржа — більше 70%);

д) Франція — позабіржовий обіг — до 3-4%.

Рекомендована література:

1. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність підприємств. Підручник. – К.: Центр навч. літ-ри, 2015. – 164 с.

2. Сазонець І.Л., Федорова В.А. Інвестування Підручник. – К.: Центр навч. літ-ри, 2014. – 312 с.

3. Ставська Ю. В. Інвестиційна привабливість Вінницького регіону /Ю.В. Ставська, Вовк В.Ю. // Східна Європа: економіка, бізнес та управління, 2018 – Випуск 3 (14) 2018. – С. 325-370. Режим доступу до ресурсу: [http:// www. Easterneurope-emb.in.ua/14-2018-ukr](http://www.Easterneurope-emb.in.ua/14-2018-ukr)

Лекція 6

Регулювання міжнародної інвестиційної діяльності

1. Методи та рівні регулювання міжнародної інвестиційної діяльності
2. Особливості регулювання міжнародних ринків цінних паперів

1. Методи та рівні регулювання міжнародної інвестиційної діяльності

Міжнародна інвестиційна діяльність, відіграючи ключову роль у системі сучасних світогосподарських зв'язків і маючи значний потенціал впливу (як позитивного, так і негативного) на економічний розвиток, має бути регульованою на **національному, міжнародному і наднаціональному рівнях**.

Таке регулювання може здійснюватися за допомогою сукупності **спеціальних правових, адміністративних, економічних та соціально-психологічних методів**, і деяких інструментів стимулювання і обмеження.

Правові методи реалізуються через систему цивільного та процесуального права, арбітражну практику тощо.

Адміністративні методи юридично визначають господарську суб'єктність, регламентують питання власності, процедури рішення суперечок в судовому порядку тощо.

Економічні методи реалізуються через систему дотацій, кредитів, здійснення фіскальної політики.

Соціально-психологічні методи орієнтовані на формування і розвиток тієї чи іншої ідеології, виховання відповідного типу менталітету громадян і суспільства в цілому за допомогою організаційно оформлених інститутів.

Між методами регулювання міжнародної інвестиційної діяльності є очевидний взаємозв'язок. Усі вони так чи інакше оформлені у конкретних нормативно-правових документах. Їх ефективність залежить від тривалості існування відповідної нормативно-правової бази, від досконалості правових методів регулювання.

Аналіз різних систем регулювання міжнародної інвестиційної діяльності на національному рівні показує, що формуються вони *двома шляхами*:

- через прийняття єдиного акта, який регулює допуск іноземного капіталу в економіку країн;
- через розробку тих чи інших правових актів, що регулюють різні аспекти іноземної інвестиційної і підприємницької діяльності.

Вибір того чи іншого із зазначених шляхів залежить від ролі конкретної країни на світовому ринку капіталів. Для країн, які активно експортують капітал, характерним є ліберальне становлення до регулювання іноземних капіталовкладень. Країнам, які переважно імпортують капітал, притаманне прагнення прийняти єдиний законодавчий акт щодо міжнародної підприємницької діяльності.

Проте в цілому (і в першому, і в другому випадках) однакоvim є перелік *питань (об'єктів)* регулювання:

- визначення іноземного інвестора;
- видів та форм іноземних інвестицій;
- участі у власності;
- репатріації прибутку іноземного інвестора;
- вимог до результатів діяльності іноземного інвестора;
- системи інвестиційних пільг та обмежень;
- гарантій щодо прав іноземного інвестора;
- інформаційного забезпечення.

Залежно від конкретної стратегічної мотивації приймаючої країни у світовій практиці реалізуються різні варіанти регулювання кожного з цих питань.

До іноземних інвесторів, як правило, належать іноземні фізичні та юридичні особи; особи, які проживають за кордоном; іноземні держави та міжнародні організації.

Видами іноземних інвестицій є цінності, що вкладаються безпосередньо іноземними інвесторами в об'єкти підприємницької діяльності з метою отримання прибутку (доходу) або досягнення інших цілей. В цілому ці види інвестицій визначаються однозначно, але можливі й варіації щодо деяких з них, зокрема щодо інтелектуальних інвестицій, векселів, цінних паперів, торгових марок тощо. Зауважимо, що різні країни, які зацікавлені в іноземних інвестиціях, формують різні переліки видів інвестицій.

Іноземний інвестор, як правило, кваліфікується за обсягами вкладеного капіталу. Так, у світогосподарській практиці пересічною інвестицією є 50-100 тис. дол. США, а кваліфікаційною часткою власності в об'єктах інвестування – частка у 20 %.

Участь у власності включає три базові компоненти:

- резервування за національним капіталом певних галузей і видів виробництва – для збереження національної безпеки. Всі держави регулюють вкладення іноземного капіталу, встановлюючи сфери, де діяльність іноземних інвесторів обмежена або заборонена. Наприклад – залізничний транспорт, зв'язок і комунальне господарство (Франція, Німеччина, Великобританія, Італія); оборонний комплекс (США, Японія, Франція, Канада, Колумбія, Італія); будівництво і експлуатація атомних або гідроелектростанцій (США, Японія, Франція);

- спроба збільшення питомої ваги країни вкладення капіталу в операціях іноземного підприємця (обумовлена наступними причинами: участь держави у власності надає можливість посилити контроль за активами інвесторів, а місцеві партнери дістають доступ до інформації про діяльність інвестора і можуть сприяти розробці більш конструктивних ідей відносно регулювання діяльності іноземного капіталу). Наприклад, в Мексиці на основі закону про іноземні інвестиції (1993 р.) для стимулювання надходження зовнішніх коштів дозволено поступове збільшення частки іноземного капіталу в національних підприємствах – з 49 % в 1995 р. до 51 % в 2001 р. і до 100 % в 2004 р.

Серед інших непрямих заходів по регулюванню участі у власності і контролю – резервування за національним урядом призначення одного або більшої кількості представників у раду директорів; право уряду на “вето” відносно деяких рішень або вимогу про повну одноголосність ради директорів у рішенні деяких питань; обов’язковість консультування з урядом перед ухваленням будь-яких рішень (крім того, застосовуються обмеження на: використання довгострокових іноземних кредитів; цінні папери іноземного інвестора; права іноземних акціонерів (на виплату дивідендів, відшкодування капіталу після ліквідації підприємства, на утаєння інформації по деяких аспектах руху інвестицій); національний склад ради директорів або чисельність емігрантів у ньому; право власності на землю або нерухомість; право на промислову або інтелектуальну власність; ліцензування зарубіжної технології).

Вимоги до результатів господарської діяльності торкаються, перш за все, її масштабів і (як у попередньому випадку) національної ринкової орієнтації (екстравертованій або внутрішній), а також частки місцевої участі в капіталі, використання місцевих сировини і компонентів, передачі технології, навчання кадрів, створення нових робочих місць тощо.

Дослідження міжнародних методів регулювання діяльності іноземних інвесторів дозволило нам узагальнити вимоги до них і сформулювати *умови надання їм пільг*. В регіональному аспекті ці пільги пропонуються підприємствам, які створені в менш розвинутих районах або функціонують у ВЕЗ. Іспанія і Греція практикує паралельний селективний вибір найвідсталіших районів і швидко прогресуючих економічних центрів. Надходження іноземних інвестицій до них стимулюється в першу чергу, особливо якщо вони спрямовані в галузі й сектора, пов’язані з новими технологіями.

В галузевому аспекті іноземним інвесторам можуть надаватися пільги, а також дозвіл на повне володіння власністю підприємства (зокрема, якщо експортується не менше 80 % його продукції або 50 % – при забезпеченні працею, принаймні, 350 місцевих працівників) і дозвіл на володіння 51% (тобто контрольним пакетом) акцій підприємства (якщо воно виробляє наукоємну продукцію, як це має місце в Малайзії).

Прикладом гнучкої політики регулювання діяльності іноземних інвесторів служить Китай. Ця країна вже поступово скорочує пільгову податкову політику, і у тому числі – надання тривалих податкових канікул для певних категорій іноземних інвестицій. Нинішня інвестиційна політика Китаю переслідує ціль рішення двох задач: по-перше, відновлення балансу (рівномірності) в розвитку прибережних районів, які швидко розвиваються, і нерозвинених, розташованих далеко від перших, і по-друге – заборони нарощування видів виробництва з крупними виробничими відходами і непродуктивними витратами енергетичних ресурсів (зокрема, на тисячах підприємств, виготовляючих взуття та іграшки в південних районах). Тут заохочуються ПП в нерозвинені сільськогосподарські регіони, виробництво хімічних волокон, галузі високої технології (мікроелектроніку, точне машинобудування, цивільне літакобудування, біотехнологію й об'єкти інфраструктури – порти, шосе, електростанції).

Показники виробничої діяльності іноземної фірми регламентуються і заходами, пов'язаними з режимом роботи (вимогами відносно використання місцевих компонентів, передачі технології, кореспондування експортних квот з обсягом продаж на внутрішньому ринку, а також обмеженнями: на чисельність іноземного персоналу (включаючи обмеження в наданні віз); на державні закупівлі (виключення іноземних інвесторів з числа державних постачальників); на імпорт інвестиційних товарів; на доступ до місцевих ресурсів, чинників виробництва і телекомунікацій; на використання нової технології; на довгострокову оренду землі і нерухомості; на переміщення операцій в межах країни; на диверсифікацію операцій (діяльності); на отримання місцевих кредитів і інформації; на репатріацію капіталу і прибутку (введення додаткових податків або платежів); на розміщення реклами).

Регулювання репатріації прибутку, дивідендів і інших доходів проводиться не тільки з контролюючими, але і із заохочувальними намірами. В першому випадку – з метою контролю операцій іноземних інвесторів через широко поширену практику ухилення від сплати податків, зменшення відтоку капіталу. Тут можна виділити наступні моменти:

- зобов'язання іноземного інвестора у відношенні забезпечення мінімального резерву в уповноваженому банку в певному розмірі від його участі в акціонерному капіталі;
- не перевищення обсягу коштів, які переводяться, над загальною сумою отриманих доходів (Гвінея-Бісау) або над їх певною величиною – 50 % (Замбія, Єгипет);
- дозвіл на переклад прибутку, величина якого не перевищує розмір інвестованих коштів (Колумбія);
- дозвіл на переклад всього чистого прибутку раніше встановленого терміну;
- відсутність обмежень на переклад прибутку (Аргентина, Бразилія, Венесуела, Мексика, Перу, Чилі).

У більшості країн, що розвиваються до цього існує дуалістичне відношення. Не дивлячись на усвідомлення іноземними інвесторами більш істотної привабливості політики вільної репатріації прибутків у порівнянні з обмеженнями, вони, як і раніше, дуже стурбовані її гіпотетичними негативними наслідками (погіршенням платіжних балансів та ін.), через що вдаються до регулювання системи переказів коштів за кордон (у середині 90-х років XX століття їх найсерйознішими обмежувачами були Індонезія, Нігерія, Тайвань, Тобаго), але в той же час намагаються компенсувати це наданням багатообразних інвестиційних пільг.

Система інвестиційних пільг та обмежень включає: факторні пільги (субсидії підприємствам, гарантовані та пільгові позики, звільнення від податків, часткове повернення податків; прискорення амортизації); товарні пільги (тарифні і нетарифні імпорتنі бар'єри); спеціальні заходи обмеження та контролю за діяльністю іноземного інвестора.

Конкуренція відносно залучення ПІІ постійно загострюється і удосконалюється. На початку 90-х років у країнах що розвиваються існували понад 40 різноманітних пільг і заохочень для іноземних інвесторів, а останнім часом понад 70 держав лібералізували режими інвестування в добувну промисловість. Іноді компаніям-інвесторам дозволено прискорена амортизація: в Бразилії – 50-60 % капіталу за перший рік, в Малайзії – 100 % протягом 2 років.

Наявність системи інвестиційних гарантій – один з найважливіших чинників плідної інвестиційної діяльності. На рівні приймаючої країни іноземним інвесторам також створюються умови для зваженої підприємницької діяльності – за рахунок надання урядових гарантій: стабільності законодавства, регулюючого правове положення іноземних інвестицій; від націоналізації, реквізиції і конфіскації; на випадок припинення інвестиційного процесу; перекладу прибутків і доходів від інвестиційної діяльності.

Інформаційне забезпечення іноземних інвесторів є надзвичайно істотним чинником цивілізованого ведення підприємницької діяльності. Японія – не дивлячись на незначні надходження іноземного капіталу в середині 90-х років і тенденцію до їх скорочення – все ж таки піклувалася про створення зручностей в даній сфері за рахунок установи ряду спеціалізованих інституцій. Одна з них, “Джетро”, періодично готує огляди про інвестиційний клімат в країні, проводить семінари з питань вкладень іноземного капіталу. Інша консалтингова корпорація “Файнд” – прогнозує зміни попиту на певні товари, сприяє розробці стратегії збуту і фінансування, пошукам партнерів по сумісному підприємництву.

В сучасній світогосподарській практиці важливе місце в активізації і регулюванні міжнародної інвестиційної діяльності займають **двосторонні і багатосторонні інвестиційні угоди**. Їх метою є отримання країною базування правового захисту своїх інвестицій в приймаючій країні від можливих некомерційних ризиків, а також підтримка стабільності і надійності відносин між країнами.

Необхідність укладення подібних договорів (угод) викликана наступними *чинниками*:

- завдяки такому договору (угоді) кожна з держав, що уклало його, отримує можливість реалізації прав своїх громадян у іншій країні;
- для іноземного інвестора з будь-якої країни, який без сумніву ризикує, принципово важливо, щоб приймаюча країна надавала належний захист і забезпечувала безпеку його капіталовкладень у цій країні. Наявність таких гарантій не лише у національному законодавстві, але і в міжнародній угоді розглядається як прагнення приймаючої країни забезпечити максимальне збереження іноземної власності та не застосовувати заходів з її примусового вилучення;
- створення договірною регулювання дає певну гарантію застосування передбаченого угодою режиму для інвестицій, незалежно від того, які зміни, у тому числі і законодавчі, можуть мати місце в країні-партнері за договором у майбутньому.

У міжнародних дво- і багатосторонніх угодах, як правило, регулюються такі питання інвестування:

- визначення інвестицій та інвесторів;
- умови ввозу ПІІ;
- заохочення інвестицій; загальні норми режиму;
- переказ платежів;
- вимоги до результатів господарської діяльності;
- позбавлення інвестора прав власності;
- вирішення суперечок;
- норми поведінки корпорацій.

При визначенні питання про інвестиції та інвесторів указуються не тільки вже існуючі форми інвестицій, а і ті, що можуть виникнути після укладення угоди. Фіксуються юридичні особи, які потрапляють до категорії “національних суб’єктів” кожної з країн-учасниць угоди.

Умови ввозу ПІІ чітко визначають систему регулювання розміщення інвестицій (загальними нормами національного права або спеціальними режимами). Слід зазначити, що до 1990 р. жодна із двосторонніх угод не передбачала можливості проведення політики “відкритих дверей” між країнами-партнерами.

Більшість міжнародних угод про інвестування передбачають обов’язкове *заохочування іноземних інвестицій*, перш за все, з боку приймаючої країни. В окремих угодах країна базування зобов’язується проводити політику заохочення вивозу підприємницького капіталу в країну, з якою укладено угоду.

Загальні норми режиму, як правило, передбачають справедливий, недискримінаційний, пільговий або національний режими.

Правила переказу платежів є найважливішим елементом угоди. При цьому країна базування прагне отримати конкретні та широкі гарантії не тільки щодо загальних правил переказу коштів, а й щодо використання тієї чи іншої валюти, валютних ресурсів і термінів перекладу.

Вимоги до результатів господарської діяльності є однією з ключових проблем в інвестиційних відносинах. Вона розв'язується наданням гарантії про неможливість конфіскації чи націоналізації належної іноземним інвесторам власності, або гарантією про компенсацію їх власності у випадку її націоналізації.

Вирішення суперечок відбувається за допомогою Міжнародного центру регулювання інвестиційних суперечок, який був створений у 1965 р. На першому етапі суперечки між інвесторами і урядом приймаючої країни розв'язуються на основі конструктивних консультацій. Суперечка може також розглядатись компетентним судовим або адміністративним органом приймаючої країни.

Питання про норми поведінки корпорацій – це питання про формування загальних принципів і норм, яких мають дотримуватися іноземні підприємці в приймаючій країні.

Взаємини між багатьма якими країнами регулюються складними угодами на наднаціональному рівні. Це забезпечує вільний рух капіталів, гармонізує економічну політику країн, сприяє ефективній роботі відповідних наднаціональних інститутів. Зокрема, у межах ЄС з 1958 р. функціонує Європейський інвестиційний банк. Спеціально для фінансування інвестиційних проектів країн Східної Європи працює Європейський банк реконструкції і розвитку.

Резюмуючи, спробуємо обґрунтувати деякі найважливіші напрями використання відповідного іноземного досвіду в Україні.

В Україні власне законодавство про інвестиційну діяльність з'явилося після прийняття 24 серпня 1991 р. Акту проголошення незалежності України.

Закон України “Про інвестиційну діяльність” від 18 вересня 1991 р. є першим нормативним актом, що визначає загальні правові, економічні та соціальні умови інвестиційної діяльності на території України. Закон України “Про іноземні інвестиції” від 13 березня 1992 р. був першим нормативним актом, яким регламентовано процес іноземного інвестування в Україні. Декрет Кабінету Міністрів України від 20 травня 1993 р. “Про режим іноземного інвестування” зупинив його дію. Це було викликано тим, що згаданий закон мав ряд недоліків. Зокрема, в ньому не було встановлено мінімального розміру та виду іноземних інвестицій, для яких встановлювалися податкові пільги. За період дії цього закону, за деяким підрахункам, до 42 відсотки усіх іноземних інвесторів вклали в економіку України менше ніж 1000 доларів, а зустрічалися спільні підприємства з іноземними інвестиціями розміром 7 доларів США. Таким чином, закон надавав можливість іноземним інвесторам

одержувати податкові пільги на території України, а також обходити податкове законодавство і в своїх країнах, в разі існування угод про уникнення подвійного оподаткування між Україною і відповідною країною. Існував завищений імпорт товарів під виглядом внесків до статутних фондів спільних підприємств з наступною реалізацією третім особам. Виникла також потреба у диференціації пільгового режиму для інвестицій у конвертованій валюті, у формі майна, майнових прав, нових технологій тощо. У згаданому Декреті було змінено поняття підприємства з іноземними інвестиціями, до яких стали відносити підприємства з кваліфікаційними інвестиціями, тобто інвестиціями певних мінімальних розмірів і видів.

19 березня 1996 р. Верховна Рада України прийняла Закон України “Про режим іноземного інвестування”, який відмінив дію вищезазначеного Декрету Кабінету Міністрів України від 20 травня 1993 р. “Про режим іноземного інвестування”. В цілому цей закон містить багато положень, які перейшли до нього з цього Декрету. Проте, разом з цим, в ньому міститься також багато якісно нових елементів, не всі з яких можуть отримати позитивну оцінку.

Найважливішою суттєвою рисою нового закону, що відрізняє його від попереднього законодавства про іноземні інвестиції, є те, що для іноземних інвесторів на території України встановлюється національний режим інвестиційної та іншої господарської діяльності, за винятками, передбаченими законодавством і міжнародними договорами України. Крім цього в законі містяться положення про те, що підприємства з іноземними інвестиціями сплачують податки відповідно до законодавства України.

Проте, у цьому ж законі зазначається, що для окремих інвестиційних проектів із залученням іноземних інвестицій, які реалізуються відповідно до державних програм розвитку пріоритетних галузей економіки, соціальної сфери і територій, може встановлюватися пільговий режим інвестиційної та іншої господарської діяльності. Але ці положення є, щонайменше, декларативними, якщо мати на увазі те, що цим же законом визначається таким, що втратив чинність Закон України “Про державну програму заохочення іноземних інвестицій в Україні”.

Окрім того, цим законом були передбачені критерії надання пільг для інвестиційних проектів із залученням іноземних інвестицій лише стосовно пріоритетних напрямків, в яких вони мають здійснюватися. А такі важливі критерії, як обсяг іноземних інвестицій, їх види, на жаль, до уваги не бралися.

Разом з вищезгаданим, у новому законі міститься ряд нових позитивних положень, яких не було у Декреті Кабінету Міністрів України від 20 травня 1993 р. “Про режим іноземного інвестування”. Зокрема, чітко визначений момент набуття підприємством статусу підприємства з іноземними інвестиціями. Таким моментом вважається день зарахування

іноземної інвестиції на його баланс. Проте, на практиці можуть виникнути складнощі у разі здійснення іноземного інвестування у виді майнових прав або прав інтелектуальної власності, що, на нашу думку, вже вимагає внесення відповідних роз'яснень до цього закону.

Позитивним є те, що державна реєстрація іноземних інвестицій згідно із законом здійснюється тільки після фактичного їх внесення, тоді як відповідно до Декрету Кабінету Міністрів України від 20 травня 1993 р. “Про режим іноземного інвестування” їх можна було реєструвати і до моменту фактичного внесення (тобто могли реєструватися тільки наміри здійснити іноземну інвестицію). Більш чітко визначається порядок та умови звільнення від обкладення митом майна, яке ввозиться до України як внесок іноземного інвестора до статутного фонду підприємств з іноземними інвестиціями.

Особливістю правового регулювання інвестиційної діяльності на території України є те, що, разом із Законами України “Про інвестиційну діяльність”, “Про режим іноземного інвестування”, інвестори мають враховувати також положення цілого ряду інших законів та підзаконних нормативних актів. Зокрема, це законодавство про підприємництво, приватизацію та фондовий ринок тощо. Взагалі, на сьогодні, з положеннями статі Закону України “Про інвестиційну діяльність” кореспондують положення близько 100 законодавчих та підзаконних нормативних актів України.

При визначенні правового середовища інвестиційної діяльності в Україні не слід забувати також про те, що окрім внутрішнього українського законодавства існує група міжнародних договорів (угод) України з окремими країнами про заохочення і взаємний захист інвестицій, що є одним з джерел правового регулювання інвестиційної діяльності в Україні.

В договорах (угодах) про заохочення і взаємний захист інвестицій, так як і в законодавстві про інвестиційну діяльність, мають знаходити своє відображення основні пріоритети державної політики України щодо залучення іноземних інвестицій до її економіки.

Так, Закон України “Про дію міжнародних договорів на території України” передбачає, що укладені і належним чином ратифіковані Україною міжнародні договори є невід’ємною частиною національного законодавства України і застосовуються у порядку, передбаченому для норм національного законодавства. Це положення знайшло своє закріплення і на конституційному рівні, зокрема у Конституції України. В цьому випадку міжнародний договір, учасником якого є Україна, має таку ж юридичну силу, як і її національний закон. Тому Закон України “Про міжнародні договори України” передбачає здійснення ратифікації міжнародних договорів (тих, які потребують ратифікації згідно цього Закону) не у формі постанови Верховної Ради України, як це було раніше, а шляхом

прийняття спеціального Закону про ратифікацію, який підписується Головою Верховної Ради України.

Проаналізувавши зміст ряду міжнародних договорів (угод) про заохочення і взаємний захист інвестицій, стороною яких є Україна, можна зробити висновок про те, що вони містять ряд особливих положень, відмінних від положень національного законодавства. В них для іноземних інвесторів із країн, які є сторонами договору, може встановлюватися більш пільговий, відмінний від національного правовий режим. Тому, при укладенні міжнародних угод, слід ураховувати реальність їх виконання, не включаючи до цих угоди положення, які прямо суперечать внутрішньому законодавству країни, яка є стороною такої угоди.

На теперішній час Україною укладено 40 міжнародних угод про заохочення і взаємний захист інвестицій, а також 38 угод з питань уникнення подвійного оподаткування доходів і майна і запобігання ухиленням від сплати податків.

Із вищезазначених угод з питань заохочення і взаємного захисту інвестицій:

- набули чинності угоди, які підписані з Великобританією, Данією, Польщею, Францією, Чехією, Канадою, В'єтнамом, Китаєм, Фінляндією, Монголією, Естонією, ФРН, Грецією, Литвою, США, Угорщиною, Нідерландами, Швейцарією, Швецією, Аргентиною, Бельгійсько-Люксембурзьким економічним союзом, Чилі, Індонезією, Іраном, Австрією;
- ратифіковані Україною, але не набули чинності угоди, підписані з Ізраїлем, Болгарією, Вірменією, Казахстаном, Словаччиною, Грузією, Молдовою, Італією, Кубою, Республікою Білорусь;
- підписані і не ратифіковані Україною угоди із Єгиптом, Киргизстаном, Узбекистаном, Республікою Корея, Хорватією.

Серед угод з питань уникнення подвійного оподаткування доходів і майна та запобігання ухиленням від сплати податків, які укладені Україною:

- набули чинності угоди з Великобританією, Республікою Білорусь, Польщею, Російською Федерацією, Угорщиною, Іраном, Туреччиною, Литвою, Францією, Македонією, Чехією;
- ратифіковані Україною, але не набули чинності угоди, підписані із США, Узбекистаном, Фінляндією, ФРН, Швецією, Молдовою, Нідерландами, Болгарією, Китаєм, Латвією, В'єтнамом, Вірменією, Індонезією, Бельгією, Данією, Естонією, Казахстаном, Канадою, Норвегією, Румунією, Словаччиною;
- підписані і не ратифіковані Україною угоди з Хорватією, Єгиптом, Австрією, Італією, Люксембургом, Грузією.

Окрім відзначеного, Україна є стороною ряду багатобічних угод з питань інвестиційної діяльності, які укладені членами СНД. Зокрема, це Угода про співробітництво

в області інвестиційної діяльності, що підписана 24 грудня 1993 р., та Конвенція про захист прав інвестора від 28 березня 1997 р. в розвиток указаної Угоди від 24 грудня 1993 р.

Важливим висновком, що стосується підвищення ефективності використання такого засобу регулювання іноземного інвестування, як міжнародні договори (угоди) про заохочення і взаємний захист інвестицій, є те, що необхідне чітке визначення і систематизація пріоритетних напрямків в укладенні міжнародних угод про заохочення і взаємний захист інвестицій. При укладенні таких угод слід дотримуватися принципів додержання національних інтересів та економічної безпеки України.

Подальша результативність залежатиме від вдосконалення чинного законодавства України. Необхідно гармонійно поєднувати положення національного законодавства з положеннями міжнародних угод, щоб створити єдине політико-правове середовище для діяльності іноземних інвесторів. Необхідне також плавне, поступове пристосовування чинного українського законодавства до міжнародних стандартів, а при його зміні – гарантування відшкодування збитків або його негайне здійснення.

2. Особливості регулювання міжнародних ринків цінних паперів

Регулювання інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів має свою специфіку. У міжнародній практиці існують дві основні моделі організації ринку цінних паперів. Одна передбачає панування на цьому ринку комерційних банків (Німеччина, Японія, Франція), інша є змішаною, тобто передбачає активну роль як банківських, так і небанківських фінансово-кредитних інститутів (США, Велика Британія). У тих країнах, де на ринку цінних паперів панує обмежене число комерційних банків, діяльність яких підконтрольна центральному національному банку та іншим урядовим агенціям, державне регулювання є значним.

Державне регулювання ринку цінних паперів здійснюється у вигляді прямого втручання у його функціонування, а також у вигляді непрямого впливу на цей ринок. До засобів прямого втручання належать:

- весь комплекс законотворчої діяльності представницьких органів з проблем ринку цінних паперів;
- постанови та розпорядження органів виконавчої влади з цих проблем;
- заходи, що вживаються іншими державними органами для введення нових та зміни старих положень й норм, що стосуються діяльності ринку цінних паперів. В основному це — ліцензування учасників ринку цінних паперів, обмеження та заборони на здійснення обігу деяких видів цінних паперів і вчинення деяких угод, реєстрація цінних паперів тощо.

У систему важелів непрямого впливу входять:

- контроль за грошовою масою, що знаходиться в обігу, та обсягом кредитів за допомогою державного впливу на ставки позичкового процента;
- податкова політика держави;
- гарантії уряду по депозитах, кредитах, позикам приватного сектора;
- вихід держави на ринки позикових капіталів (випуск казначейських векселів, середньострокових та довгострокових облігацій, емісія зобов'язань державних установ тощо), що створює пряму конкуренцію у боротьбі за кредити між державою та корпораціями;
- зовнішньоекономічна політика держави (регулювання операцій з іноземною валютою, золотом, заходи для стимулюванню експорту тощо).

Необхідність державного регулювання ринку цінних паперів зумовлено такими причинами:

по-перше, на ринку цінних паперів більшою мірою реалізуються національні інтереси держави, під якими розуміється комплекс макроекономічних і макрополітичних пріоритетів на сучасному етапі розвитку економіки країни;

по-друге, на ринку цінних паперів постійно присутні та активно взаємодіють інтереси різних учасників ринку — емітентів цінних паперів, інвесторів, професійних учасників ринку (торговців цінними паперами, реєстраторів, депозитаріїв, інвестиційних фондів і компаній, керуючих їх активами і т.ін.). Ці інтереси можуть вступати в протиріччя між собою і для забезпечення стабільності і правового впорядкування ринку, регламентування взаємовідносин між усіма його учасниками держава впроваджує відповідну систему регулювання;

по-третє, головною дійовою особою на ринку цінних паперів виступає інвестор — вітчизняний або іноземний, юридична або фізична особа. Найбільш численним інвестором на ринку цінних паперів є населення, яке частіше за все не володіє спеціальними знаннями у сфері фондового ринку. Без створення надійної системи захисту прав та інтересів інвесторів на ринку цінних паперів, насамперед фізичних осіб, неможливо забезпечити подальший розвиток ринку капіталів. Формування і постійне вдосконалення такої системи під силу тільки державі.

Таким чином, **регулювання ринку цінних паперів** — це об'єднання в єдину систему певних методів і прийомів, що дозволяють упорядкувати діяльність усіх його учасників і операцій між ними шляхом встановлення державою певних вимог та правил задля підтримки рівноваги взаємних інтересів всіх учасників.

Регулювання ринку цінних паперів, як правило, має такі цілі:

- підтримка порядку на ринку, створення нормальних умов для роботи всіх його учасників;

- захист учасників ринку від несумлінності і шахрайства окремих осіб або організацій, від злочинних посягань;
 - забезпечення безпеки фінансової системи;
 - створення однакових «правил гри» для всіх учасників ринку;
 - забезпечення вільного і відкритого процесу ціноутворення на цінні папери на основі попиту і пропозиції;
 - створення ефективного ринку, на якому завжди є стимули для підприємницької діяльності і на якому кожний ризик адекватно винагороджується;
 - у певних випадках створення нових ринків, підтримка необхідних суспільству ринків і ринкових структур, ринкових зачинів і нововведень і т.ін.;
- досягнення суспільних цілей, наприклад соціальних чи розподільчих.

Сферами регулювання фондового ринку є:

- допуск цінних паперів до публічної торгівлі;
- розкриття інформації емітентами;
- функціонування організаторів торгівлі (фондових бірж і торговельно-інформаційних систем);
- регулювання діяльності професійних учасників ринку, насамперед брокерів і дилерів, та їх відносин з клієнтами;
- реклама на ринку цінних паперів;
- заборона інсайдерської торгівлі та маніпулювання цінами.

Регулювання фондового ринку є обов'язком урядів.

Альтернативи державному регулюванню не існує.

Система регулювання повинна базуватись на таких **принципах**:

- захист законних прав та інтересів інвесторів з боку держави;
- розкриття емітентами інформації, яка необхідна інвесторам для прийняття рішень;
- рівний доступ учасників ринку до інформації;
- ціни повинні відображати співвідношення попиту і пропозиції;
- підтримка чесної конкуренції між учасниками ринку;
- наявність державного органу регулювання зі сталими повноваженнями;
- сприяння розвитку ринку та інноваціям у галузі цінних паперів.

Законодавство та правила, що встановлюються державними органами, мають забезпечити виконання професійними учасниками ринку таких вимог:

- чесність стосовно клієнтів;
- високий рівень кваліфікації;
- з'ясування дійсних потреб клієнта для найкращого виконання обов'язків перед ним (принцип «пізнай свого клієнта»);

- надання клієнтам вичерпної і правдивої інформації;
- уникнення конфлікту інтересів;
- надійний захист активів клієнтів;
- наявність достатніх фінансових ресурсів для виконання зобов'язань і покриття ризиків, достатність власного капіталу;
- наявність дійової системи внутрішнього контролю за виконанням своїми співробітниками вимог законодавства;
- надання всієї необхідної інформації контрольним органам та сприяння їх роботі.

Досвід країн з розвинутим ринком цінних паперів засвідчує, що держава повинна здійснювати на фондовому ринку такі функції:

- розробка концепції розвитку ринку, програма її реалізації, розробка законодавчих актів для запуску і розвитку ринку;
- контроль за фінансовою стійкістю і безпекою ринку (контроль за входом на ринок, реєстрація цінних паперів, нагляд за фінансовим станом інвестиційних інститутів);
- встановлення законодавчих норм функціонування ринку, контроль за їх дотриманням і застосування санкцій за їх порушення;
- створення системи інформування про стан ринку цінних паперів і забезпечення її відкритості для інвесторів;
- створення системи захисту дрібних інвесторів від втрат.

Регулювання на ринку цінних паперів включає такі елементи:

- створення нормативної бази функціонування ринку, тобто розробка законів, постанов, інструкцій, правил, методичних положень та інших нормативних актів, які закріплюють функціонування ринку на загальновизнаній усіма основі, що додержується;
- реєстрація випусків цінних паперів, проспектів емісії;
- сертифікація фахівців фондового ринку;
- ліцензування професійних учасників ринку;
- контроль за дотриманням виконання всіма учасниками ринку норм і правил функціонування ринку;
- систему санкцій за відхилення від норм і правил, встановлених державою.

Регулювання ринку цінних паперів охоплює всі види діяльності і всі види операцій на ньому. Воно здійснюється уповноваженими органами або організаціями. Існують:

- державне регулювання ринку, здійснюване державними органами, до компетенції яких входить виконання тих або інших функцій регулювання;
- регулювання з боку професійних учасників ринку цінних паперів, або саморегулювання ринку.

Рекомендована література:

1. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність підприємств. Підручник. – К.: Центр навч. літ-ри, 2015. – 164 с.
2. Сазонець І.Л., Федорова В.А. Інвестування Підручник. – К.: Центр навч. літ-ри, 2014. – 312 с.
3. Про інвестиційну діяльність: Закон України // Відомості Верховної Ради України. — 1991. — № 9.
4. Про інноваційну діяльність: Закон України // Відомості Верховної Ради України. — 2002. — № 36.

Лекція 7

ІНВЕСТИРИ НА МІЖНАРОДНОМУ ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ 4 год.

Мета: вивчити особливості функціонування міжнародних фондів інвесторів.

План

1. Міжнародні фондові інвестори та особливості їх діяльності
2. Інвестиційні фонди на міжнародному інвестиційному ринку
- 2.1. Інвестиційні фонди відкритого типу
- 2.2. Інвестиційні фонди закритого типу

1. Міжнародні фондові інвестори та особливості їх діяльності

Інституційна структура міжнародних валютно-кредитних і фінансових відносин включає численні міжнародні організації. Одні з них, маючи великі повноваження і ресурс, здійснюють регулювання міжнародних валютно-кредитних і фінансових відносин. Інші являють собою форум для міжурядового обговорення, вироблення консенсусу і рекомендацій з валютної і кредитно-фінансової політики. Треті забезпечують збір інформації, статистичні й науково-дослідні видання з актуальних валютно-кредитних і фінансових проблем і економіки у цілому. Деякі з них виконують усі названі функції.

Міжнародні фінансові організації (МФО) створюються шляхом об'єднання фінансових ресурсів країнами-учасниками для вирішення визначених завдань у галузі розвитку світової економіки. Цими завданнями можуть бути:

- операції на міжнародному валютному і фондовому ринках з метою стабілізації й регулювання світової економіки, підтримки й стимулювання міжнародної торгівлі;
- міждержавні кредити — кредити на здійснення державних проектів і фінансування бюджетного дефіциту;
- інвестиційна діяльність/кредитування в сфері міжнародних проектів (проектів, які стосуються інтересів декількох країн, що беруть участь у проекті як прямо, так і через комерційні структури);
- інвестиційна діяльність/кредитування у сфері «внутрішніх» проектів (проектів, що безпосередньо зачіпають інтереси однієї країни чи комерційної організації-резидента), здійснення яких може вплинути на міжнародний бізнес (наприклад, інфраструктурні проекти, проекти у сфері інформаційних технологій, розвитку транспортних і комунікаційних мереж та ін.);
- благодійна діяльність (фінансування програм міжнародної допомоги) і фінансування фундаментальних досліджень.

Після Другої світової війни розлад міжнародної й національних валютно — кредитних систем і у край важкий стан народного господарства воюючих країн обумовили необхідність мобілізації національних фінансових ресурсів цих держав і вживання колективних заходів для ліквідації наслідків війни. З цією метою на міжнародній валютно-фінансовій конференції ООН, що відбулася у 1944 році у місті Бреттон-Вудс (США), було прийняте рішення про створення як спеціалізованого органу ООН Міжнародного валютного фонду (МВФ) — для відновлення і стабілізації міжнародної і національних валютно-фінансових систем і Міжнародного банку реконструкції й розвитку (МБРР) - для сприяння приватному капіталу в розширенні інвестиційного кредитування.

З подальшою стабілізацією національних господарств європейських країн, розширення міжнародних економічних зв'язків та інтернаціоналізації господарського життя у світі відбувалися зміни діяльності МВФ і МБРР. Ці міжнародні організації стадії більше приділяти уваги організації допомоги країнам з подолання виникаючих кризових явищ і структурні перебудови їх економіки, а також значно розширили фінансове сприяння країнам, що одержали державну незалежність, із метою прискорення темпів їх економічного розвитку.

Зростаючий спектр питань у валютно-кредитній сфері як на міжнародній арені, так і в окремих регіонах, які необхідно було вирішувати світовому співтовариству, також викликав потребу в створенні регіональних банків довгострокового кредитування.

У результаті якщо у довоєнні роки існував лише Банк міжнародних розрахунків у Базелі (Швейцарія), то тепер функціонує ціла система міжнародних валютно-кредитних організацій як глобального, так і регіонального характеру (Азіатський банк розвитку, Міжамериканський банк розвитку, Африканський банк розвитку, Європейський банк реконструкції й розвитку та ін.).

2. Інвестиційні фонди на міжнародному інвестиційному ринку

У попередніх темах, присвячених темі інвестування в акції й облігації, було відзначено, що процес інвестування — це в першу чергу досить складна аналітична робота, що вимагає спеціальної підготовки і тривалого часу.

Тому, якщо людина досить багата, але через зайнятість на своїй основній роботі не має можливості займатися формуванням і управлінням свого інвестиційного портфеля чи просто не хоче цього робити; або ж людина обмежена у вільних фінансових коштах, але неодмінно хотіла б ці кошти досить вигідно розмістити, сенс скористатися послугами інвестиційного фонду.

Інвестиційний фонд являє собою вид інвестиційної компанії, що отримує гроші від своїх вкладників і від їх імені розміщує ці гроші у різноманітні цінні папери.

Інвестиційний фонд можна розглядати як фінансовий продукт, який інвестиційна компанія виставляє на публічний продаж; інакше кажучи, інвестиційна компанія створює портфель цінних паперів, керує ними і продає права власності на частки цього портфеля за допомогою інструменту, названого інвестиційним фондом.

Купуючи частку в інвестиційному фонді, інвестор стає співвласником цього фонду (так само як він стає співвласником підприємства у випадку купівлі його акцій). При цьому він отримує доступ до переваг, характерних для інвестиційних фондів:

1. Диверсифікованість, тобто можливість інвестувати одночасно у велику кількість цінних паперів. Так, інвестиції у взаємний фонд означають володіння паперами сотень і навіть тисяч різних компаній, що практично неможливо для індивідуального інвестора.

2. Професійний менеджмент, представлений звичайно досить великою групою людей, включаючи керуючого фондом, безліччю асистентів, дослідників, аналітиків, трейдерів, що постійно стежать за станом ринку і при необхідності оперативно вносять зміни до складу інвестиційного портфеля.

3. Початкова величина необхідних інвестицій може бути дуже мізерною. Іноді взагалі не обумовлюється їх розмір. Це дуже зручно для починаючих інвесторів або людей, які можуть собі дозволити виділити для інвестування не більш \$300-500.

Вкладання вільних коштів в різного виду інвестиційні фонди найбільш широко розповсюджена форма власного інвестування. Далі ми більш детально розглянемо деякі основні поняття й аспекти діяльності різного виду інвестиційних фондів, що одержали найбільше поширення на ринку США. (рис. 1.)

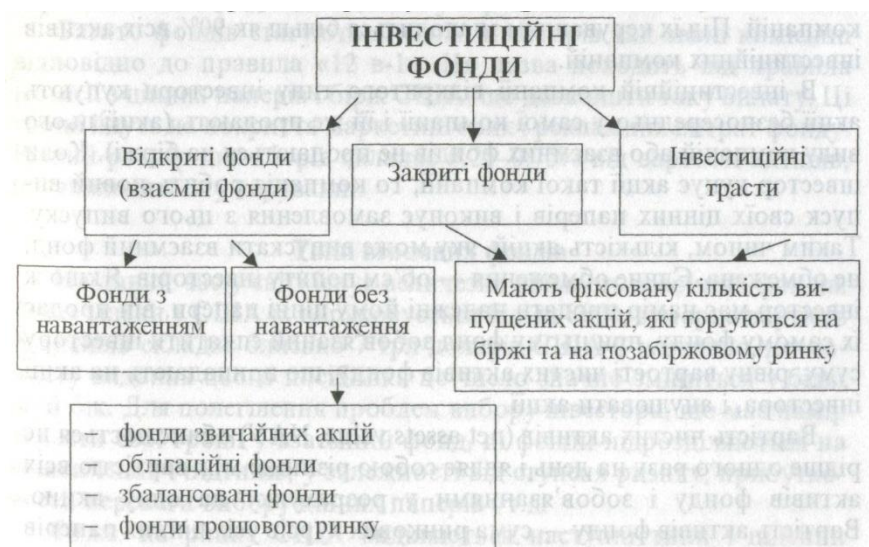


Рис. 1. Види інвестиційних фондів

Починаючи з цієї сторінки, ми рекомендуємо читачам для полегшення процесу засвоєння подальшого матеріалу цього розділу мати перед очима наведену схему:

Отже, існують два основні види інвестиційних фондів — «відкриті» та «закриті». І перші, і другі використовують кошти інвесторів і керуються професійними менеджерами, які прагнуть максимально диверсифікувати портфель фонду за допомогою обраної інвестиційної стратегії. Різниця полягає у тому, яким чином фонд структурований з погляду власності. У деяких підручниках в окрему групу виділяються так звані трастові інвестиційні фонди, але цей вид можна також розглядати і як різновид закритого інвестиційного фонду. Розглянемо їх докладніше.

2.1. Інвестиційні фонди відкритого типу (open-end funds)

Загальні поняття

Взаємний фонд, інвестиційна компанія відкритого типу, фонд відкритого типу — всі ці різні назви по суті є синонімами й означають майже те ж саме.

Взаємні фонди являють собою найбільшу групу інвестиційних компаній. Під їх керуванням знаходиться більш як 90% всіх активів інвестиційних компаній.

В інвестиційній компанії відкритого типу інвестори купують акції безпосередньо у самої компанії і їй же продають (акції цього виду компаній або взаємних фондів не продаються на біржі). Коли інвестор купує акції такої компанії, то компанія робить новий випуск своїх цінних паперів і виконує замовлення з цього випуску. Таким чином, кількість акцій, яку може випускати взаємний фонд, не обмежена. Єдине обмеження — об'єм попиту інвесторів. Якщо ж інвестор має намір продати належні йому цінні папери, він продає їх самому фонду, при цьому фонд зобов'язаний сплатити інвестору суму, рівну вартості чистих активів фонду, що припадають на акції інвестора, і анулювати акції.

Вартість чистих активів (net assets value, NAV) обчислюється не рідше одного разу на день і являє собою різницю між вартістю всіх активів фонду і зобов'язаннями у розрахунку на одну акцію. Вартість активів фонду — сума ринкових курсів усіх цінних паперів із портфеля фонду.

Фонди з «навантаженням» і «без навантаження»

Як ми вже писали, акції взаємних фондів не продаються ні на біржі, ні на біржовому ринку. Угоди на їх придбання — продаж можна укладати безпосередньо із самим фондом. Тому і процес виплати комісійних у цьому випадку інший.

Існує два основні типи фондів:

- фонди з навантаженням (Load Funds), що стягують комісійні при продажу своїх акцій (звичайно 3-8%). Іноді такі фонди називають «із перепусткою на вхід»;
- фонди без навантаження (No-Load Funds), що не стягують зборів за продаж своїх акцій.

Фонди з навантаженням можуть бути з «переднім навантаженням» (front-end load), коли збір стягується при купівлі та з «заднім навантаженням» (back-end load), відповідно збір стягується при зворотному продажі акції фонду.

Крім зазначених зборів існують ще й операційні витрати (Operating Expenses), причому незалежно від того, яку форму має фонд («з навантаженням» чи «без навантаження»). Це збори, які власник акцій сплачує за керування фондом, незалежно від фінансових результатів роботи фонду, і на покриття адміністративних витрат. Щорічна плата зазвичай складає від 0,5% до 2,5% середньої вартості активів, що знаходяться у керуванні.

Багато фондів стягують зі своїх інвесторів так звані комісійні відповідно до правила «12 в-1». Ця назва походить від правила Комісії з цінних паперів і бірж США, що дозволити таку оплату. Ці гроші йдуть на покриття маркетингових і рекламних витрат фонду. Річний розмір цих зборів складає 0,25-0,75% від вартості активів, що знаходяться у керуванні.

Типи взаємних фондів

На даний час у світі існує величезна кількість взаємних фондів. Зараз тільки у США їх нараховується більш 8000, сумарна вартість їх активів складає близько 7 трл. доларів США і, можливо, до моменту видання нього посібника це число значно зміниться у більший бік. Для полегшення проблем вибору інвестора, що має намір вкласти свої гроші у взаємний фонд, ці фонди підрозділяються на кілька типів і підтипів, у залежності від ступеня ризику, прибутковості, переваги вибору цінних паперів і т.д.

Отже, на ринку США виділяються наступні типи і підтипи взаємних фондів.

1. Фонди звичайних акцій

Основну частину своїх коштів ці фонди інвестують у звичайні акції. Час від часу в портфель таких фондів входять привілейовані акції, облігації і деякі інші види цінних паперів. У залежності від цілей цей тип фондів підрозділяється на кілька підтипів:

а) Фонди зростання. їх метою є довгостроковий приріст капіталу. Менеджери цих фондів намагаються підібрати для купівлі акцій компанії, темпи зростання прибутку чи вартості акцій яких перевищують середні показники інших компаній тієї ж групи. Склад портфеля відносно стабільний.

б) Фонди агресивного зростання. Мета фонду — максимально можливе збільшення капіталу. Кошти вкладаються в акції переважно малої капіталізації і можуть як різко зрости у ціні, так і впасти (при несприятливому збігу обставин). Можуть працювати

з опціонами, часто при купівлі використовують «ефект важеля». Структура і склад портфеля часто змінюються.

в) Фонди зростання і прибутку. Прагнуть як до довгострокового збільшення капіталу, так і до одержання поточного прибутку. Тримають свої кошти у цінних паперах високої якості. Акції «блакитних фішок» складають звичайно 80-90% вартості їх активів. Іноді портфелі підсилюються конвертованими привілейованими акціями чи облігаціями.

г) Міжнародні фонди. Мета і методи роботи подібні до фондів зростання, за винятком того, що для досягнення своїх цілей ці фонди інвестують свої кошти в неамериканські цінні папери.

д) Глобальні фонди. Подібні до міжнародних фондів з тією лише різницею, що можуть вкладати кошти й у цінні папери США.

е) Галузеві фонди. Основна ідея цих фондів полягає у тому, що високі прибутки можна отримувати тільки на обмежених ділянках ринку, тобто не на всьому ринку, а тільки в яких-небудь визначених галузях. Тому ці фондикладають свої кошти тільки у цінні папери вузьких секторів економіки. Найбільш популярні в останні роки були «галузеві фонди», що працюють з акціями телекомунікаційної, біотехнологічної галузей, галузі програмного забезпечення, інтернету (особливо були популярні в 1999-2000 рр.), мережних технологій та ін.

ж) Спеціалізовані фонди. Інвестиції цих фондів спрямовуються у конкретний географічний регіон чи у конкретну галузь для досягнення конкретних інвестиційних цілей, таких як видобуток золота чи виробництво енергії.

з) Індексні фонди. Включають у свій портфель всі акції, що входять у розрахункову базу визначеного індексу і, таким чином, досліджують результати визначеного сегменту ринку чи всього ринку в цілому. Склад портфеля змінюється тільки тоді, коли здійснюється заміна в індексі, що досліджується фондом.

2. Облігаційні фонди

Інвестують свій капітал у облігації різних видів і якості і намагаються підбирати оптимальне співвідношення паперів з коротким, середнім і тривалим термінами погашення. Короткострокові облігаційні фонди купують корпоративні і казначейські зобов'язання з терміном погашення від 1 до 3,5 років. Середньострокові фонди — від 3,5 до 10 років і довгострокові фонди інвестують у зобов'язання з терміном погашення більше, 10 років. Інвестиційними цілями більшості облігаційних фондів є отримання високого поточного прибутку і збереження вартості капіталу.

3. Збалансовані фонди

Інвестиційною метою таких фондів є помірний приріст капіталу й отримання поточного прибутку. Ця мета досягається побудовою збалансованого портфеля акцій і

облігацій. Частка облігацій в інвестиційному портфелі таких фондів складає звичайно 20-50% активів у залежності від стану ринку (при умовах, несприятливих для інвестування в акції, частка облігацій у портфелі зростає і навпаки). Портфель складається з «блакитних фішок» і облігацій тільки високого інвестиційного рейтингу, що рекомендуються для довгострокових вкладень. Акції таких фондів вважаються безпечним інструментом для інвестицій, тому що вони забезпечують досить високий прибуток і при цьому не підлягають різким ринковим коливанням.

4. Фонди грошового ринку

Взаємні фонди цього типу збирають капітали групи інвесторів і використовують їх для купівлі короткострокових фінансових інструментів грошового ринку. Одержані прибутки дуже низькі (на час написання посібника річний прибуток по внесках у USA у ці фонди склав 1,8-2,2% річних). Фонди грошового ринку можуть бути корисні для тих інвесторів, яким кошти можуть знадобитися через короткий час. На відміну від банківських депозитів, які не можна реалізувати протягом щонайменше 6 місяців, папери фондів грошового ринку можна продати в будь-який момент.

При всій зовнішній привабливості і вигідності ідеї інвестування у взаємні фонди проблеми насправді існують. Основна проблема полягає у тому, що переважна більшість взаємних фондів за своїми показниками не досягають навіть середньої прибутковості ринку в цілому. Більш 75% взаємних фондів демонструють показники прибутковості нижче середньострокових (історично прибутки ринку акцій складають близько 11% на рік). Особливо у період з квітня 2000 по кінець жовтня 2001 року постраждали фонди, які робили ставку на акції технологічних компаній. Падіння технологічного сектору в цей період призвело до того, що деякі взаємні фонди, що спеціалізувалися на цьому секторі, показали середню збитковість за рік — 70,6% (!), а за 3 роки — прибутковість усього 1,6%. Дійсно, саме час пригадати народну мудрість: «Тихіше їдеш — далі будеш». У цей «неясний час» облігаційні фонди продовжували демонструвати свою середню прибутковість 5-8%, а деякі і більш високу. Так, прибутковість облігаційних фондів Fremont Bond за 2001 рік досягла 13,7% (середньорічна за 5 років — 8,9%), для фонду Harbor Bond ці ж показники склали відповідно 12,2% і 8,2%, для фонду Dodge & Cox Income — відповідно 14,1 % і 8,2%. При цьому коефіцієнт витрат зазначених фондів складає всього 0,5-0,6% (при середньому показнику для даної категорії фондів приблизно 1%).

2.2. Інвестиційні фонди закритого типу (closed-end funds)

Насамперед слід зазначити, що це не різновид взаємних фондів, це зовсім інше поняття, а саме різновид інвестиційних фондів, що існує паралельно з різними видами

взаємних фондів. На відміну від взаємних фондів, що можуть випускати практично необмежене число акцій, кількість акцій закритого фонду суворо обмежена і спочатку розміщується у ході первинного розподілу (IPO-Initial Public Offering), після чого торгуються на біржі точнісінько так само, як і акції будь-якої акціонерної компанії. Акції взаємних фондів, як ми писали раніше, ні на біржі, ні на позабіржовому ринку не торгуються, але можуть бути куплені чи продані безпосередньо у самого взаємного фонду. Вартість акцій закритого фонду визначається не загальною вартістю активів фонду (як акції взаємних фондів), а попитом та пропозицією на його акції на ринку. Тому акції закритих фондів продаються або з премією, або з дисконтом (що трапляється частіше) до чистої вартості активів у розрахунку на одну акцію. Так, наприклад, N A V акцій фонду JFI на 23.11.2001 р. складала \$8,32, а торгувалися вони за ціною \$6,8, тобто у даному прикладі акції фонду JFI торгувалися з дисконтом 18,27% до вартості чистих активів.

Ми не вважаємо, що припустимося серйозної помилки, якщо запропонуємо читачу для кращого розуміння сутності закритого фонду порівняти його зі звичайною акціонерною компанією з тією лише відмінністю, що предмет діяльності закритого фонду складається з інвестицій у високоліквідні і надійні цінні папери.

Пайові інвестиційні трасти (Unit Investment Trust, UIT)

Це різновид закритих інвестиційних фондів з тією лише різницею, що портфель цінних паперів інвестиційних трастів не призначений для керування. Портфелі цих фондів звичайно складаються з державних і корпоративних облігацій, при цьому перевага віддається неоподатковуваним муніципальним облігаціям. Один раз створивши свій інвестиційний портфель, трастові інвестиційні фонди не мають права змінювати його, продаючи чи купуючи цінні папери.

Виняток складають випадки, коли закінчується термін дії паперів, що входять до складу портфеля, або папери достроково відзиваються емітентом, або можливі заміни у портфелі спеціально обумовлені у проспектах фонду. Так, наприклад, існують пайові інвестиційні трасти, що використовують стратегію інвестування так звану «Dogs of the Dow», яка полягає в тому, щоб придбати 10 найбільш високоприбуткових акцій, що входять до складу «Dow Jones Industrial Average», утримувати їх протягом року, а потім повторити розрахунок і при необхідності зробити заміни у «десятці». Зрозуміло, що у такому фонді склад портфеля в більшій чи меншій мірі буде змінюватися щороку.

Рекомендована література:

1. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність підприємств. Підручник. – К.: Центр навч. літ-ри, 2009. – 164 с.
2. Сазонець І.Л., Федорова В.А. Інвестування Підручник. – К.: Центр навч. літ-ри, 2011. – 312 с.

Лекція 8.

МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ В УКРАЇНІ 4 год.

Мета: вивчити особливості міжнародної інвестиційної діяльності в Україні.

1. Значення міжнародних інвестицій в національному економічному розвитку
2. Інвестиційна діяльність в Україні.
3. Аграрний сектор України: інвестиційна привабливість.

1. Значення міжнародних інвестицій в національному економічному розвитку

Необхідною умовою розвитку вітчизняної економіки є висока інвестиційна активність, як національних, так і міжнародних інвесторів. Вона досягається шляхом збільшення реалізованих інвестиційних ресурсів і найбільш ефективного їх використання в пріоритетних секторах матеріального виробництва і соціальної сфери. Саме інвестиції формують виробничий потенціал на новітній науково-технічній базі і визначають конкурентні позиції країни на світових ринках.

Однією з рис сучасної глобалізації є посилення значення міжнародних інвестицій. Якщо напередодні Першої світової війни вони складали близько 10% всіх зарубіжних капіталовкладень, то до кінця 90-х років XX століття їх доля виросла більш ніж в три рази. Не всі економісти погоджуються з твердженням, що світове господарство вже існує і функціонує як єдина цілісна система. Деякі і до цих пір розглядають його як сукупність національних економік, що взаємодіють між собою. Проте, вважають вони, взаємодію далеко не завжди можна розглядати як ознака цілісності.

Надбання ПП лідируючої ролі серед всіх форм міжнародних економічних відносин якраз і служить одним з ознак цілісності світової економіки.

Складною є сфера міжнародного перерозподілу інвестиційних ресурсів, в якій тісно переплітаються і взаємодіють внутрішні і міжнародні інвестиційні джерела. Причини такого перерозподілу пояснюються багатьма теоріями, які розглянуті автором в контексті еволюції міжнародної економічної думки.

Основними причинами міжнародного руху капіталу можна вважати:

- відносний надлишок капіталу на національних ринках, який перешкоджає високодоходному його використанню;
- попит на капітал, який не співпадає з його пропозицією в різних ланках світового господарства, що обумовлено нерівномірністю економічного розвитку держав;
- різницю у витратах виробництва в різних країнах в результаті різниці у вартості сировини, енергії, заробітної плати і тому подібне;
- інтернаціоналізацію виробництва;

- зацікавленість в природних ресурсах інших країн для забезпечення сировиною своїх підприємств;
- відмінності в екологічних нормативах і стандартах різних країн, які сприяють вивозу або створенню екологічно шкідливих виробництв в інших країнах для забезпечення своїх потреб;
- бажання обійти тарифні і нетарифні бар'єри, які є в звичайному комерційному експорті;
- захист грошей від інфляції;
- технологічне лідерство, яке сприяє розповсюдженню новітніх технологій;
- необхідність технічного переозброєння і модернізації національних підприємств.

Переважну більшість країн використовують зарубіжні інвестиції для індустріалізації, підвищення наукоємності виробництва і зайнятості населення. Країни – експортери капіталу за рахунок цього збільшують свою економічну могутність.

Показники вивозу капіталу характеризують рівень економічного розвитку країни. До них належать:

- обсяг зарубіжних інвестицій даної країни і його співвідношення з національним багатством країни;
- співвідношення обсягу зарубіжних прямих інвестицій даної країни з обсягом іноземних прямих інвестицій на її території;
- зовнішній борг країни і його співвідношення до її ВВП (ВНП).

Розглянемо закономірності міжнародних інвестиційних процесів. У міжнародний рух чинників виробництва великі зміни внесла Друга світова війна. Необхідність відновлення народного господарства багатьох передових на той час країн дала могутній поштовх розвитку практично всіх чинників виробництва.

Посилення державно-монополістичного процесу та інтернаціоналізація виробництва в післявоєнний період значно вплинули на міжнародний рух капіталів. Лідером в цьому процесі стали США, зарубіжні активи яких за 1950-1985 рр. виросли більш ніж в 30 разів. У 50-60-х роках їх частка складала понад 50 % всіх закордонних прямих інвестицій. Основними імпортерами капіталу в цей час були країни Західної Європи та Японія.

На кінець 80-х років ситуація змінилася кардинально, на передові позиції в іноземному інвестуванні вийшли країни ЄС, причому сукупний обсяг їх прямих інвестицій в 1990 р. більш ніж в 2,5 разу перевищував обсяг експорту прямих інвестицій США. Провідними інвесторами поряд з США стали Японія, Франція, Німеччина, Великобританія. На цих позиціях вони залишаються і в кінці 90-х років.

Ще в кінці 80-х років характерною особливістю світового господарства стала одночасне утворення в багатьох країнах як відносного надлишку капіталу, так і потреби

залучення додаткових капіталів для розвитку нових галузей. Тому більшість держав виступають **одночасно і експортерами, і імпортерами капіталу**.

Залежно від стану балансу ввезення і вивозу іноземних інвестицій можна виділити *групи країн*:

- які переважно вивозять (нетто-інвестори);
- які приймають;
- у яких є приблизна рівновага в цьому процесі.

До першої групи належать Японія, Франція, Німеччина; до другої – Ірландія, Португалія, Італія, Великобританія, Туреччина, більшість країн, які розвиваються, а починаючи з 1985 р. і США; до третьої – інші країни Західної Європи. Це ділення є дещо умовним, оскільки всі країни одночасно як приймають, так і експортують інвестиції.

Характерними рисами сучасного стану міжнародних інвестиційних процесів є:

- збільшення кількості країн – членів іноземного інвестування. До традиційних міжнародних інвесторів (США, Японія, ЄС) додалися Південна Корея, Тайвань, Китай і ін. Частинка країн Східної Європи і колишнього СРСР в русі іноземних інвестицій незначна;
- розширення потоку іноземних інвестицій. Спонукальними мотивами для них є діставання доступу до новітніх технологій, наближення виробництва до ринків збуту, обхід протекціоністських бар'єрів, економія на податках, зниження витрат на охорону навколишнього середовища і тому подібне;
- зміна характеру, форм і спрямувань міжнародних інвестиційних процесів останнім часом. Виросла роль держави у вивозі капіталу. Держава само стає інвестором за кордоном, підтримує і стимулює приватні інвестиції, контролює міграцію капіталів, через міжнародні організації створює сприятливі умови для діяльності своїх інвесторів за кордоном. Посилюється міграція приватного капіталу. На міжнародному ринку капіталів значно переважають портфельні інвестиції;
- зміна розміщення інвестицій в регіонах світового господарства. Якщо до Другої світової війни велика частина експортних капіталів прямувала в колонії і інші відсталі країни, то сьогодні близько 3/4 закордонних інвестицій доводиться на розвинені країни. Викликано це значною мірою бурхливим розвитком НТП в цих країнах, що вимагає вкладання великих капіталів, а також розпадом колоніальної системи і боротьбою молодих держав за свою економічну незалежність;
- активне використання кредитних відносин між постсоціалістичними і слаборозвиненими країнами. Причому, з одного боку, постсоціалістичні країни стали кредиторами слаборозвинених країн, а з іншого боку, – позиковцями країн Заходу. Останніми роками ексоціалістичні країни почали заохочувати ПІІ на власних територіях.

Для залучення іноземного капіталу до розвитку національної економіки країни використовують різні методи (позикові стимули, фінансові і не фінансові методи);

– велика роль транснаціональних банків і ТНК в міжнародному русі капіталів.

Вони є результатом інтернаціоналізації господарського життя.

Таким чином, сучасні масштабні диверсифіковані міжнародні інвестиційні процеси є вагомим чинником економічного просування.

Розглянемо значення іноземних інвестицій в національному економічному розвитку.

ППІ істотно впливають на вітчизняну економіку, а саме: на виробництво, зайнятість, доходи, ціни, експорт, імпорт, платіжний баланс, економічне зростання і загальний добробут. Цей вплив може бути різноманітним (як позитивним так і негативним).

Позитивний вплив знаходить свій вираз в наступному:

- задоволення потреби в інвестиціях;
- зростання національного доходу;
- вплив на платіжний баланс;
- економічна модернізація;
- передача технологій;
- впровадження сучасної організації праці і методів управління;
- створення нових робочих місць;
- зростання ринкової конкуренції;
- включення в світовий розподіл праці.

Разом із значними позитивними впливами на приймаючу економіку ППІ можуть мати і певні *негативні наслідки*:

- залежність від іноземних інвесторів;
- інвестиції в небажані для суспільства напрями діяльності;
- інвестиції в небажані для суспільства території;
- інвестиції, які погіршують ринкову структуру;
- інвестиції, які нечесно конкурують з вітчизняними.

Розглянемо значення іноземних інвестицій в національному економічному розвитку.

ППІ істотно впливають на вітчизняну економіку, а саме: на виробництво, зайнятість, доходи, ціни, експорт, імпорт, платіжний баланс, економічне зростання і загальний добробут. Цей вплив може бути різноманітним (як позитивним так і негативним).

Позитивний вплив знаходить свій вираз в наступному.

Задоволення потреби в інвестиціях.

Іноземні інвестиції здатні частково задовольнити потребу держави в інвестиціях. Їх вплив буде особливо відчутним, якщо вони задовольняють інвестиційну потребу в пріоритетних галузях і сферах виробництва. Для України в умовах дефіциту внутрішніх інвестиційних ресурсів іноземне інвестування є особливо актуальним.

Зростання національного доходу.

Основним наслідком впливу ПІІ (який узагальнює дію багатьох окремих наслідків) є їх внесок до національного доходу (чистого національного продукту) приймаючої країни за певний період.

Показником прибутковості ПІІ для національного доходу приймаючої економіки є:

$$Y = \frac{(F + R^* + T) - N + L}{E} \quad (1),$$

де F показник прибутковості ПІІ для національного доходу приймаючої економіки;

F сумарні платежі підприємства з іноземними інвестиціями за працю,

T капітал і землю;

N виручка (прибуток) підприємців-менеджерів;

L податки на дохід, сплачені що приймає урядові;

альтернативна вартість місцевих чинників;

E чистий зовнішній ефект від економічної діяльності (позитивний мінус негативний зовнішній ефект);

платежі за іноземні чинники виробництва.

Існує як теоретичне так і емпіричний доказ того, що ПІІ в цілому забезпечують чисті доходи приймаючій економіці.

Звертаючись ще раз до формули (6), відзначимо, що її можна записати у вигляді:

$$Y = \frac{VA - N + L}{E} \quad (2),$$

VA додана вартість, створена підприємством з НД на території приймаючої країни.

Це дає нам підставу стверджувати, що внесок підприємства з іноземними інвестиціями в НД є тим більше високим, ніж вищою створена їм додана вартість на території приймаючої країни. Додана вартість буде вища у разі, коли підприємство з іноземними інвестиціями здійснює виробничу, а неторгову діяльність. Тому в умовах, коли багато підприємств з іноземними інвестиціями в Україні здійснюють лише торгову

діяльність, зростання такого показника як “кількість підприємств з іноземним капіталом, що випускають продукцію”, який відстежується статуправлінням, свідчитиме про зростання внеску підприємств з іноземними інвестиціями в НД (за інших рівних умов).

Крім того, внесок підприємства з іноземним капіталом в НД є тим вище, чим великим є обсяг проведених ним товарів. Тобто, ніж вищою є частка продукції підприємства з іноземними інвестиціями в загальному обсязі виробництва в приймаючій країні, тим більше буде його внесок в НД (за інших рівних умов).

Вплив на платіжний баланс.

Дуже близьким до впливу на національний дохід, але гідним окремого розгляду, є вплив ПІІ на платіжний баланс приймаючої країни за певний період.

Міркуючи ідеально, приймаюча країна повинна підтримувати рівновагу платіжного балансу, удаючись до монетарної, фіскальної і валютної політики паралельно із заходами щодо прискорення перерозподілу ресурсів.

Аналіз формули (8) свідчить, що діяльність експортоорієнтованих (або імпортозамінних) підприємств з іноземними інвестиціями безпосередньо приносить валюту в приймаючу країну (у разі здійснення експортної діяльності) або зменшує витрати валюти (у разі виробництва імпортозамінних товарів).

Що ж до діяльності інших підприємств, то вона у будь-якому випадку безпосередньо не приносить валюту в приймаючу країну і не сприяє заощадженню валюти. Очевидно, що такі іноземні інвестиції є менш вигідними з погляду впливу на платіжний баланс.

Аналіз впливу підприємств з іноземними інвестиціями на платіжний баланс України, указує на пріоритетність залучення в нашу державу експортоорієнтованих і імпортозамінних підприємств з іноземними інвестиціями.

Економічна модернізація.

Міжнародні інвестиції сприяють економічній модернізації. З їх допомогою здійснюється оновлення виробничої бази, передача технологій і інновацій, впровадження високого рівня менеджменту.

Для України оновлення виробничої бази дуже актуальне, у зв'язку з високим ступенем фізичного і морального зносу основних фондів. Внутрішні інвестиції також беруть участь в оновленні, але у випадку з іноземними інвестиціями можна говорити про постачання якіснішого і продуктивнішого устаткування.

Передача технологій сприяє технологічному розвитку. Поза сумнівом, іноземні інвестори упроваджують нові технології і для них це не є особливою проблемою. Але у багатьох випадках дані технології, хоча і вважаються достатньо сучасними і конкурентноздатними на світовому ринку, все ж таки не є новітніми досягненнями науки і техніки. Іноземні інвестори передають технології, застосування яких вже відпрацьоване на

підприємствах їх країн і, які можна замінити на сучасніших. Звичайно, передача технологій не виключає необхідність здійснення власних досліджень і розробок. Світовий досвід показує, що для іноземних інвесторів дешевше імпортувати існуючі технології, чим займатися власними розробками. У зв'язку з цим очікування іноземних інвестицій не повинні привести до занепаду власної української науки.

Впровадження сучасної організації праці і методів управління сприяє підвищенню продуктивності праці. Це у свою чергу забезпечує підприємствам з іноземними інвестиціями велику продуктивність не дивлячись на те, що оплата праці на цих підприємствах зазвичай вище чим на державних.

Створення нових робочих місць.

Залучення ПІІ сприяє створенню нових робочих місць. Насправді складно визначити чистий ефект впливу інвестицій на зайнятість. Наприклад, завдяки організації нових виробництв підприємствами з іноземними інвестиціями створюються нові робочі місця, проте модернізація існуючих виробництв часто приводить до звільнення тих, що працюють. Уряди приймаючих країн прагнуть привернути інвесторів до створення нових робочих місць, але їх дії поки не привели до стабільних позитивних результатів. Одним з можливих шляхів в даній сфері є продаж державних підприємств з умовою підтримки рівня зайнятості впродовж декількох років після їх приватизації.

Зростання ринкової конкуренції.

Іноземні інвестиції створюють додаткову ринкову конкуренцію. У Україні існує дуже високий рівень концентрації виробництва в багатьох галузях. У цих умовах підприємства з іноземними інвестиціями можуть активізувати конкуренцію, використовуючи деякі свої переваги (як правило, вищу продуктивність праці, кращий маркетинг і тому подібне).

Зростання рівня конкуренції є одним з чинників, сприяючих зменшенню загального рівня виробничих витрат на ринках окремих видів продукції. Поява на ринку продукції підприємств з іноземними інвестиціями вимагає від інших місцевих фірм здійснення технологічних і організаційних нововведень. Таким чином, іноземні інвестиції є одними з чинників оновлення в багатьох галузях економіки, яка сприяє розвитку ринкового середовища.

Включення в світовий розподіл праці.

Іноземні інвестиції допомагають країнам оптимально використовувати свої порівняльні переваги і на цій основі найефективніше включатися в світовий розподіл праці. Для цього є необхідним розвиток не тільки імпортозамінних виробництв, а в першу чергу експортоорієнтованих виробництв, заснованих на порівняльних перевагах країн. Саме через експорт формуються максимально ефективні напрями участі кожної країни в світовому розподілі праці.

Щоб подібні процеси почали розвиватися в Україні, необхідно створити сприятливий інвестиційний клімат і привертати іноземні інвестиції від крупних іноземних інвесторів, в першу чергу транснаціональних корпорацій (ТНК). Поки що західні інвестори не розглядають Україну як країну, де можна широко налагоджувати експортне виробництво. Іноземні компанії використовують Україну, в першу чергу, як ринок збуту. Проте вже це може бути першим кроком до знаходження Україною гідного місця в світовому розподілі праці.

Поряд із значними позитивними впливами на приймаючу економіку ПІІ можуть мати і **визначені негативні наслідки.**

Залежність від іноземних інвесторів.

Здійснюючи іноземні інвестиції в підприємство за кордоном, іноземний інвестор впливає на його діяльність і на свій власний розсуд розробляє виробничу і цінову політику. Це може нести явну загрозу національній економічній безпеці, особливо якщо справа стосується цілих окремих галузей, таких як енергозабезпечення, харчова промисловість і тому подібне. Крім того, іноземний інвестор може у будь-який момент забрати свої вкладення, зокрема через зміни економічній або політичній ситуації в приймаючій країні, країні базування або змін на загальносвітовій арені в цілому. Якщо мають місце такі дії з боку стратегічного іноземного інвестора, то втрати для країни-імпортера будуть особливо відчутними.

Інвестиції в небажаних для суспільства напрямів діяльності.

Небажаність інвестування для суспільства може бути викликана: негативними екстерналіями, безперспективністю галузі з макроекономічної точки зору.

Прикладом негативних екстерналій є екологічно шкідливі виробництва. У Україні значний обсяг іноземних інвестицій направлений на розвиток підприємств хімічної промисловості – найбільш екологічно небезпечних, потенційна загроза впливу яких є неприпустимо великою в густонаселених районах.

Прикладом безперспективності галузі може служити наладка за участю іноземного капіталу виробництва мікропроцесорів на українських підприємствах.

Інвестиції в небажані для суспільства території.

Мова йде про інвестиціях в райони, які через свою специфіку не сприятливі для розвитку на сучасному етапі. Наприклад, будівництво транспортної вітки до району з несприятливими макроекономічними умовами приведе до зростання там ділової активності, і, відповідно, до відпливу капіталу, праці і ресурсів із сприятливих районів.

Інвестиції, які погіршують ринкову структуру.

До подібних напрямів інвестування відносяться: інвестиції, які викликають виникнення на ринку монополіста і інвестиції, які призводять до зниження ефективності.

Наприклад, володіючи конкурентними перевагами ТНК і їх філії можуть виступати монополістами на ринку приймаючої країни. Через монополізацію, відбувається зниження ринкової ефективності.

Наприклад, в деяких галузях ефект масштабу є визначальний для самого існування підприємств. Це, зокрема, відноситься до інтенсивного зростання сьогодні в Україні сектору мобільного зв'язку.

Інвестиції, які нечесно конкурують з вітчизняними.

Дана ситуація особливо характерна для менш розвинених країн, зокрема, для України сьогодні. Наприклад, грошове кредитування і різні програми, які здійснюють як приватні іноземні банки, так і крупні іноземні фінансові установи, – найрентабельніше і успішно працюючі підприємства інвестуються іноземцями під набагато менший відсоток, чим це можуть дозволити собі українські інвестори (наприклад, українські банки).

Таким чином, ПІІ є хоча і вторинним (після внутрішніх інвестицій), але важливим чинником відродження української економіки. ПІІ позитивно впливають на національний дохід в результаті технологічних інновацій, ефекту масштабу, ефективного використання місцевих ресурсів і удосконалення управління. ПІІ є одним з найефективніших способів виробничого включення національної економіки в світове господарство, міжнародний розподіл праці, а підприємства за участю іноземного капіталу згодом стають важливим джерелом податкових надходжень до бюджетів всіх рівнів. А наявність деяких негативних сторін прямого іноземного інвестування вимагає контролю цього процесу як на національному, міжнародному так і на наднаціональному рівнях.

Наявність деяких негативних сторін прямого іноземного інвестування вимагає контролю цього процесу як на національному, міжнародному так і на наднаціональному рівнях.

2. Інвестиційна діяльність в Україні

У сучасних умовах Україна встала перед об'єктивною необхідністю активізації інвестиційного процесу. Структурне і якісне оновлення виробництва і створення ринкової інфраструктури відбуваються практично повністю шляхом і за рахунок інвестування.

Враховуючи стан економічного потенціалу і обмежені внутрішні інвестиційні можливості впродовж всього періоду трансформації економіки, українська держава намагається створити сприятливі ринкові умови для розвитку інвестиційної сфери: здійснений перехід до управління інвестиціями на основі ринкових відносин; формується багатосекторна система капітального будівництва; ліквідовані будівельні міністерства; розукрупнені і приватизовуються будівельні організації. У макроекономічній політиці

наголос робиться на створенні передумов зростання інвестицій – послабленні інфляції, забезпеченні оптимальних відсотків за депозитами і вкладеннями, зниження процентних ставок по кредитах, скорочення заборгованості і зростання споживчого попиту населення.

Причинами, що привели до несприятливого інвестиційного клімату, слід визнати такі:

- нестабільність наявної нормативно-правової бази;
- неврегульованість корпоративних відносин, що виявляється, зокрема, в певній неповазі з боку менеджменту підприємств до прав акціонерів (використання тіньових механізмів в боротьбі за контроль над підприємством; відчуження високоліквідного майна без відома акціонерів; висновок явно збиткових угод);
- «непрозорість» фондового ринку і приватизаційних процесів, небажання мати зайвих конкурентів в розподілі прибули через відмову від емісії цінних паперів, що приводить до стагнації виробництва і фондових ринків;
- низьку купівельну спроможність населення;
- високу частинку тіньового сектора економіки, що робить неконкурентоздатною продукцію офіційної економіки;
- тенденції до розповсюдження гучних скандалів, судових процесів і так далі, супроводжуваних «велику приватизацію» і відлякуючих солідних промислових інвесторів (ця тенденція пов'язана із спробами національного капіталу за всяку ціну, у тому числі і протизаконно, перемогти в протиборстві з іноземним капіталом за придбання контролю над привабливими українськими підприємствами);
- інфляція;
- торгові бар'єри;
- податковий тягар;
- обмеження на рух капіталу.

Проблемні для нашої країни аспекти – етична поведінка компаній, захист прав власності, прозорість ухвалення урядових рішень, дієвість аудиторських і бухгалтерських стандартів, ефективність використання державного бюджету, захист прав інтелектуальної власності, довіра суспільства до політиків, тягар державного регулювання, ефективність корпоративного управління.

Аналізуючи питання державного управління інвестиційною діяльністю в Україні, слід виходити з того, що кожна держава для повноцінного здійснення своїх завдань і реалізації покладених на неї функцій повинна створювати відповідну систему всіх державних органів, або механізм державного управління іноземними інвестиціями.

Однією з особливостей системи державного управління іноземним інвестуванням є поки що низька ефективність управління або недосконалий інвестиційний менеджмент. Так,

існування багатоспекторного представництва центральних органів виконавчої влади має і деякі негативні наслідки.

Активізувати інвестиційну діяльність у сучасній Україні можливо за умов:

- забезпечення фінансування інноваційного процесу, збільшення частки фінансування витрат на науково-дослідні та дослідно-конструкторські роботи;
- розроблення та реалізації системи заходів з активізації інвестиційної діяльності комерційних банків, їх зацікавлення у довгостроковому кредитуванні, а також застосування поряд з кредитами нетрадиційних способів фінансування інноваційних проектів - франчайзингу, лізингу, факторингу та форфейтингу, що створить необхідні умови для переміщення доходів з низькотехнологічних сегментів економіки у високотехнологічні та сприятиме переходу до моделі інноваційного розвитку;
- збільшення потоків іноземних інвестицій;
- формування належного правового середовища для розвитку інвестиційної діяльності, підвищення мотивації підприємця до високопродуктивної і високоякісної діяльності через вдосконалення системи економічного стимулювання шляхом внесення змін до податкового, митного законодавства;
- сприяння розвитку високорозвиненого фондового ринку, венчурного підприємництва, загалом інвестиційно-фінансового сектора економіки;
- забезпечення державної підтримки інноваційного підприємництва через створення венчурних фондів;
- удосконалення системи захисту прав інтелектуальної власності через узгодження вітчизняної нормативно-правової бази у сфері інноваційної діяльності з міжнародними стандартами;
- забезпечення розвитку інвестиційної інфраструктури;
- розроблення системи експертизи імпортованих технологій за чіткими критеріями;
- запровадження санкцій для підприємств, які використовують імпортні технології, що погіршують стан довкілля, особливо, якщо є вітчизняні аналоги з нижчим рівнем небезпеки для навколишнього середовища;
- впровадження міжнародного досвіду оцінки ефективності й результативності функціонуючих бізнес-центрів, бізнес-інкубаторів;
- формування інвестиційної та інноваційної культури суспільства: підтримка наукових видавництв, наукових та науково-популярних видань, розширення освітніх програм, підвищення рівня навчального і наукового процесу тощо.

Таким чином, щодо масштабів іноземних інвестицій в Україні у короткостроковій перспективі можна очікувати на такі наслідки кризи: зниження обсягів їх надходження у

формі прямих іноземних інвестицій – через комбінацію уповільнення економічного зростання, політичних факторів, загальної ситуації на ринку інвестицій та зниження вартості активів.

3. Аграрний сектор України: інвестиційна привабливість. Потужний зовнішній фактор

За оцінками FAO (Продовольча і сільськогосподарська організація Об'єднаних Націй), сьогодні близько 900 млн. населення світу недоїдає. До 2050 року чисельність світового населення досягне позначки 9,1 млрд., або збільшиться приблизно на 2,3 млрд. При цьому зростання відбудеться переважно в країнах, що розвиваються з прискореною урбанізацією, що призведе до зростання частки міського населення з поточних 50% до 70% у 2050 році. Також очікується зростання доходів населення, а це означає, що більше грошей буде витрачатися на продовольство.

Таким чином, попит на продовольство буде збільшуватися.

У зв'язку з цим, за оцінками FAO, щоб задовольнити попит на продовольство з боку все зростаючого, більш урбанізованого і багатшого населення планети, протягом наступних 40 років світове виробництво продовольства має збільшитися на 60%.

Очікується, що 90% зростання виробництва буде досягнуто за рахунок поліпшення продуктивності виробництва і тільки 10% - від збільшення площі сівби.

У зв'язку зі зростаючим попитом на продовольство на Україну покладаються особливі сподівання та відповідальність за збільшення виробництва. Вже багато говорилося і писалося про особливий аграрний потенціал України, про її чорноземи, про зручне географічне розташування щодо експортних ринків, про її глибоководні порти, про розвинену інфраструктуру тощо. Все це, звичайно, й справді становить міцну й потужну основу для розвитку конкурентоспроможного аграрного сектору, який би не тільки робив внесок у розвиток економіки та збагачення населення України, але й допомагав би вирішенню проблем з продовольчою безпекою і недоїданням у світі.

Слід зазначити, що Україна і справді поступово перетворюється на значного гравця на світовому аграрному та продовольчому ринках. Країна займає провідні місця у торгівлі зерновими та олійними культурами, експортує значні обсяги молочної продукції та соняшникової олії тощо. У 2011 р., наприклад, 14,5% і 4,3% загального обсягу експорту України припадало на експорт сільськогосподарської продукції та продуктів харчування відповідно. Тим не менш, незважаючи на сприятливі природно-кліматичні умови та 20-річний досвід ринкових перетворень, продуктивність у сільському господарстві залишається нижче середніх світових показників. Якби в Україні була б така ж урожайність зернових, як

у Польщі, то за минуле десятиліття наша країна додатково виростила б близько 130 млн. тонн зернових і в середньому отримувала б щорічно додатково близько 1,9 млрд. дол США. Загалом, якщо б продуктивність сільського господарства зросла на 30% (тобто Україна наздогнала Польщу), то це збільшило б ВВП країни на 4,4% в середньостроковій перспективі і на 12,5% - у довгостроковій.

Безумовно, однією з причин повільного зростання продуктивності та виробництва аграрної продукції є непривабливий інвестиційний клімат, а саме - недостатньо прозорий, непослідовне і обтяжливе для бізнесу державне регулювання. Зважаючи на несприятливий інвестиційний клімат, країні не вдається залучати достатній обсяг інвестиції для стимулювання подальшого розвитку і зростання економіки, а аграрному сектору не вдається повною мірою скористатися сприятливими природними умовами та високими світовими цінами на сільськогосподарську продукцію. Таку одноголосну думку висловлюють представники як бізнесу, так і експертного середовища.

Загальна оцінка інвестиційного клімату в Україні

Про стан інвестиційного клімату в Україні та ділових очікуваннях досить красномовно говорять різноманітні рейтинги. Нещодавно вийшло в світ загальне дослідження Світового банку та IFC щодо умов ведення бізнесу в 185 країнах світу (Doing Business-2013). Перші місця рейтингу займають Сінгапур, Гонконг, Нова Зеландія, США - країни, відомі своєю привабливістю як для ведення бізнесу, так і для проживання. Україна в цьому рейтингу займає 137 місце і прирівнюється за легкістю ведення бізнесу до таких країн як Лесото (на півдні Африки), Філіппіни, Палестинська Автономія (Сектор Газа і Західний берег річки Йордан) тощо. Таке сусідство досить однозначно говорить про складності ведення бізнесу в Україні. Слід, проте, згадати про позитивну динаміку України у рейтингу. Порівняно з минулим роком Україна піднялася на 15 пунктів - з 152 до 137 місця.

Інвестиційний клімат для агробізнесу має ряд особливостей, про які досить часто згадує експертна та бізнес-середина. Хотілося б зупинитися на деяких з цих особливостей, зокрема на тих, над розв'язанням яких працює проєкт IFC "Інвестиційний клімат в агробізнесі".

Проблеми з веденням аграрного бізнесу

Про недосконалість агрополітики вже були списані тонни паперу. І кілька епізодів експортних обмежень за останні 6 років, і непрозорість земельної реформи, і проблеми з поверненням ПДВ експортерам, і непередбачена політика щодо мінімальних цін і надбавок, і щорічні податкові нововведення, і нестабільна державна підтримка аграрного сектора - все це грає не на користь інвестиційної привабливості сектора.

Крім того, в Україні існує величезна кількість обтяжливих і застарілих регуляторних процедур, які створюють додаткове навантаження на бізнес. Бізнес змушений нести

додаткові витрати на подолання цих процедур, а в деяких випадках просто не може розвивати виробництво.

Проект IFC «Інвестиційний клімат в аграрному секторі України» працює у кількох напрямках, які ми вважаємо найбільш проблемними, або найбільш важливими для розвитку вітчизняного аграрного сектору. Ми працюємо над удосконаленням нормативно-правових актів, що регулюють:

- Інвестиції в післязбиральну обробку та зберігання сільгосппродукції;
- Сучасні принципи безпеки харчової продукції;
- Реєстрацію сільськогосподарських виробничих ресурсів;
- Ефективність використання ресурсів та енергоефективність.

Нижче наведено кілька прикладів неефективної державної політики в цих сферах.

1. Підвищення конкурентоспроможності та продуктивності аграрного виробництва є однією з головних цілей аграрної політики України. Разом з тим, нестача капіталу є однією з головних перешкод для досягнення цієї мети. Українські сільгоспвиробники лише на 48-66% забезпечені сільгосптехнікою для своєчасного проведення польових робіт; близько 80% техніки застаріло і потребує негайної заміни. Такий стан справ породжує значний попит на сучасну сільгосптехніку та обладнання, і статистика чітко фіксує постійне зростання закупівель сільгосптехніки і устаткування. Однак, та ж статистика свідчить про те, що українські сільгоспвиробники віддають перевагу імпортній, а не вітчизняній сільгосптехніці та устаткуванню. Незважаючи на це, уряд за допомогою різноманітних програм підтримує закупівлю виключно вітчизняної сільгосптехніки та устаткування. Іншими словами, в умовах обмеженого доступу до кредитних ресурсів уряд фактично змушує сільгоспвиробників купувати техніку гіршої якості. Особливо це стосується малих і середніх сільгоспвиробників, для яких доступ до кредитних ресурсів найважчий. А найгірша якість техніки та обладнання автоматично переходить в меншу, ніж можлива, продуктивність, недоотримані доходи і менші обсяги інвестицій, а потім втрачене зростання сектора. Тобто держава підтримує неефективного виробника сільгосптехніки, не роблячи нічого для підтримки потенційно конкурентоспроможного і експортно-орієнтованого сільгоспвиробника.

2. Україна використовує застарілу, негнучку і надмірно складну систему контролю безпеки та якості харчової продукції. Така система не гармонізована з міжнародними практиками, не відповідає вимогам СОТ і не визнається переважною більшістю країн світу. Відповідно, ми не можемо експортувати свою продукцію на величезний і платоспроможний ринок Європейського союзу. Але найголовніше - діюча система не забезпечує ефективного контролю безпеки та якості харчової продукції для населення України. Така негнучка, застаріла і надмірно складна система призводить до значних витрат з боку бізнесу. Згідно з оцінками IFC, витрати на дотримання вимог системи для типового

експортно-орієнтованого ланцюжка поставок молокопродуктів в Україні склали 2,24 млн. дол США в 2010 році. Екстраполюючи ці витрати на весь молочний комплекс, в сукупності це виходить 38-49 млн. дол США витрат, що еквівалентно приблизно 9% обсягу експорту молочної продукції України в 2010 році. Це суттєво підриває експортний потенціал продукції АПК України, а також конкурентоспроможність сектора. Досвід країн з розвинутою економікою свідчить про те, що адекватного рівня безпеки харчових продуктів можна досягти і без обмежуючих, негнучких і адміністративно обтяжливих процесів.

Певні кроки в напрямку реформування здійснюються: скажімо, Ветеринарною службою було прийнято рекомендації щодо впровадження системи НАССР на підприємствах, кілька чек-листів для здійснення контролю. Однак цього очевидно не достатньо, і темпи реформ, загалом, досить повільні. Наприклад, урядом України за допомогою IFC було розроблено і майже рік тому внесено до Верховної Ради новий сучасний проект закону про реформування системи безпечності харчової продукції. Але цей проект навіть не було розглянуто парламентом.

3. До недавнього часу всі зовнішньоекономічні контракти на експорт сільськогосподарської продукції повинні були обов'язково реєструватися на Аграрній біржі України. Без відповідного документа сільгосппродукцію не можна було експортувати. Загалом, витрати на реєстрацію зовнішньоекономічного контракту на Аграрній біржі становили в середньому 0,15-0,2% від вартості контракту. За оцінками IFC, сукупні витрати експортерів на ці дві процедури склали близько 90 млн. грн. в 2011 році. При цьому функція Аграрної біржі та зареєстрованих на ній брокерів зводилася лише до посвідчення вже існуючих контрактів, без будь-яких зворотних зобов'язань щодо гарантування виконання контрактів, поставок тощо. Враховуючи специфіку відносин і ціноутворення в ланцюгу поставок продукції в зерновому і олійному секторах, такі витрати перекладалися на плечі сільгоспвиробників у формі більш низьких закупівельних цін. Іншими словами, сільгоспвиробники недоотримували приблизно 3-4 грн. на кожній тонні зернових і 7-8 грн. на кожній тонні олійних. Таким чином, знову бачимо абсолютно відверту протидію розвитку аграрного сектору. Слід, проте, відзначити, що обов'язкову реєстрацію було скасовано відповідною постановою уряду в листопаді минулого року.

4. В Україні, на відміну від інших країн, існує обов'язкова сертифікація зерна та обов'язкова сертифікація зернових складів. Бізнес вже давно вимагає скасування цих обтяжливих та непотрібних з точки зору безпеки процедур, які збільшують собівартість виробництва зерна в Україні, але, на жаль, результатів поки що немає.

5. Згідно з Законом України «Про захист рослин», кожна партія засобів захисту рослин (ЗЗР) - зазвичай це 10-20 тонн - підлягає обов'язковому тестуванню на відповідність певним якісним показникам. Імпортери ЗЗР підраховували, що, враховуючи кількість наявних

лабораторій, які можуть виконувати необхідне тестування, і загальний обсяг щорічного імпорту ЗЗР, цим лабораторіям потрібно було б тестувати річний обсяг імпорту протягом 7 років, 24 години на добу, без вихідних і свят. Зрозуміло, що тестування перетворюється на формальну процедуру. Таким чином, знову бачимо абсолютно абсурдне додаткове навантаження на бізнес.

Іншим прикладом з цієї сфери є вимога 100% передоплати імпортерами вартості утилізації тари, в якій імпортуються ЗЗР. Тим не менш, зараз в Україні немає виробничих потужностей для такої утилізації.

6. У листопаді 2012 року було внесено зміни до деяких законів України щодо відновлювальної енергетики. Ці зміни, в решті реш, дозволили застосовувати «зелений тариф» до електроенергії, виробленої з відходів тваринництва - на наш погляд, це може стати додатковим джерелом прибутку для сільгоспвиробників. Тим не менш, встановлено вимогу щодо питомої ваги сировини, матеріалів, основних засобів, робіт та послуг українського походження у вартості будівництва відповідного об'єкта електроенергетики, що виробляє електричну енергію з біомаси, на рівні 50%. Ця вимога є абсолютно нереальною, оскільки в Україні просто не виробляється необхідне обладнання. Так що таким чином стимулюється - переробка відходів і розвиток відновлюваної енергетики або виробництво енергообладнання?

Привабливість ведення агробізнесу в Україні

Незважаючи на значні ризики ведення бізнесу в аграрному секторі України та значне регуляторний тиск, все-таки є підстави говорити про те, що вигоди в агробізнесі перевищують витрати, пов'язані з цими ризиками і тиском. Зростаючий попит на продовольство в світі не дає українському АПК вибору - повинні розвиватися і заробляти на цьому. Образно кажучи, АПК України можна представити у вигляді легкового автомобіля на буксирі у БелАЗа, який уособлює світовий попит на продовольство. Як би легковий автомобіль не старався гальмувати, все одно БелАЗ буде рухати наше сільське господарство вперед.

Економіка України за своєю структурою наближається до структури західних економік, де переважну частку в структурі ВВП займає сфера послуг. На момент розвалу СРСР сфера послуг у структурі ВВП займала лише 26% і зросла до майже 75% у 2012 році. Разом з тим, частка сільського господарства впала з 22% у 1991 році до 8% ВВП в 2012 році. Тим не менш, можна помітити, що темпи інвестування в сільське господарство (співвідношення інвестицій в основний капітал до секторальної доданої вартості) значно перевищують темпи інвестування в промисловість і сферу послуг. Це говорить про зростаючу привабливість інвестицій в сільське господарство протягом останнього десятиліття.

Зовсім інша ситуація з продуктивністю роботи в сільському господарстві. Як бачимо, вона менше продуктивності роботи в інших секторах економіки. Це свідчить про певні глибинні проблеми і з якістю робочої сили в сільському господарстві, тобто з рівнем професійної підготовки, і з рівнем аграрної освіти та науки в Україні, і з відсутністю належного забезпечення сектору сучасними засобами виробництва.

Тим не менш, на тлі істотної ризикованості ведення агробізнесу спостерігаємо інтенсифікацію інвестиційної привабливості сектора. І, враховуючи зростання населення планети і в основному позитивні очікування щодо динаміки цін на сільськогосподарську продукцію, слід очікувати і подальшої інтенсифікації інвестиційної привабливості аграрного сектору України.

Рекомендована література:

1. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність підприємств. Підручник. – К.: Центр навч. літ-ри, 2015. – 164 с.
2. Сазонець І.Л., Федорова В.А. Інвестування Підручник. – К.: Центр навч. літ-ри, 2014. – 312 с.
3. Ставська Ю. В. Інвестиційна привабливість Вінницького регіону /Ю.В. Ставська, Вовк В.Ю. // Східна Європа: економіка, бізнес та управління, 2018 – Випуск 3 (14) 2018. – С. 325-370. Режим доступу до ресурсу: [http:// www. Easterneurope-emb.in.ua/14-2018-ukr](http://www.Easterneurope-emb.in.ua/14-2018-ukr)