

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

На правах рукопису

ЛЕУС ДАРИНА ВОЛОДИМИРІВНА

УДК [330.322:330.342](477)(043.5)

**ПОРТФЕЛЬНЕ ІНВЕСТУВАННЯ ЯК ІНСТРУМЕНТ ФІНАНСОВОГО
ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТАЛОГО РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація

на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

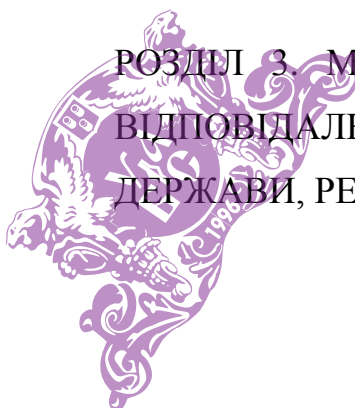
Науковий керівник:
доктор економічних наук, професор
Мельник Леонід Григорович

Суми – 2014



ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ТА ПРАКТИЧНИЙ ДОСВІД ЗАСТОСУВАННЯ ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В КОНТЕКСТІ ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ КОНЦЕПЦІЇ СТАЛОГО РОЗВИТКУ	12
1.1 Системно-структурний та історико-логічний аналіз концепції сталого розвитку економіки.....	12
1.2 Узагальнення методичної бази фінансового забезпечення реалізації концепції сталого розвитку	23
1.3 Систематизація науково-методичних підходів до портфельного інвестування як інструменту фінансового забезпечення сталого розвитку економіки	32
1.4 Вплив портфельного інвестування на сталий розвиток економіки	49
ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 1	66
РОЗДІЛ 2. РОЗВИТОК ВІДПОВІДАЛЬНОГО ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ НА ЗАСАДАХ СТРУКТУРНО-ФУНКЦІОНАЛЬНОГО ПІДХОДУ.....	69
2.1 Світовий та вітчизняний досвід фінансування сталого розвитку економіки	69
2.2 Відповідальне портфельне інвестування як ключовий інструмент реалізації концепції сталого розвитку економіки	83
2.3 Концептуальні засади відповідального портфельного інвестування	111
ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 2	129
РОЗДІЛ 3. МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ТА ПРАКТИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ВІДПОВІДАЛЬНОГО ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ НА РІВНІ ДЕРЖАВИ, РЕГІОНУ ТА ОКРЕМИХ ІНВЕСТОРІВ В УКРАЇНІ.....	133



3.1 Макроекономічний підхід до фінансового забезпечення сталого розвитку економіки	133
3.2 Регіональний рівень відповідального портфельного інвестування.....	160
3.3 Оцінювання інвестиційної привабливості компанії на мікрорівні фінансового забезпечення сталого розвитку економіки	183
ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 3	201
ВИСНОВКИ.....	205
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	208
ДОДАТКИ.....	235

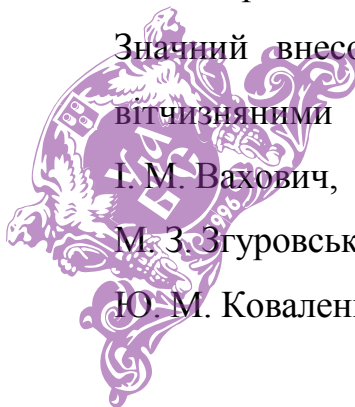
State Higher Educational Institution
 "UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
 OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"
 Державний вищий навчальний заклад
 "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"



ВСТУП

Актуальність теми дослідження. З 1980-х років науковці та урядовці в різних країнах світу почали активно обговорювати питання переходу людства до нової парадигми постіндустріального суспільно-економічного устрою відповідно до концепції сталого розвитку (СР). Вона передбачає узгоджене та збалансоване управління сукупним капіталом суспільства (виробничо-фінансовим, природним та людським) з метою досягнення триалістичної мети: економічне зростання (збільшення національного багатства), соціальний прогрес (соціальна безпека, справедливий розподіл благ, індивідуальний розвиток) і захист навколишнього середовища (раціональне використання обмежених природних ресурсів). Реалізація масштабних заходів відповідно до цієї концепції можлива лише за умови формування достатнього обсягу інвестиційних ресурсів, інструментом залучення яких є портфельне інвестування (ПІ). Відповідальне портфельне інвестування (ВПІ) еволюціонувало від одиничних практик до окремого сегмента світового фондового ринку зі своїми учасниками та інфраструктурою, обсяг якого приблизно у 34 рази більше, ніж весь обсяг ринку цінних паперів України. Саме тому активізація системних досліджень в напрямку розвитку науково-методичного забезпечення ВПІ є актуальною.

Фундаментальні засади ВПІ закладені у працях Б. Бауе (B. Baue), Г. Дейлі (H. Daly), Г. Марковіца (H. M. Markowitz), Ф. Дж. Фабозці (Frank J. Fabozzi), У. Шарпа (W. F. Sharpe), Дж. М. Хартвіка (J. M. Hartwick), Дж. Хікса (J. Hicks) та інших. Вирішенню досліджуваної проблеми присвячено праці російських економістів, зокрема: О. М. Буреніна, В. С. Віннікова, А. Ю. Замлелого, А. Х. Каранашева, І. А. Коха, О. Ю. Перцевої, Н. Ю. Салової, В. М. Якимця та ін. Значний внесок у дослідження теорії та практики ВПІ зроблено також і вітчизняними науковцями, зокрема: О. Г. Білорусом, Т. А. Васильєвою, І. М. Вахович, З. В. Герасимчук, В. М. Гриньовою, Б. М. Данилишиним, М. З. Згуровським, Н. В. Караєвою, С. М. Козьменком, О. В. Козьменко, Ю. М. Коваленко, О. М. Костюком, С. В. Леоновим, Т. В. Майоровою,



Л. Ц. Масловською, Л. Г. Мельником, С. З. Мошенським, А. А. Пересадою, М. В. Фоміною, І. О. Школьник та іншими.

Разом з тим аналіз наукової літератури з теми дослідження дозволяє стверджувати, що невирішеними залишаються ряд теоретичних і прикладних проблем, які стосуються, зокрема: вимірювання впливу ПІ на рівень сталості розвитку економіки країни; обґрунтування концептуальних засад ВПІ на макро-, мезо- та мікрорівнях; функціонування державних інвестиційних фондів як інституційних портфельних інвесторів у сфері ВПІ; оцінювання рівня сталості розвитку регіону; методів формування портфеля ВПІ та оцінювання інвестиційної привабливості його об'єктів. Таким чином, незавершеність формування цілісного уявлення про механізми, методичне та організаційне забезпечення ВПІ обумовили актуальність дослідження, його мету, завдання та зміст.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертація виконана відповідно до тематики науково-дослідних програм національного та регіонального значення. Пропозиції дисертанта враховані при роботі над науково-дослідними темами кафедри фінансів і кредиту Сумського державного університету. Зокрема, при роботі над темою «Оцінка регіонального фінансового потенціалу стійкого розвитку економіки території» (номер державної реєстрації 0110U007825) враховані пропозиції дисертанта щодо оцінювання рівня сталості розвитку регіону; «Дослідження кон'юнктури інвестиційного ринку України» (номер державної реєстрації 0111U008162) – пропозиції щодо створення в Україні суверенного фонду добробуту (СФД); «Формування фінансового механізму стабілізації економіки України» (номер державної реєстрації 0111U007004) – пропозиції щодо вимірювання впливу ПІ на рівень сталості розвитку економіки країни; «Оцінка ефективності та оптимізація діяльності фінансових посередників» (номер державної реєстрації 0111U008924) – пропозиції щодо формування інвестиційного портфеля залежно від типу ВПІ.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є розвиток методичних засад та організаційних механізмів портфельного інвестування як інструмента фінансового забезпечення сталого розвитку економіки України.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення наступних завдань:

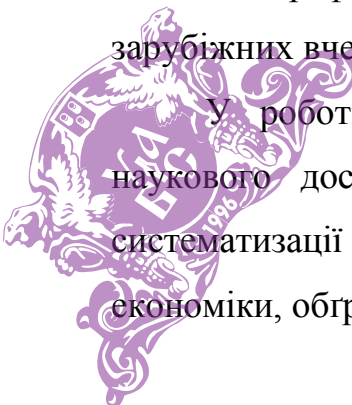
- дослідити сутність концепції СР, систематизувати світовий досвід її фінансового забезпечення, визначити роль та місце ПІ в цьому процесі;
- розробити дворівневий підхід до вимірювання впливу ПІ на рівень сталості розвитку економіки країни;
- обґрунтувати специфічні особливості ВПІ порівняно з традиційним ПІ та соціально-відповідальним інвестуванням;
- обґрунтувати концептуальні засади ВПІ на основі структурно-функціонального підходу;
- обґрунтувати домінуючий метод формування інвестиційного портфеля залежно від типу ВПІ;
- обґрунтувати організаційні та методичні засади створення в Україні СФД;
- запропонувати методичний підхід до оцінювання інвестиційного потенціалу регіону з урахуванням рівня сталості його розвитку;
- розробити підхід до врахування зв'язку між рівнем корпоративної соціальної відповідальності емітента цінних паперів та його доходом.

Об'єктом дослідження є економічні відносини, що виникають між державними органами влади, домогосподарствами, суб'єктами господарювання в процесі ВПІ.

Предметом дослідження є науково-методичне забезпечення та практичний інструментарій організації ВПІ на рівні держави, регіону та окремих інституційних та індивідуальних портфельних інвесторів.

Методи дослідження. Методологічну основу дослідження складають положення економічної теорії, теорії фінансів, грошей і кредиту, інвестування, а також портфельні теорії, сучасні концепції СР, наукові праці вітчизняних та зарубіжних вчених з питань ПІ та фінансового забезпечення СР економіки.

У роботі відповідно до визначених завдань застосовано такі методи наукового дослідження: логічне узагальнення та наукова абстракція – для систематизації теоретичних основ фінансового забезпечення концепції СР економіки, обґрунтування категоріального апарату; історико-логічний підхід – для



дослідження еволюції розвитку концепції СР та механізмів її фінансування; порівняльний та статистичний аналіз – для дослідження тенденцій ВПП; системно-структурний аналіз – для обґрунтування концептуальних засад ВПП на макро-, мезо- та мікрорівнях; кореляційно-регресійний аналіз, дисперсійний аналіз, непараметричні методи оцінки взаємозв'язку – для оцінювання впливу ВПП на рівень сталості розвитку економіки країни та регіону; оцінювання інвестиційної привабливості об'єктів ВПП.

Інформаційно-фактологічною базою дослідження є: законодавство України, звітно-аналітична інформація Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Державної служби статистики України та Української асоціації інвестиційного бізнесу; нормативні та звітні документи Організації Об'єднаних націй, Світового економічного форуму, Європейського форуму інвестицій у СР, Форуму інвестицій у СР США, аналітичні дані Світового банку, Міжнародного валютного фонду, Інституту СФД, матеріали провідних світових торгово-аналітичних систем і бірж, консалтингових компаній; результати наукових досліджень з питань фінансового забезпечення СР.

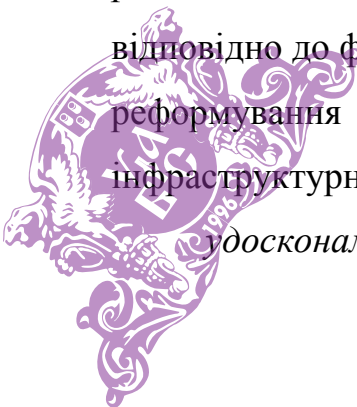
Наукова новизна одержаних результатів полягає у вирішенні науково-прикладної задачі щодо розвитку методичного підґрунтя організації портфельного інвестування з метою забезпечення сталого розвитку економіки України.

Найбільш вагомі наукові результати дисертаційного дослідження:

вперше:

– обґрунтовано концептуальні засади ВПП з використанням структурно-функціонального підходу: відповідно до структурного підходу розмежовано суб'єкти, об'єкти та принципи ВПП за трьома його рівнями: державним, регіональним та окремих інвесторів (індивідуальних та інституційних); відповідно до функціонального підходу визначено його мету, функції та напрямки реформування його забезпечення в Україні (організаційного, нормативного, інфраструктурного, кадрового, методологічного, інформаційного);

удосконалено:



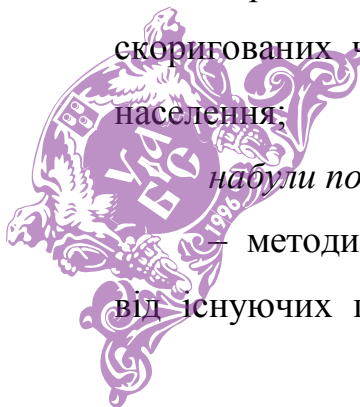
– організаційні та методичні основи функціонування в Україні державних інвестиційних фондів як інституційних портфельних інвесторів, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено шляхом обґрунтування механізму формування СФД за змішаним типом (поєднання функцій стабілізаційного фонду та ощадного фонду майбутніх поколінь); моделювання сценаріїв формування джерел створення та поповнення цього фонду від угод з розподілу продукції (нетрадиційних вуглеводнів); обґрунтування напрямів використання його коштів та формування портфеля його активів, принципів функціонування, дворівневої моделі управління ним на засадах підзвітності та громадського контролю;

– науково-методичний підхід до групування регіонів за рівнем їх інвестиційного потенціалу, що, на відміну від існуючих підходів, запропоновано здійснювати з урахуванням рівня сталості розвитку регіону на основі показника чистих скоригованих регіональних заощаджень (обсяг валового регіонального продукту, скоригований на поточне споживання, інвестування в основний капітал, освіту, охорону здоров'я, соціальну допомогу, культуру, спорт, збитки від виснаження корисних копалин та викидів забруднюючих речовин). Це дозволило виділити регіони-лідери, потенційні лідери, опорні та депресивні регіони та розробити для кожного з них рекомендації щодо реформування регіональної політики інвестиційного забезпечення СР;

– наукове обґрунтування ролі ПІ як інструмента фінансового забезпечення СР економіки, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено на основі дворівневого підходу, який передбачає: на першому рівні – розрахунок індексу сталості ПІ для країн з різним рівнем сталості розвитку економіки; на другому рівні – оцінювання кореляції між обсягом чистих ПІ в пайові інструменти та індикаторами сталості економіки країни (поелементними та інтегральним – рівнем скоригованих чистих заощаджень) в країнах з різним рівнем доходу на душу населення;

набули подальшого розвитку:

– методичні засади управління портфелем інвестицій у СР, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено шляхом обґрунтування домінуючого методу



формування інвестиційного портфеля (концентроване інвестування, інвестування впливу, метод корпоративного впливу, метод корпоративної взаємодії, скринінг, що базується на нормах, виключення, інтеграція ESG-критеріїв, позитивний скринінг, піонерський скринінг, сегментний скринінг) залежно від типу ВПІ: юні-секторні (екологічного, соціального та корпоративного спрямування) та крос-секторні (негативного та позитивного відбору, етичні). Це дозволяє врахувати очікування та мотиви інвесторів, а також обрану ними стратегію ВПІ;

– наукове обґрунтування специфічних особливостей ВПІ порівняно з традиційним ПІ та соціально-відповідальним інвестуванням, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено за критеріями: 1) врахування соціальних, екологічних, етичних та управлінських ініціатив при виборі компанії для інвестування в її фінансові інструменти; 2) наявність спекулятивного мотиву при інвестуванні; 3) пріоритетність критерію фінансової доцільності при прийнятті інвестиційних рішень; 4) типи ризиків, що враховуються інвестором; 5) трактування змісту відкладеної вигоди з позиції наслідків розміщення інвестицій;

– методичні засади оцінювання інвестиційної привабливості емітента цінних паперів як об'єкта ВПІ, що, на відміну від існуючих підходів, запропоновано здійснювати з урахуванням виявленого за допомогою непараметричних методів тісного зв'язку між рівнем імплементації сучасних практик корпоративної соціальної відповідальності та рівнем доходу.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що основні положення дисертації доведено до рівня методичних розробок і практичних рекомендацій, які можуть бути використані Кабінетом Міністрів України при розробці Концепції СР економіки України та внесенні змін до законодавства; фінансовими регуляторами – при розробці регулятивних документів щодо розвитку фондового ринку та ринку фінансових послуг України на засадах СР; інвестиційними посередниками – при побудові стратегій ПІ.

Розробки автора щодо функцій фінансових установ у механізмі ВПІ враховано народним депутатом України А. Пінчуком при розробці пропозицій до проекту внесення змін до Закону України «Про фінансові послуги та державне



регулювання ринків фінансових послуг» (довідка від 07.05.2014 № 1731-413/14-01); щодо використання показника чистих скоригованих регіональних заощаджень при оцінюванні інвестиційного потенціалу регіону – в діяльності Сумської обласної ради (довідка від 08.04.2014 № 0/-19/238); щодо ролі держави як інституційного інвестора в процесі ВПП – в діяльності Регіонального відділення Фонду державного майна України по Сумській області (довідка від 03.02.2014 № 16-001-01073); щодо врахування зв'язку рівня корпоративної соціальної відповідальності та фінансової результативності емітентів цінних паперів при побудові стратегії ВПП вітчизняними інституційними інвесторами – в діяльності ТОВ «Сумський фондний центр» (довідка від 24.01.2014 № 7/1); щодо оцінювання венчурними фондами інвестиційної привабливості об'єкта ВПП за допомогою непараметричних методів – в діяльності АТ «МАСТЕР БРОК» (довідка від 30.01.2014 № 63); щодо удосконалення стратегії фінансових посередників у сфері ПП – в діяльності Північного регіонального управління ПАТ «Українська Пожежно-Страхова Компанія» (довідка від 06.05.2014 № 23/547).

Результати наукових розробок використовуються в навчальному процесі Сумського державного університету при викладанні дисциплін «Гроші та кредит», «Фінанси, гроші та кредит», «Інвестування» (акт від 31.01.2014).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є завершеним науковим дослідженням. Наукові положення, розробки, результати, висновки і рекомендації, що виносяться на захист, одержані автором самостійно. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, вказано у списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Основні положення дисертаційної роботи доповідалися, обговорювалися й одержали позитивну оцінку на міжнародних науково-практичних конференціях, у тому числі: «Перспективи розвитку ринкової економіки на засадах конкурентоспроможності, інноваційності та сталості» (Дніпропетровськ, 2014 р.); «Сучасні проблеми та механізми фінансового управління» (Харків, 2013 р.); «Економіка для екології» (Суми, 2009-2012 р.); «Економічні проблеми сталого розвитку» (Суми, 2012 р.), а також на

Всеукраїнській науково-практичній конференції «Фінансова політика та забезпечення економічної стабільності держави» (Полтава, 2013 р.).

Публікації. Основні наукові положення, висновки і результати дослідження опубліковано в 20 наукових працях загальним обсягом 7,2 друк. арк., з яких особисто автору належать 4,42 друк. арк., у тому числі розділи у 3 колективних монографіях, 9 статей у наукових фахових виданнях України з економіки (з них: 4 – у виданнях, що включені до міжнародних наукометричних баз; 1 – в електронному науковому фаховому виданні); 1 стаття у зарубіжному науковому виданні; 6 публікацій у збірниках матеріалів конференцій, розділ в 1 навчальному посібнику з грифом Міністерства освіти і науки України.

Структура і зміст роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Повний обсяг дисертації – 276 сторінок, в тому числі: основного тексту 202 сторінки, 39 таблиць, 36 рисунків, 17 додатків, список використаних джерел із 277 найменувань.



РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ТА ПРАКТИЧНИЙ ДОСВІД ЗАСТОСУВАННЯ ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В КОНТЕКСТІ ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ КОНЦЕПЦІЇ СТАЛОГО РОЗВИТКУ

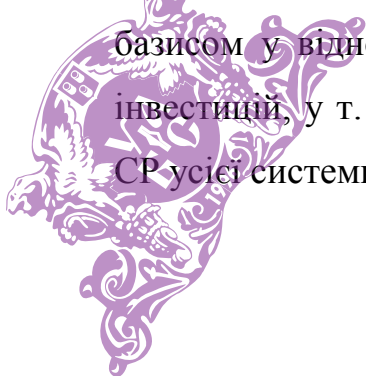
1.1 Системно-структурний та історико-логічний аналіз концепції сталого розвитку економіки

В умовах пошуку ідей поступального розвитку людства, концепція СР економічних, соціальних та екологічних систем, починаючи з 80-х рр. ХХ ст., набула значного поширення у суспільно-економічному житті. Слід зауважити, що численні надбання вчених у цій сфері передусім торкалися екологічних та соціальних аспектів її запровадження. Менша увага приділена економічним і щонайбільше фінансовим аспектам цієї концепції.

Вбачаючи суттєві прогалини у цьому контексті, в основу нашого дослідження було покладено дуалістичний підхід, що поєднує такі напрями:

- 1) дослідження сутності і значення фінансового забезпечення СР економіки;
- 2) визначення необхідності СР фінансового ринку та портфельного інвестування як одного з елементів його функціональної структури.

Щодо першого напрямку, необхідно підкреслити, що реалізація масштабних заходів, спрямованих на всеохоплюючі системні трансформації в економічній, екологічній та соціальній сферах досягається лише за умови формування достатнього обсягу інвестиційних ресурсів. Враховуючи, що економічна сфера є базисом у відношенні до екологічних та соціальних перетворень, спрямування інвестицій, у т. ч. й портфельних, в економіку є передумовою, рушійною силою СР усієї системи.



Стосовно другого напрямку, трансляція кризових явищ, що зароджуються на фінансових ринках в умовах домінування останніх на реальний сектор економіки є свідченням їх тісного взаємообумовленого зв'язку. Дисбаланси у розвитку фінансових ринків призводять до порушень у механізмі СР економіки.

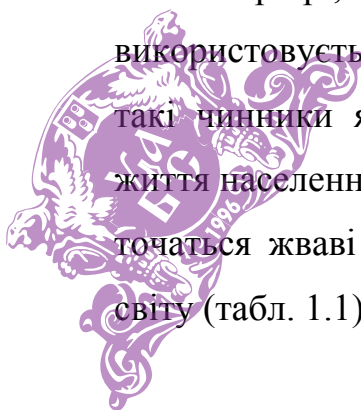
Перш ніж розпочати ґрунтовний аналіз кожного з наведених напрямів, вважаємо за доцільне провести системно-структурний та історико-логічний аналіз концепції СР в цілому і економіки СР зокрема.

Словосполучення «сталий розвиток» з'явилося у наукових та політичних колах у 1987 р. з виходом доповіді «Наше спільне майбутнє» Міжнародної комісії ООН з навколишнього середовища і розвитку та означало такий розвиток, який задовольняє нинішні потреби і не ставить під загрозу можливість їх задоволення для майбутніх поколінь [246].

Офіційне визнання цієї концепції відбулося на конференції ООН «Навколишнє середовище і розвиток» (Ріо-де-Жанейро, 1992), що засвідчило перехід людства до нової стратегії гармонійного, збалансованого та різнобічного розвитку, що враховує економічну, екологічну та соціальну складові.

Варто зазначити, що визначення цієї концепції доволі широке. За підрахунками існує близько 160 визначень «сталого розвитку» [182], що свідчить про плюралізм підходів науковців та практиків до розуміння цієї об'ємної, всеохоплюючої та доволі спірної концепції. Проте, про її виключно важливе значення в умовах сучасного ведення економіки свідчить той факт, що жоден значний проект не отримає схвалення ООН, Міжнародного валютного фонду чи Всесвітнього банку реконструкції та розвитку, якщо не міститиме зв'язку з концепцією СР.

Апріорі, поняття «sustainable development» – сталий (стійкий) розвиток, використовується на позначення такого типу економічного розвитку, що враховує такі чинники як екологічна рівновага, відтворення обмежених ресурсів, яість життя населення та потреби майбутніх поколінь. Але навіть щодо його перекладу точаться жваві дискусії, зумовлені лінгвістичними особливостями окремих мов світу (табл. 1.1).



Таблиця 1.1 – Етимологія терміну «sustainable development» у різних мовах світу

Мова	Офіційно прийнятий переклад	Відповідник в українській мові
Французька	Developpment durable	Довготривалий розвиток
Італійська	Sviluppo sostenibile	Розвиток, що потребує підпритмки
Німецька	Nachhaltige Entwicklung	Тривалий розвиток
Шведська	En stadig utveckling	Сталий (стійкий розвиток)
Норвезька	En holdbar utvikling	Міцний розвиток
Японська	Jizoki-tekina kaihatsu	Тривалий розвиток

Джерело: складено автором за [136]

Більше того, різні науковці та організації вкладають різний зміст у тлумачення цього поняття (додаток А). Проведений аналіз цих визначень дозволяє зазначити, що переважна більшість з них зводяться до поєднання трьох складових: економічної, соціальної та екологічної (З. В. Герасимчук, Б. М. Данилишин, О. В. Козьменко, Л. Ц. Масловська, В. Трегобчук, Л. Б. Шостак, О. Шубравська).

Окремі науковці за основу тлумачення СР покладають визначення дане Гру Харлем Брудтланд у розглянутій доповіді «Наше спільне майбутнє». На особливу увагу заслуговує визначення Інституту світових ресурсів, за яким СР розуміється як розвиток, при якому природні ресурси, людство і фінанси управляються і використовуються таким чином, щоб збільшити багатство і благоустрій людей без погіршення умов їх життєдіяльності у майбутньому [246].

Не ставлячи за мету нашого дослідження навести вичерпний перелік визначень СР, підкреслимо, що нам найбільш імпонує визначення Світового банку: СР – це управління сукупним капіталом суспільства в інтересах збереження та примноження людських можливостей». І в тому, і в іншому випадку концепція включає в себе поняття економічної, екологічної та соціальної стійкості, які трактуються як раціональне управління виробничим капіталом, природним капіталом і людським капіталом [262].

Слід зауважити, що поняття виробничого капіталу на сьогодні є доволі широким, включаючи не лише традиційні засоби та предмети праці, але й нерозривно поєднуючись з інструментами їх фінансування. Таким чином, мова йде про виробничо-фінансовий капітал і фінансову систему як джерело фінансування економіки.

Підтвердженням такого поділу є бачення СР Комітетом сприяння розвитку Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР): «Стратегічний і обговорюваний процес аналізу, дискусій, посилення здатності, планування і акцій СР. Намагання дати точну і однозначну дефініцію поняття «сталий розвиток» не увінчались успіхом. Консенсусу з цього питання поки що не досягнуто. Але при цьому треба зазначити, що існує загальне розуміння щодо трьох принципових вимірів СР – економічного зростання, соціального прогресу і захисту навколишнього середовища [264].

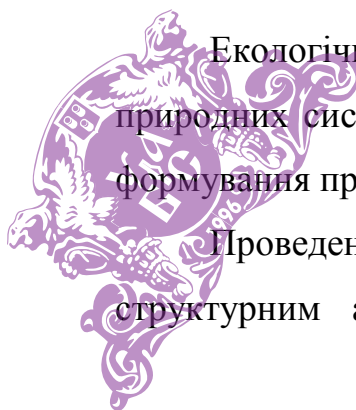
Вважається, що економічна складова засновується на підході Дж. Хікса. Він наводить таке розуміння доходу: «... дохід індивіда – це те, що він може протягом тижня спожити і при цьому все-таки очікувати, що й наприкінці тижня його стан буде таким же, як і на його початку»; на підтвердження автор продовжує: «У практичному житті визначення рівня доходу має на меті вказати людям, скільки вони можуть споживати, не роблячи себе при цьому біднішими» [227].

З визначення Дж. Хікса випливає ключове для концепції СР значення економічно оптимального використання обмежених природних ресурсів [182].

Соціальна складова у вигляді цільового орієнтиру ставить людину і збереження соціальних та культурних систем культурного капіталу, справедливий розподіл благ та рівність не лише в межах одного покоління, але й між різними поколіннями.

Екологічна складова забезпечується цілісністю біологічних і фізичних природних систем, що є основою стабільного функціонування усієї біосфери та формування природних ресурсів.

Проведений понятійний аналіз повною мірою узгоджується із системно-структурним аналізом концепції «сталого розвитку», який концентрується



насамперед у її розумінні як триєдиного поєднання уже згадуваних економічної, екологічної та соціальної складової (рис. 1.1), заснованих на відповідних видах капіталу та сферах його застосування.

		Виробничо-фінансовий капітал					Інтелектуальний (людський капітал)
		Виробництво	Праця	Фінанси	Торгівля	Споживання	
Природний капітал	Наволинне середовище	Екологія	Економічна складова	Соціум	Соціальна структура та розподіл благ	Індивідуальний розвиток	
	Ресурси						

Рисунок 1.1 – Триєдина структура концепції СР, складено автором

Досягнення збалансування усіх трьох складових є досить складним завданням і потребує виваженого підходу.

На нашу думку, в умовах постіндустріального періоду розвитку суспільства розгляд складових концепції СР дозволяє зробити висновок про первинність економічної складової, а також взаємний вплив однієї складової на інші. Варто зауважити, що економічна складова концепції передбачає оптимальне використання обмежених ресурсів на усіх стадіях суспільного виробництва (виробництво, споживання) що опосередковані сферами фінансів та торгівлі і, відповідно, створює передумови для розподілу вироблених благ та розвитку

людства.

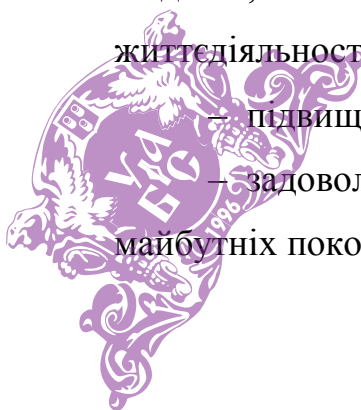
Перехресний вплив однієї складової на іншу покладено в основу розмежування підходів до СР таких вчених як М. В. Фоміна, Б. В. Приткін. У працях вчених розроблено три підходи до аналізу положень концепції СР: суспільно-соціальний, еколого-економічний і економіко-екологічний [127, 175]. Перший підхід має глобальний характер і стосується проблем розвитку цілісної особистості на основі підпорядкування їй природи та економіки. Еколого-економічний підхід уособлює первинність екологічної складової, яка є і основною метою, і головним джерелом реалізації СР. Економіко-екологічний, маючи на меті сталий екологічний розвиток, джерелом його досягнення вважає економічну складову [175].

Слід відзначити, що і автори «Національної парадигми сталого розвитку України» під редакцією Б. Патона підтримують поділ на економічну, екологічну та соціальну складову СР, аналізуючи основні чинники, що його забезпечують, а саме:

- екологічний – визначає умови й межі відновлення екологічних систем унаслідок їх експлуатації;
- економічний – передбачає формування економічної системи, гармонізованої з екологічним чинником розвитку;
- соціальний – утверджує право людини на високий життєвий рівень в умовах екологічної безпеки й благополуччя [99].

Поряд з аналізом ключової сутності та структури концепції СР доцільним є розгляд хронології її становлення в історичному розрізі. Передумовами виникнення концепції СР стало існування та поширення глобальних проблем людства, викликані диспропорціями і суперечностями у розвитку різних сфер життєдіяльності людини, а саме:

- підвищення рівня життя призводить до знищення природи;
- задоволення нинішніх потреб людства здійснюється зі шкодою для майбутніх поколінь;



– рух до меж існування людства (межі росту, у т. ч. й економічного) відбувається значними темпами, що випереджають не лише здатність екологічних систем до відновлення, але й соціальних систем до пристосування

– перевищення можливості біосфери абсорбувати антропогенні впливи та забезпечувати надалі умови, придатні до існування.

Розуміння передумов та особливостей реалізації концепції СР під їх впливом потребує застосування історико-логічного підходу. Основні віхи в її становленні наведені у додатку Б. Їх детальний розгляд з позиції часової, економічної та політичної детермінації дозволяє зробити висновки, що знаковими у формуванні концепції СР та визначенні напрямів її фінансування були наступні події:

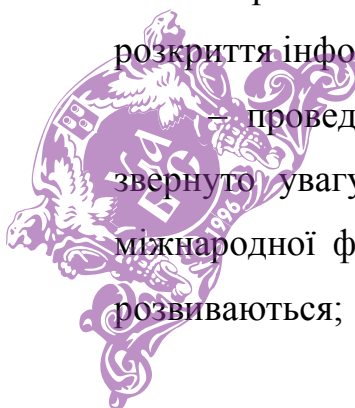
– створення Римського клубу (1968 р.) та публікація ним доповіді «Межі росту», яка вперше в сучасній історії людства привернула увагу до існуючих обмежень у ресурсах планети в порівнянні з темпами економічного розвитку;

– проведення 1986 р. Конференції з навколишнього середовища і розвитку в Оттаві, за результатами якої в основу СР покладено дві тісно пов'язані парадигми збереження: першу, яка діє усупереч економічній доктрині класичного вільного ринку – принципу *laissez – faire*, що розуміє життєві ресурси як вільне благо; і другу, що спирається на доктрину контролю над цими життєвими ресурсами;

– введення в практику інвестиційних операцій та фінансових ринків Індексу стійкості Доу Джонса (1999 р.) – як орієнтира для інвестування у ті компанії, що займаються безпечними та екологічними видами діяльності;

– виникнення Глобальної ініціативи зі звітності (2002 р.), яка спрямована на створення єдиного формату корпоративної звітності, зорієнтованої на розкриття інформації про всі ресурси, які використовує та виробляє компанія;

– проведення Всесвітнього саміту зі СР у Йоганнесбурзі (2002 р.), де було звернуто увагу на необхідність підвищення фінансування СР, реформування міжнародної фінансової архітектури, та скорочення боргового тягара країн, що розвиваються;



– проведення Міжнародних конференцій з фінансування розвитку 2002 та 2008 рр., в межах яких глави держав і урядів країн світу, відзначаючи дефіцит ресурсів, закликали досягти інтернаціонально погоджених цілей розвитку, у тому числі тих, що містяться в Цілях Тисячоліття. Для цього вони запропонували використовувати такі інструменти: податкові важелі, інвестиції в економічну і соціальну інфраструктуру, розвиток ринків капіталу через банківські системи, розсудливі бюджетну і грошову політики, зменшення інфляції, забезпечення високих норм економічного зростання, повної зайнятості, викорінення бідності [244];

– розгортання світової фінансової кризи 2007-2009 рр. (пік – 2008 р.) та перехід її у глибоку економічну, продовольчу та енергетичну кризи глобального характеру.

Саме остання світова криза послугувала тим поштовхом, який зорінтував світову спільноту у пошуку нових напрямів реалізації концепції СР в умовах обмеженості ресурсів.

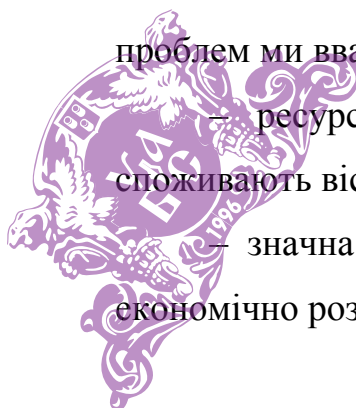
У цьому контексті слід привести думку колишнього Генерального секретаря ООН Кофі Аннана щодо причин недостатньо активного СР. Такою причиною було названо неузгодженість сталого виробництва і сталого споживання: від надмірного споживання страждають і стале виробництво і екологія – через виснажливе користування природними ресурсами [270].

За аналогією неузгодженість СР фінансового ринку і СР економіки втілилися у надмірному розвитку фінансового сектора та його відриву від об'єктивних потреб економіки в інвестиційних ресурсах.

Виходячи із наведеного, існуючі глобальні дисбаланси мають під собою економічне та фінансове підґрунтя. Так першопричинами виникнення глобальних проблем ми вважаємо такі:

– ресурсні дисбаланси: двадцять відсотків населення розвинених країн споживають вісімдесят відсотків енергетичних ресурсів планети;

– значна диспропорція у розмірі доходів різних верств населення як в економічно розвинених, так і в країнах, що розвиваються;



– домінування фінансового капіталу над виробничим, фінансової сфери над сферою реальної економіки, що зумовлює перевищення обсягів портфельних інвестицій над прямими, короткострокових проектів над довгостроковими.

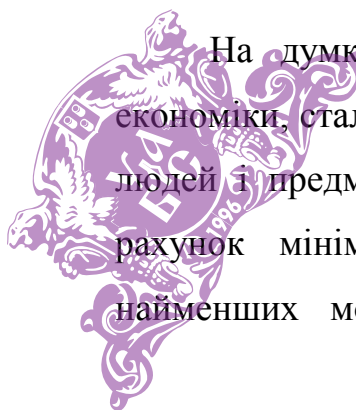
До прикладу, проведені дослідження організацією Global Footprint Network станом на 2009 р. визначає екологічний слід людства у еквіваленті 1,5 планет таких як Земля [277], тобто наша економіка щороку споживає на 50 % більше ресурсів, ніж здатна регенерувати Земля. Іншими словами, потрібен один рік і шість місяців, щоб відновити те, що ми споживаємо за один рік. Цей вид екологічного обліку показує, що економічне зростання виснажує ресурси з таким темпом, який не може бути збережений.

Як бачимо, економічна складова та її фінансове забезпечення в умовах відволікання ресурсів з виробничої сфери, екологічної та соціальної, не виконують своїх функцій щодо забезпечення СР.

Питання ролі економіки, досягнення меж економічного зростання у співставленні з добробутом людства та забезпеченням розвитку навколишнього середовища взагалі має тривалу історію. Витоки окресленої проблематики пов'язують з працею Т. Р. Мальтуса «Досвіду про закон народонаселення», 1798 р., який вперше висловив припущення щодо обмеженості ресурсів Землі та правило «золотого мільярду». Подібні думки щодо меж і необхідності економічного зростання мали й інші класики політичної економії: А. Сміт, Дж. С. Міль, Дж. М. Кейнс (додаток В).

Сучасні погляди на можливість досягнення меж розвитку відображені у працях зарубіжних вчених Н. Георгеску-Рогена, Е. Ф. Шумахера, К. Боулдуїнга та ін. З імям учня Н. Георгеску-Рогена, Г. Дейлі асоціюють виникнення поняття «економіка сталого розвитку», «стала економіка».

На думку автора, що виступив основоположником теорії екологічної економіки, стала економіка (економіка СР) – економіка з постійними кількостями людей і предметів, підтримуваних на деякому бажаному рівні достатності за рахунок мінімально можливого рівня допоміжної активності, тобто при найменших можливих переміщеннях матерії та енергії від першої стадії



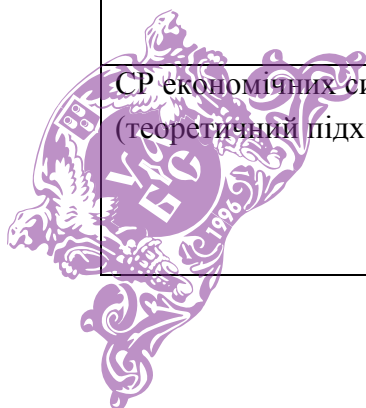
виробництва до кінцевої стадії споживання [210]. Автором також розроблено індекс стійкого економічного добробуту. Інтерпретуючи проведені для Великобританії розрахунки цього індексу з 1950 по 1990 рік автор вказує на той факт, що «сталий економічний добробут на душу населення зріс лише на 3%, у супереч зростанню валового національного продукту на душу населення на 230%». Після двадцятирічного періоду зростання в 1950 – 1970 роках спостерігається падіння сталого економічного добробуту в країні, починаючи з середини 1970-х років, і на сьогоднішній момент даний показник знаходиться майже на своєму початковому рівні 1950 р. [224].

Що стосується внеску вітчизняних вчених у формування концепції СР, серед них неодмінно варто згадати праці засновника національної школи фізичної економії С. Подолинського (1880 р.), класичне вчення В. І. Вернадського про біосферу та ноосферу, новаторські ідеї щодо цивілізаційного прогресу людства М. Руденка.

Аналізуючи більш сучасний період наукової думки щодо сталого економічного розвитку, варто згадати, що у російських наукових колах за останні роки, починаючи з 2000 р. захищено понад 1080 дисертацій з проблем СР та його економічної складової. В Україні кількість таких робіт значно менша – понад 60 дисертаційних робіт (табл. 1.2).

Таблиця 1.2 – Економічні підходи щодо запровадження концепції СР

Підхід	Українські вчені	Російські вчені
1	2	3
СР у контексті глобалізації та інтеграційних тенденцій (глобалізаційний підхід)	М. В. Фоміна Ю. Б. Федунь О. Г. Білорус Л. Г. Мельник	О. М. Клименко В. Є. Цой М. А. Толстов К. І. Георгіївська
СР економічних систем (теоретичний підхід)	Я.Ю. Радченко В. Волошин В. Трегобчук В.В. Трофімова	О. Л. Очірова О. В. Білоусов Т. В. Габуєв П. І. Толмачов



Продовження таблиці 1.2

1	2	3	
СР регіональних та муніципальних утворень (регіональний підхід)	В. Г. Поліщук В.В. Кузьменко В.В. Химинець Я. В. Хоменко Л. Ц. Масловська В. В. Кузьменко І. М. Вахович З. В. Герасимчук С. В. Мартинов Н. В.Павліха	М. Ю. Калинчиков В. А. Мешков Р. К. Кечеруков Д. О. Деневізюк Т. А. Петрова К. О. Кривкіна Н. Ф. Менова О. М. Тимошко С. В. Зенченко Д. М. Москвін	
СР окремих економічних агентів за видами економічної діяльності (галузевий підхід)	АПК, сільське господарство	А. Ю. Івахно Н.В. Гребенюк О.В. Шубравська Б. М. Данилишин	О. В. Мерзлов К. С. Подчуфаров Т. В. Коновалова М.М. Данілова
	Туризм	К. А. Панасюк Л.М. Побоченко Т. І. Ткаченко	К. В. Масленнікова Р. В. Хачмамук Л. В.Васильєва С. А. Севастьянова
	Металургія	П. Д. Каминський О. А. Сизоненко	К. Д. Штанський
	Торгівля	О.В. Хістева	О. В. Ніколаєва
	Підприємства загалом	П. В. Круш та ін. Л. А. Костирко О. М. Загорулькін О. М. Крайнік В. О. Василенко	Є. Є. Науменко С. І. Юдін Л. В. Сирцова
	Морське господарство	С. В. Ільченко та ін.	В. І. Грибов
	Легка промисловість	А. Є. Глинська	М. І. Нуріддінова
	Телекомунікації	Д. І. Олійник	–
	Будівництво		А. С. Барканов Г. М. Булатова
СР фінансової сфери	Бюджетна сфера	Р. Л. Балакін	–
	Страховий ринок	О. В. Козьменко	В.О. Батадєєв

Джерело: узагальнено автором на основі праць зазначених науковців

У ході аналізу праць зазначених науковців варто відмітити підхід В. Волошина та В. Трегобчука щодо визначення ряду умов СР економіки [166]:

- задоволення зростаючих матеріальних і духовних потреб та підвищення життєвого рівня населення;
- раціональне і екологобезпечне господарювання та високоефективне використання природних ресурсів;
- підтримання сприятливих природно-екологічних умов життєдіяльності та збереження, відтворення і примноження якості навколишнього середовища та природно-ресурсного потенціалу матеріального виробництва.

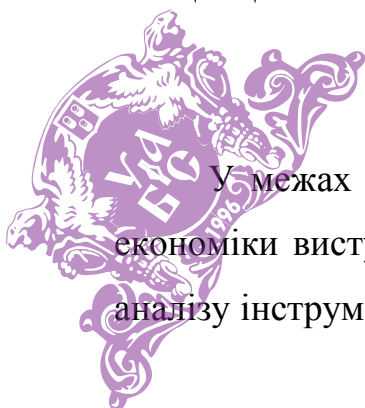
Аналізуючи підхід В. В. Трофимової щодо структуризації моделі СР, необхідно зазначити, що автор виділяє такі економічні компоненти моделі (динамічні механізми організації та функціонування, національної, регіональної та світової економіки) як соціалізація, державне регулювання, суспільна відповідальність, екологічність, безпека, інформатизація, власність, корпоративна система, ринкове регулювання, алокація ресурсів, інтелектуалізація, транснаціоналізація [167].

Проте, автор не вносить до цього переліку такого невід'ємного компонента як фінансове забезпечення СР.

Заразом, у працях розглянутих авторів зосереджується увага передусім на забезпеченні СР окремих територій, економічних агентів за видами економічної діяльності, чи економічних систем в цілому. При цьому, на перший план виступають економічні особливості того чи іншого обраного предмета дослідження, а концепція СР виступає лише середовищем для дослідження цього предмета.

1.2 Узагальнення методичної бази фінансового забезпечення реалізації концепції сталого розвитку

У межах обраного нами об'єкта і предмета дослідження, сталий розвиток економіки виступає у вигляді цільового орієнтира, а відтак потребує детального аналізу інструментів його досягнення. Зважаючи на загальновідомий факт тісного



зв'язку між економікою та фінансовою системою та відзначаючи брак наукових праць, які б пояснювали фінансові механізми стимулювання СР економіки, вважаємо за потрібне детально розглянути перший напрям дослідження – особливості фінансування та його місце у реалізації концепції СР та детально описати.

Базуючись на праці Р. Гілмана «Проект сталої економіки» приведемо графічне зображення традиційної економіки, що не враховує положення концепції СР (рис. 1.2). Дана схема функціонування економіки базується виключно на споживчому, ресурсному ставленні до засобів, предметів праці та власне самої праці як рушійних сил та ресурсів виробничого процесу. При цьому вона лише опосередковано враховує (через механізм інвестування) такий вид капіталу як фінансовий.



Рисунок 1.2 – Схема традиційної економіки

Джерело : [31]

Поза увагою залишаються також людський капітал, екологічний капітал та їх взаємодія між собою і іншими видами капіталу, хоча вони є джерелом виключно важливих ресурсів, досить часто не відновлюваних для процесу виробництва – споживання, що носить односторонній характер.

З урахуванням зазначених обмежень зобразимо схему функціонування економіки СР та виділимо місце механізму інвестування у ній (рис. 1.3).



Рисунок 1.3 – Схема функціонування економіки СР

В основу побудови цієї схеми пропонуємо покласти не ресурсний, споживчий підхід, а більш широкий підхід взаємодії різних видів капіталу у які втілені ці ресурси, спрямованих не лише на підтримання процесу виробництво-споживання, але й відтворення самих видів капіталу. При цьому виокремлення видів капіталу узгоджується зі структурою концепції СР: людському капіталу відповідає соціальна складова, екологічному – екологічна і базисом економічної складової виступає виробничий капітал. Фінансовий капітал є обслуговуючим по відношенню до останніх. Через механізми інвестування капіталу забезпечується безперервність функціонування економіки: фінансовий капітал в економіці СР є важливим джерелом відтворення та поповнення інших видів капіталу.

Розуміння ресурсної бази виробництва як сукупності різних видів капіталу – їх інтегрального поєднання більш високого рівня потребує виокремлення джерел їх фінансування, досягнення нульового ефекту та узгоджується з розглянутим підходом Г. Дейлі і правилом Дж. Хартвіка.

Так, правило Дж. Хартвіка ілюструє зв'язок між сталим розвитком (який визначається як незменшувана корисність) і пов'язаного з ним запасом капіталу.

Хартвік довів, що країна з ресурсною економікою, яка поставлена у значну залежність від надходжень невідновлювальних природних ресурсів, має

реінвестувати ренту від їх використання з метою підтримання сталого темпу реального споживання протягом певного періоду, а не лише для задоволення поточних споживчих потреб [226].

Як зазначають російські науковці О. Голуб та О. Струкова у крайньому випадку цей підхід передбачає, що суцільне знищення природного капіталу може виявитися прийнятним в умовах відповідного розвитку капіталу, створеного людством (обладнання та інфраструктура) та власне людського капіталу (освіта та технічні навички) [34, с.54].

Подібний підхід прослідковується і у доробку окремих зарубіжних авторів, які виступають на захист положень «екологічного оптимізму», що ілюструє технологічні методи вирішення природо-ресурсних проблем (П. Пільцер, Д. Белл, Е. фон Вайцзеккер, Е. Ловіс та ін.) [64].

Бельгійський еколог Д. Девуїст визначає СР як багатовимірну концепцію, яка може бути усвідомлена через підхід, що передбачає соціальну частину як об'єкт управління, екологічну – як обмеження, економічну – як інструментарій. Зазначена концепція ґрунтується на такій системі цінностей, де економічна ефективність співвідноситься із соціальними потребами усього людства, а не лише певних індивідів [38, с.53-75].

Аналізуючи економічну ефективність від інвестування у СР економіки на рисунку 1.4 приведемо приклад графічної залежності між ефектом СР (крива а) та вкладених з метою отримання цього ефекту інвестицій (крива в), зокрема в екологічну діяльність. Згідно з підходом І. К. Бистрякова ці криві перетинаються у двох точках С і М, стосовно яких відбувається ідентифікація етапів стабілізації й докорінного поліпшення.

Так, період до t_1 характеризує процес стабілізації, за якого до певної точки – С зростання інвестицій не супроводжується поліпшенням екологічної обстановки. Завершується цей етап переломним моментом, коли критичний розмір інвестицій приводить до докорінної зміни тенденцій динаміки поведження кривих а і в.



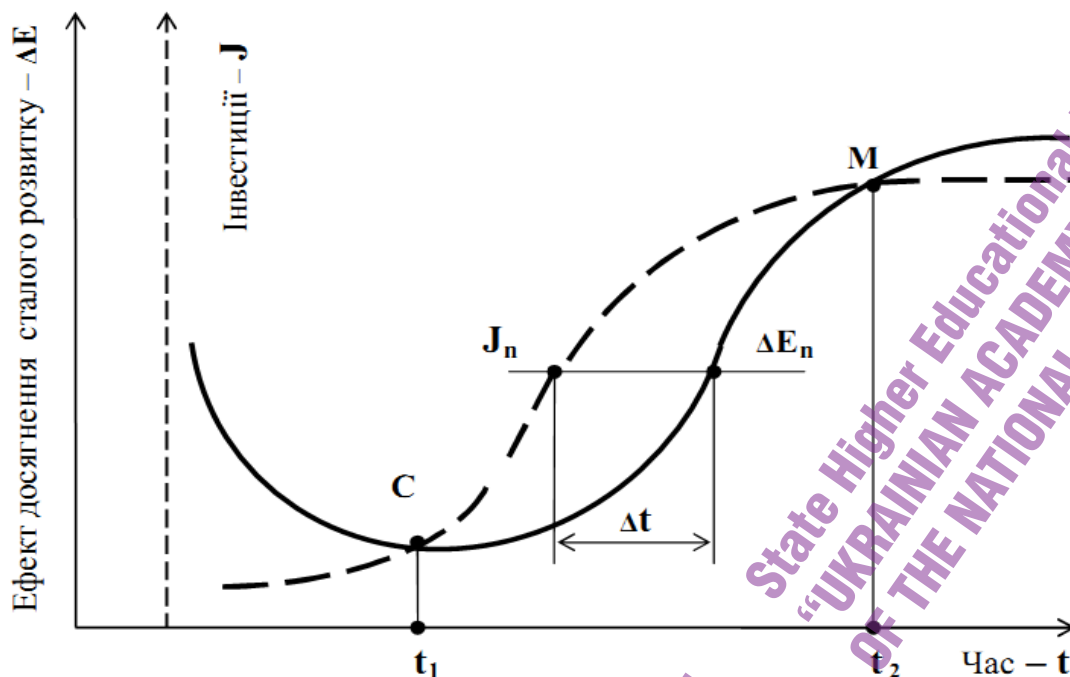


Рисунок 1.4 – Графік динаміки співвідношення інвестицій та ефекту досягнення сталого розвитку

Джерело: [19]

Ця ситуація відрізняється тим, що збільшення обсягів інвестицій в екологічну діяльність обумовлює зростання розміру екологічного ефекту. Період, що вкладається між часом t_1 і t_2 , відображає етап докорінного поліпшення ситуації. Період часу за критичною точкою M, позначеною на абсцисі індексом t_2 , характеризує стан CP економічної системи. Відповідно до графіка, у період докорінного поліпшення адекватним вкладеним інвестиціям J_n ефект ΔE_n настає з певним запізненням з часом Δt . Однак після критичної точки M ситуація змінюється, оскільки досягнуті граничні витрати підтримують бажаний або заданий рівень екологічного ефекту на порозі граничної вигоди. Причому екологічний ефект має вже випереджальну, стосовно інвестицій, альтернативну корисність [19].

Крім розгляду схеми інвестування в економіку з метою її CP, необхідно розглянути більш детально механізми формування фінансового капіталу, спрямованого на інвестування. Крім наведених на схемі форм доходу, серед таких механізмів слід розглянути фінансування міжнародних неурядових організацій,

державних структур тощо, які визначені на Міжнародних конференціях з фінансування розвитку.

На важливість проблеми фінансування наголошено і в «Порядку денному-XXI», у контексті формування значних потоків нових і додаткових ресурсів для країн, що розвиваються. Орієнтовний підрахунок відповідних витрат тільки на 1993-2000 рр. становив \$600 млрд. [33].

З урахуванням подолання наслідків глобальної кризи 2008 р. набувають особливого значення інструменти фінансування СР, розглянуті у Монтерейському консенсусі Міжнародної конференції з фінансування розвитку та Дохінській декларації про фінансування розвитку.

Традиційно, розрізняючи три рівні фінансування СР: місцевий, регіональний і національний, можна виокремити четвертий рівень, пов'язаний із міжнародним фінансуванням, насамперед країн, що розвиваються за такими категоріями трансфертних виплат:

- глобальні засоби щодо навколишнього середовища (Global Environment Facility – GEF) – спираються на приватні інвестиції у проекти, спрямовані на захист біосфери та біорізноманіття;

- вуглецеві відходи і механізми чистого розвитку спрямовані на імплементацію положень Кіотського протоколу у країнах, що розвиваються за фінансової підтримки розвинених країн;

- боргові обміни у частині зниження боргових зобов'язань країн, що розвиваються в обмін на екологічні та соціальні зобов'язання. Так Канада в 1994 р. скасувала заборгованість Перу на 75 % з боргу в 22,7 млн. дол., а 25 % виплачено Міжнародним фондом сприяння навколишньому середовищу, скорочення бідності [33];

ринкові механізми: відмова від фінансових механізмів, які суперечать концепції СР.

Конкретизація основних інструментів за категоріями виплат, за допомогою яких досягається фінансування СР, розглянуті у таблиці 1.3.



Таблиця 1.3 – Характеристика інструментів фінансування СР

Інструмент	Приклад
Мобілізація ресурсів	зовнішні потоки приватного капіталу (прямі та портфельні інвестиції), офіційна допомога донорів, зобов'язання розвинених країн у розмірі 0,7%, а також фінансування з боку міжнародних фінансових установ, зокрема Глобального екологічного фонду
Вивільнення коштів	списання непомірних боргів держав, що розвиваються, а також скорочення видатків державного бюджету
Податкові надходження	введення нових невеликих податків на найбільш вживані операції, наприклад податок Тобіна на валютнообмінні операції у розмірі 0,1-0,25%
Інституційно - організаційні	фінансування Глобальним екологічним фондом транскордонних екологічних проектів в регіонах, а також організація зустрічей донорів на різних рівнях
Альтернативні	обмін екологічними знаннями, запобігання фінансовим кризам та передача екологічно чистих технологій. Дуже важливим є інвестування в освіту, науку та професійну підготовку й впровадження нововведень в інформаційні технології

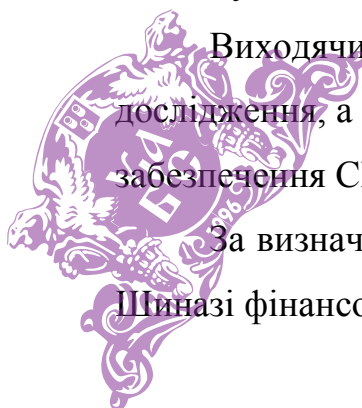
Джерело: [173]

Слід зауважити, що чільне місце серед альтернативних механізмів фінансування СР посідають заходи щодо запобіганням фінансовим кризам, які через трансмісійні канали транслуються на реальний сектор економіки, провокуючи глобальну рецесію – як наслідок відволікання ресурсів зі сфери забезпечення СР.

Фінансові кризи пов'язані на сьогодні передусім з порушеннями у здатності фінансових систем відновлювати власну рівновагу під впливом зовнішніх і внутрішніх шоків в умовах неконтрольованого переміщення потоків фінансового капіталу.

Виходячи з цього, необхідно звернути увагу на ще один напрям нашого дослідження, а саме обґрунтування необхідності СР фінансової системи як основи забезпечення СР економіки.

За визначенням провідного фахівця Міжнародного валютного фонду Г. Дж. Шиназі фінансова система може вважатися сталою, якщо вона:



а) дозволяє ефективно розподіляти економічні ресурси як у просторі, так і в часі, а також інші фінансово-економічні процеси (наприклад, заощадження та інвестування коштів, кредитування та запозичення, освіта і розподіл ліквідності, формування цін активів і, в кінцевому підсумку, накопичення багатства і зростання виробництва);

б) дозволяє оцінювати, котирувати і розподіляти фінансові ризики і здійснювати управління ними;

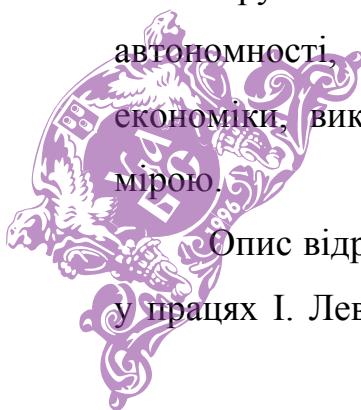
в) зберігає здатність виконувати ці важливі функції навіть перед зовнішніми потрясіннями або при посиленні диспропорцій [190, с. 2].

Враховуючи здобутки зарубіжних авторів і колектив наукової праці за редакцією В. І. Міщенко, О. І. Кіреєва, М. М. Шаповалової визначає стійкість фінансової системи як такий стан динамічної фінансової системи, за якого вплив будь-яких шоків на фінансову систему (чи на окремі її елементи) не заважає їй забезпечувати ефективний перерозподіл фінансових ресурсів в економіці, функціонування платіжної системи, а також абсорбцію (амортизацію) шоків [101, с.47].

Автори також наводять перелік основних стратегічних орієнтирів, які мають реалізовуватись, у тому числі завдяки стійкому функціонуванню фінансової системи: забезпечення сталого економічного розвитку, підвищення рівня добробуту та соціальної захищеності населення, припинення демографічної та інтелектуальної деградації нації, а також недопущення негативного впливу на економіку динаміки цін на реальні та фінансові активи [101, с.47].

Спираючись на підходи авторитетних вчених, щодо визначення сталості (стійкості) фінансової системи, можемо стверджувати, що СР фінансової системи є запорукою СР економіки. Проте, в умовах високої самоорганізації, автономності, самодостатності та відриву фінансової системи від реальної економіки, виконання нею своїх первинних функцій не відбувається повною мірою.

Опис відриву фінансового сектору від реального набув детального розгляду у працях І. Левіної [71], Л. Даниленко [36], П. В. Суворова [159], І. Лютого, С.



Міщенко [88]. Пояснення механізму випереджаючого розвитку фінансової системи знаходимо і в гіпотезі відриву (decoupling hypothesis), яка була сформульована Л. Менкоффом і Н. Тольксдорфом [240].

Не ставлячи за мету провести повний аналіз усіх праць, присвячених процесам фінансиалізації економічного простору, підкреслимо, що роль фінансової складової в економіці стає гіпертрофованою – з обслуговуючої вона перетворюється на самостійну, яка не створює реальної вартості, а функціонує за рахунок так званого фіктивного фінансового капіталу, що є високоризиковим. При цьому, така фінансова система є нестійкою, і виникнення бульбашок у ній провокує кризові явища у реальному секторі.

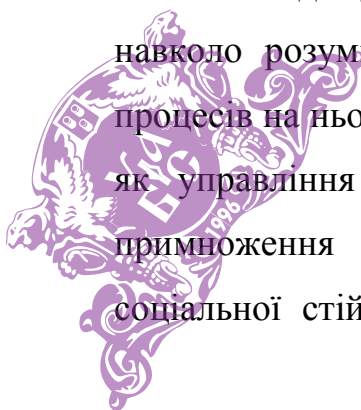
У таких умовах фінансування СР економіки утруднене, бо стикається з рядом проблем:

– виходячи зі зростання норми рентабельності у фінансовому секторі спостерігається вплив інвестицій з реального сектору, портфельні інвестиції переважають над прямими; переважання короткострокового фінансування над довгостроковим негативно впливає на економічну безпеку суб'єктів господарювання і державних утворень;

– розвиток ризикованих інструментів фінансового інжинірингу робить фінансову систему більш вразливою до різного роду шоків, які швидко поширюються в силу високої інтегрованості фінансового сектору та ефекту «зараження»;

– посилення дії фінансових криз та їх масштабів, подолання яких унеможливорює збільшення обсягів фінансування програм СР економіки.

Таким чином, розглядаючи концепцію СР як орієнтир розвитку людства у ХХІ ст. слід відзначити, що думки науковців і практиків фокусуються не лише навколо розуміння механізмів СР, але й впливу фінансових та економічних процесів на нього. За результатами системно-структурного аналізу, розуміючи СР як управління сукупним капіталом суспільства в інтересах збереження та примноження людських можливостей в межах економічної, екологічної та соціальної стійкості, які трактуються як раціональне управління виробничим,



природним капіталом і людським капіталом, визначено місце фінансового капіталу та механізму його інвестування у економіці СР. З урахуванням «економіки нульового розвитку» Г. Дейлі і правила Дж. Хартвіка було встановлено, що через механізми інвестування забезпечується безперервність функціонування економіки, а фінансовий капітал в економіці СР є важливим джерелом відтворення та поповнення інших видів капіталу. Історико-логічний підхід до аналізу концепції СР засвідчив важливість фінансової складової у її розвитку. Крім того, було встановлено, що існує ряд інструментів фінансування СР економіки, зокрема мобілізація ресурсів, вивільнення коштів, податкові надходження, альтернативні інструменти, покликані забезпечити достатній обсяг інвестицій у відповідні програми. Разом з тим, в умовах переходу фінансової системи до самодостатнього стану, відриву її від потреб реального сектору економіки, відбувається відволікання інвестиційних ресурсів з економіки та трансляція кризових явищ, які потребують переосмислення підходів до фінансування СР економіки.

1.3 Систематизація науково-методичних підходів до портфельного інвестування як інструменту фінансового забезпечення сталого розвитку економіки

Розвиток фінансового ринку в цілому та окремих його механізмів – портфельного інвестування зокрема, є базисом, функціональною основою досягнення цілей і завдань в економіці в межах концепції СР. Особливого значення процеси відновлення рівноваги на фінансових ринках та переосмислення їх ролі в економіці набувають у ході подолання наслідків світової фінансової кризи.

Фінансовий ринок України, характеризується браком ліквідності, обмеженістю використовуваних технологій та об'єктів портфельного



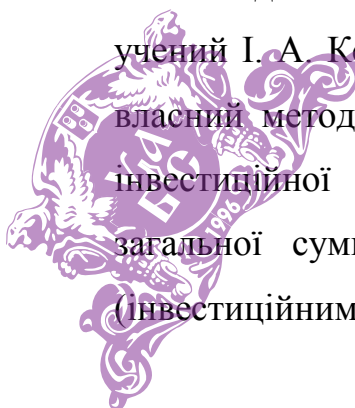
інвестування, не виконує покладених на нього функцій – забезпечення достатнім обсягом дешевих і довгострокових ресурсів економіки з метою підтримки її розбудови [194]. Необхідно підкреслити, що таке становище зумовлюється передусім недостатнім рівнем теоретичних розробок у сфері портфельного інвестування та фінансового забезпечення СР економіки (у порівнянні з мейнстримом світової фінансової науки), стимулів до розвитку соціально-відповідального портфельного інвестування. Звідси випливає необхідність узагальнення ключових портфельних теорій, що пояснюють поведінку інвесторів, систематизації категоріального апарату портфельного інвестування, класифікаційних характеристик інвестиційних портфелів та принципів здійснення інвестування в умовах СР економіки.

Звернувши увагу на визначення інвестицій згідно із Законом України «Про інвестиційну діяльність в Україні», за яким інвестиціями є всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (доход) або досягається соціальний ефект [122], зазначимо, що дане визначення враховує основні напрямки та мету здійснення інвестицій – стратегічне, портфельне та соціально-відповідальне, що деякою мірою узгоджується із концепцією СР.

З урахуванням обраного предмета дослідження та його мети зосередимось на портфельному інвестуванні та аналізі його концептуальних положень.

Авторським колективом підручника «Портфельне інвестування» ПІ розуміється як вкладення надлишкових (тимчасово вільних) коштів не в один, а у велику кількість інвестиційних об'єктів, генеруючи тим самим певну диверсифіковану їх сукупність [116].

Подібне визначення портфельного інвестування надає і відомий російський учений І. А. Кох: «портфельне інвестування – це багатоаспектне явище, яке має власний методологічний зміст, і одночасно виступає в ролі методу здійснення інвестиційної діяльності, що припускає обов'язковий і планований розподіл загальної суми інвестованих коштів між кількома об'єктами інвестування (інвестиційними активами)» [66].



Як бачимо основне завдання ПІ полягає у створенні для сукупності інвестиційних активів таких умов інвестування, які є недосяжними з позиції окремо взятого активу і можливі тільки при його поєднанні з іншими. Це передбачає досягнення найбільш оптимального поєднання для інвестора таких інвестиційних характеристик, як доходність, ліквідність та ризикованість [17].

Згідно з Податковим кодексом України портфельні інвестиції, поряд з прямими та реінвестиціями, визначаються як господарські операції, що передбачають купівлю цінних паперів, деривативів та інших фінансових активів за кошти на фондовому ринку або біржовому товарному ринку (пп.14.1.81 п.14.1 ст. 14 р. І ПКУ).

Основа та об'єкти наступного визначення портфельних інвестицій як господарських операцій, які передбачають придбання цінних паперів, деривативів та інших фінансових активів за кошти на фондовому ринку є доволі подібними до попереднього, проте А. А. Пересада та ін. обмежують склад таких інвестицій виключно операціями з купівлі активів як безпосередньо платником податку, так і пов'язаними з ним особами, в обсягах, які не перевищують 50 % загальної суми акцій, емітованих іншою юридичною особою [116, 107].

Відсутність права на участь в управлінні підприємством вирізняє портфельні інвестиції з поміж інших видів інвестицій на думку Т. В. Майорової, яка зазначає, що «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» [89].

Слід зауважити, що виокремлення портфельних інвестицій як окремого класу з-поміж інших видів інвестицій потребує додаткового аналізу. Насамперед, досить часто портфельні інвестиції протиставляються прямим.

Як зазначають автори підручника «Міжнародна торгівля й інвестиції», межа між прямими й портфельними інвестиціями багато в чому умовна, тому в різних країнах її кількісні параметри встановлюється по-різному. Звичайно, до прямих інвестицій відносять володіння більше ніж 10-20 % акцій іноземної компанії. У

США, наприклад, до прямих інвестицій формально відносять такі вкладення, коли інвестор має 10 % і більше власності фірми [103].

Серед міжнародних організацій, які намагались визначити межі прямих і портфельних інвестицій, варто виділити Організацію економічного співробітництва й розвитку (ОЕСР) і Міжнародний валютний фонд (МВФ).

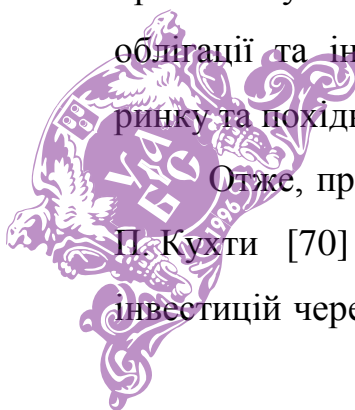
До прямих інвестицій, за визначенням МВФ, відносяться вкладення капіталу за кордоном у виробництво з метою забезпечення довгострокового інтересу шляхом надання права власності або вирішальних прав в управлінні іноземною компанією.

За рекомендацією ОЕСР (1996), прями закордонні інвестиції повинні трактуватися як вкладення в інкорпороване або неінкорпороване підприємство, у якому закордонний інвестор володіє 10 % і більше звичайних акцій або акцій із правом голосу інкорпорованого підприємства, або еквівалентною кількістю акцій неінкорпорованого підприємства.

Натомість, портфельні інвестиції розуміють як придбання за кордоном великих пакетів цінних паперів (акцій, облигацій та ін.), що не дають права на контрольний пакет. Як правило, вони являють собою суто фінансову операцію з придбання цінних паперів. За визначенням МВФ, портфельні інвестиції – це капітал, вкладений резидентом однієї країни в акції та боргові цінні папери підприємства в іншій країні з метою одержання доходів [103].

У Системі національних рахунків, яка використовується для складання платіжного балансу країни прями інвестиції поділяються на акціонерний капітал, реінвестовані доходи та інший капітал (кредити підприємствам прямого інвестування), а до портфельних інвестицій відносять цінні папери, що дають право на участь у капіталі, та боргові цінні папери, до складу яких входять облигації та інші довгострокові боргові цінні папери, інструменти грошового ринку та похідні фінансові інструменти.

Отже, проводячи уточнення категоріально апарату ПІ, ми поділяємо думку П. Кухти [70] щодо недоцільності протиставлення прямих та портфельних інвестицій через виокремлення цих видів за різними класифікаційними ознаками.



Оскільки прямі інвестиції виділяють за ознакою самостійності здійснення, передбачають безпосередню участь інвестора у виборі об'єктів вкладень, на відміну від непрямих, які здійснюються за допомогою та участю інвестиційних посередників, а портфельні виділяють за ознакою мети інвестування, поділяючи їх на стратегічні та власне портфельні. Характерною рисою стратегічних інвестицій є отримання владних повноважень і контролю за операційною та фінансовою діяльністю об'єкта вкладень за рахунок контрольного пакету акцій, а портфельних інвестицій – зростання суми вкладеного капіталу чи отримання поточного доходу без досягнення контролю за об'єктом інвестування.

У контексті зазначеного необхідно також навести визначення, надані Л. О. Примостокою. Автор відносить до фінансових інвестицій вкладення коштів у різноманітні фінансові інструменти, такі як цінні папери, депозити, цільові банківські вклади, паї, частки, вкладення в статутні фонди компаній, а до реальних – вкладення коштів у матеріальні та нематеріальні активи [117]. Як бачимо, можна провести паралель між портфельними та фінансовими інвестиціями та реальними і стратегічними. Отже, на відміну від існуючої практики, необхідно розмежовувати поняття стратегічних та портфельних інвестицій (табл.1.4) як альтернативних підходів до здійснення інвестиційної діяльності на фінансових ринках з урахуванням ознак порівняння.

Таблиця 1.4 – Порівняльна характеристика стратегічних (прямих) та портфельних інвестицій

Ознака	Стратегічні інвестиції	Портфельні інвестиції
1	2	3
Мета	Досягнення контролю	Отримання прибутку
Ступінь контролю	10-50 % голосів – значний вплив; понад 50 % голосів – контроль (владні повноваження)	До 10 % голосів – міноритарний вплив
Об'єкти інвестування	Насамперед матеріальні та нематеріальні активи,	Насамперед фінансові інструменти: цінні папери, депозити, похідні фінансові інструменти тощо

Продовження таблиці 1.4

1	2	3
Рівень ліквідності	Нижча	Вища
Прибутковість	Нижча	Вища
Ризикованість	Вища	Нижча
Строки окупності	Тривалі, обумовлені довгостроковим характером проектів	Переважно коротко- та середньострокові, довгострокові у окремих інституційних інвесторів
Рівень здійснення	Переважно мікроекономічний	Переважно макроекономічний
Роль для окремого суб'єкта господарювання	Створення первісної основи для функціонування та його подальшого забезпечення	Отримання додаткових ресурсів для фінансування окремих проектів
Роль в економіці	Пряме забезпечення розширення виробництва та відтворення ресурсів	Опосередковане, забезпечення розширення виробництва та відтворення ресурсів

Джерело: узагальнено автором

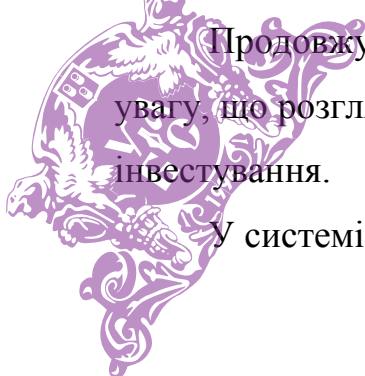
Необхідно підкреслити, що висока окупність, прибутковість, ліквідність та менша ризикованість сприяли значному поширенню портфельних інвестицій, випереджаючого зростання їх обсягів, появи нових об'єктів та стратегій у порівнянні із стратегічними інвестиціями.

Своєю чергою нарощування обсягів портфельних інвестицій зумовили «втечу капіталу» з реального сектору економіки у фінансовий, відрив останнього, суттєві дисбаланси у взаємодії фінансової сфери як надбудови зі своєю основою – реальною економікою, що врешті-решт втілилося у масштабні кризові явища, рецесію у економіці багатьох країн світу.

Остання теза свідчить на користь необхідності збалансування розвитку фінансової та економічної складових суспільного виробництва з метою СР.

Продовжуючи аналіз концептуальних положень ПІ необхідно звернути увагу, що розглянута сутність ПІ розкривається насамперед через перелік об'єктів інвестування.

У системі національних рахунків платіжного балансу компонент «портфе-



льні інвестиції» фінансового рахунку включає операції з акціями, іншими цінними паперами та похідними фінансовими інструментами, за винятком тих випадків, коли ці операції належать до прямих інвестицій чи резервних активів. Характерною рисою цих інструментів є те, що вони можуть вільно обертатися на фінансовому ринку.

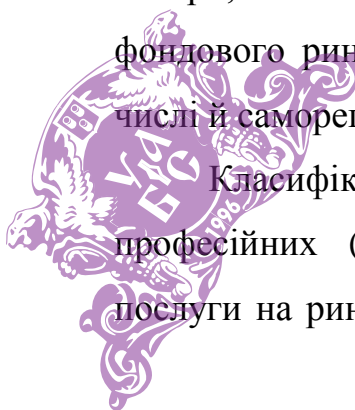
Науковці, що досліджують проблематику портфельних інвестицій аналізують такі об'єкти у розрізі наведених вище складових. На думку класика інвестиційної теорії Ф. Дж. Фабоцці об'єктами ПІ є високонадійні інструменти фондового ринку, які мають високе співвідношення доходу, що стабільно виплачується, і зростання курсової вартості [171, с. 65-90].

Склад об'єктів ПІ більш детально визначається як законодавством окремої країни, так і видами окремих цінних паперів та фінансових інструментів, що знаходяться в обігу на організованих майданчиках торгівлі та позабіржовому ринку.

Згідно ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок» в обігу на території України можуть знаходитися пайові цінні папери (акції, інвестиційні сертифікати, сертифікати ФОН), боргові цінні папери (облігації підприємств, державні облігації України, облігації місцевих позик, казначейські зобов'язання України, ощадні (депозитні) сертифікати, векселі), іпотечні цінні папери (іпотечні облігації, іпотечні сертифікати, заставні), приватизаційні цінні папери, похідні цінні папери, товаророзпорядчі цінні папери [126].

Подібний підхід також застосовується і щодо визначення складу учасників фінансового ринку. Так, згідно Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» учасниками ринку є емітенти або особи, що видали неемісійні цінні папери, інвестори в цінні папери, інституційні інвестори, професійні учасники фондового ринку, об'єднання професійних учасників фондового ринку, у тому числі й саморегулювні організації професійних учасників фондового ринку [126].

Класифікація О. М. Буреніна [19] передбачає поділ усіх учасників ринку на професійних (організації, що здійснюють посередницькі та консультаційні послуги на ринку, а також виступають у ролі активних гравців на ринку цінних



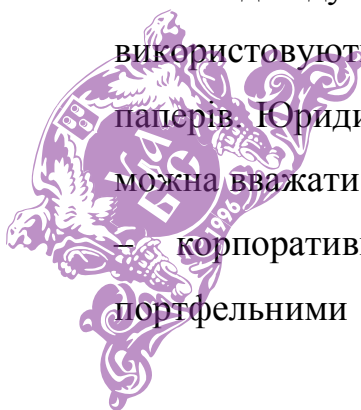
паперів і формують його інфраструктуру), а також юридичних й фізичних осіб, які виходять на ринок з метою тимчасового розміщення вільних коштів.

За підходом авторського колективу на чолі з В. С. Торкановським виділяють такі групи учасників ринку: основні (держава, муніципалітети, великі національні та міжнародні компанії); інституційні інвестори, тобто різні фінансово-кредитні інститути, що здійснюють операції із цінними паперами; індивідуальні інвестори (фізичні особи, а також власники невеликих підприємств венчурного бізнесу); професіонали ринку цінних паперів (брокери та дилери) [135].

Не ставлячи за мету наведення вичерпної характеристики усіх видів інвесторів, підкреслимо, що їх поділ на інституційних та індивідуальних є основоположним у західній теорії ПІ. Інституційні інвестори – це портфельні інвестори, які формують портфель цінних паперів на підставі фундаментального прогнозу поведінки їхніх котирувань у довготерміновому і середньотерміновому періодах, а потім керують цим портфелем. Зазвичай це фахівці, робота яких полягає в управлінні чужими коштами.

Автори підручника «Інвестиції» В. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейлі, поняття інституційні інвестори розглядають у широкому та вузькому сенсі [187]. У широкому сенсі «інституційні інвестори» – це фінансові посередники будь-якого типу. Таке визначення відокремлює їх від індивідуальних інвесторів, які володіють портфелем і безпосередньо отримують усі доходи з нього. Втім, у період зростання ролі інституційних інвесторів на американському ринку цінних паперів почали вирізняти також поняття інституційні інвестори у вузькому сенсі. В цьому разі до них належать пенсійні фонди, взаємні фонди, страхові компанії, а також трастові відділи банків, що здійснюють інвестиції [116].

Індивідуальні інвестори – це, насамперед, фізичні особи, які використовують власні заощадження з метою придбання різноманітних цінних паперів. Юридичних осіб, які з метою інвестування виходять на фінансові ринки можна вважати індивідуальними інвесторами, або за більш точною термінологією – корпоративними. Зазвичай інституційних інвесторів ототожнюють з портфельними у тій частині, у якій їх діяльність пов'язана зі здійсненням



операцій з об'єктами інвестування, що не має на меті отримання контролю над іншими підприємствами.

У такому випадку інвесторів називають, за аналогією до виду інвестування, стратегічними. На відміну від стратегічних інвесторів, портфельні інвестори орієнтуються на отримання доходу від об'єктів інвестування, що перебувають у їхніх портфелях.

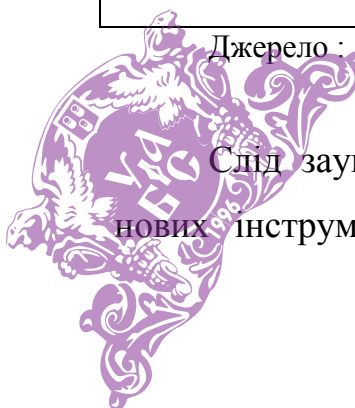
З погляду А. А. Пересади та ін. об'єкти ПІ концентруються у кредитному портфелі, портфелі цінних паперів та портфелі реальних проєктів. Залежно від такого поділу об'єктів з-поміж фінансових посередників виділяють різних суб'єктів ПІ (табл. 1.5).

Таблиця 1.5 – Поділ суб'єктів ПІ за його об'єктами

Об'єкти ПІ	Суб'єкти		
Кредитний портфель	Комерційні банки	Банківська система	
	Інвестиційні банки		
	Іпотечні банки		
	Банки розвитку		
Портфель цінних паперів	Інститути спільного інвестування	Парабанківська система	Інвестиційні консорціуми та фінансово-промислові групи
	Страхові компанії		
	Пенсійні фонди		
	Довірчі товариства		
	Кредитні спілки		
Портфель реальних проєктів	Підприємства	Суб'єкти господарювання реального сектору економіки	
	Корпорації		
	Холдинги		
	Асоціації		

Джерело : [116]

Слід зауважити, що в умовах глобалізації фінансових ринків, створення нових інструментів фінансового інжинірингу та виникнення альтернативних



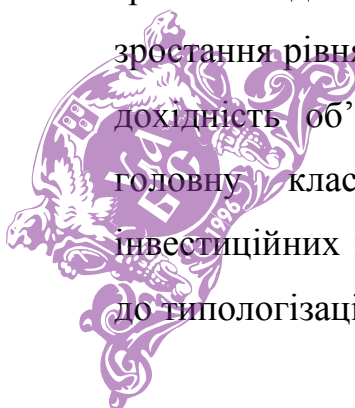
механізмів та об'єктів відповідального інвестування перелік їх потребує уточнення.

Поряд з цим, необхідно переглянути склад та функції суб'єктів ПІ, що здійснюють операції в умовах зміни парадигми фінансування економіки. Проте традиційно діяльність суб'єктів ПІ по відношенню до його об'єктів пов'язують з управлінням інвестиційним портфелем. У своєму найпростішому трактуванні портфель – це набір фінансових активів, яким володіє інвестор [134]. У світовій практиці під портфелем цінних паперів (інвестиційним портфелем) розуміють інтегровану сукупність цінних паперів, яка належить юридичній або фізичній особі, що являє цілісний об'єкт управління [222].

Визначення інвестиційного портфелю вітчизняними науковцями: як «цілеспрямовано сформованої сукупності інвестиційних активів (реальних або фінансових інвестицій), що належать фізичній або юридичній особі (або декільком особам на правах пайової участі), який являє собою цілісний об'єкт управління для реалізації попередньо розробленої стратегії, що визначає інвестиційну мету» [17] підкреслює важливість відповідності інвестиційних цілей, обраної стратегії інвестування та структури портфелю. Серед таких інвестиційних цілей традиційно називають:

- забезпечення ліквідності портфелю,
- мінімізація інвестиційних ризиків,
- максимізація доходу,
- зростання капіталу.

При цьому, варто зазначити, що одночасне досягнення кожної з них не видається можливим: приріст вартості капіталу зазвичай потребує відмови від зростання доходу за портфелем; зростання доходу автоматично призводить до зростання рівня інвестиційних ризиків; забезпечення ліквідності виключає високу дохідність об'єктів інвестування тощо. Постановка вказаних цілей визначає головну класифікаційну ознаку, за якою здійснюється розмежування інвестиційних портфелів – його тип. У портфельній теорії існують різні підходи до типологізації інвестиційних портфелів (табл. 1.6).



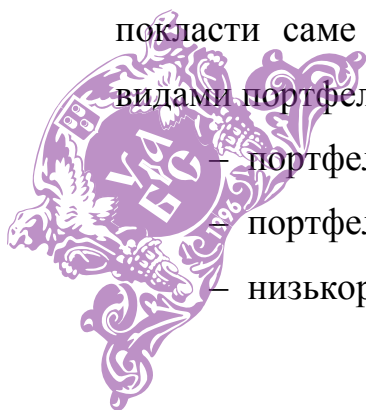
Таблиця 1.6 – Класифікація інвестиційних портфельів за типами

Тип портфелю / Автор	А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко	В. М. Гриньова	Л. Л. Ігоніна	О. К. Малюгін	І. В. Борщук	І. М. Боярко	Д. Л. Циганюк
Портфель доходу	+	+	+	+	+	+	+
Портфель зростання	+	+	+	+	+	+	+
Венчурний портфель	+					+	
Збалансований портфель (стабільний)	+	+		+	+	+	+
Гарантійний портфель	+					+	
Незбалансований портфель	+					+	
Портфель, що вимагає диверсифікації	+					+	
Портфель ризикового капіталу		+					
Спеціалізований портфель		+			+		
Консервативний портфель			+				
Портфель високоліквідних об'єктів			+				

Джерело [116, 52, 45, 90, 16, 17, 180]

На нашу думку, за основу поділу інвестиційних портфельів за типами варто покласти саме розглянуті альтернативні цілі інвестування. Звідси основними видами портфельів необхідно вважати:

- портфель зростання;
- портфель доходу;
- низькоризиковий портфель;



– високоліквідний портфель.

Включення до цього класифікаційного поля інших типів портфелів, збалансованого, гарантійного, венчурного та ін. вважаємо недоцільним через суміщення та плутанину в ознаках. Детальну класифікацію інвестиційних портфелів за різними ознаками наведено у додатку Г.

Аналіз наведених класифікаційних ознак дозволяє зробити висновок щодо їх перетину для окремо взятого інвестора та множинність таких класифікацій. Крім того, на нашу думку, зазначені класифікаційні ознаки інвестиційних портфелів повинні бути доповнені такою ознакою як обрані інвестором стратегії управління ризиком, ліквідністю і доходом. Виходячи з даної ознаки пропонуємо виділяти:

- хеджевий портфель – відповідає консервативним стратегіям, направленими на мінімізацію ризиків та підтримання стабільних темпів доходу;
- спекулятивний (арбітражний) відповідає агресивним стратегіям зростання доходу за високого рівня ризиків;
- комбінований – портфель, що враховує різні напрями діяльності інвестора як в частині отримання прибутку, так і забезпечення захисту від надмірних ризиків.

Незважаючи на обрану інвестиційну стратегію та створений виходячи з поставлених цілей вид портфелю, процес його формування має відбуватись з урахуванням напрацьованих в теорії ПІ принципів (табл. 1.7).

Таблиця 1.7 – Принципи ПІ

Принцип	Класичне трактування
1	2
Диверсифікації	Формування структури інвестиційного портфелю з різних об'єктів інвестування з метою підвищення дохідності і надійності та зниження ризику
Оптимізації співвідношення дохідності, ліквідності та ризику	Дотримання пропорцій між прийнятим рівнем ризику, рівнем ліквідності і дохідності портфелю з метою забезпечення платоспроможності та стійкості інвестора

1	2
Забезпечення реалізації обраної інвестиційної політики	Відповідність обраного типу портфелю цілям інвестиційної політики та напрямам реалізації інвестиційної стратегії з метою їх узгодження, планомірності виконання
Забезпечення відповідності обсягу, структури і строковості портфелю інвестиційним ресурсам	Досягнення взаємозв'язку між обсягом, структурою та строковістю портфелю та відповідними характеристиками ресурсів з метою їх збалансування
Забезпечення належного управління портфелем	Врахування певних обмежень у строках, ресурсах, видах об'єктів інвестування з метою досягнення контрольованості основних параметрів портфелю

Джерело: доповнено автором на основі [47, 45]

Теоретичною надбудовою, методологічним узагальненням розглянутих підходів до П, його класифікаційних ознак та принципів є портфельна теорія. І. А. Кох пропонує трактування портфельної теорії як сукупності принципів підходів до формування інвестиційного портфеля, а також економіко-математичних моделей, що дозволяють формалізувати процес визначення складу і структури портфеля, що відповідає вимогам конкретного інвестора [66].

Аналіз значної кількості наукових джерел з питань розвитку фінансової думки дозволяє провести систематизацію основних портфельних теорій, які є домінуючими на світовому рівні (додаток Д).

Традиційно, більшість з дослідників портфельних теорій авторство першої з них віддають нобелівському лауреату Г. Марковіцу, видана у 1952 році праця «Вибір портфелю» («Portfolio selection») започаткувала нову еру у аналізі поведінки інвесторів та інвестуванні як виді діяльності, заснованій на раціональності інвесторів та можливості управляти портфелем на основі його диверсифікації.

Розроблені на основі портфельної теорії Г. Марковіца підходи Дж. Тобіна, Дж. Лінтнера, Я. Моссіна, Дж. Трейнора, Ю. Фама неодноразово критикувались у працях Е. Бріггема, Л. Гапенські [204], Р Ролла [253], С. Росса [254] та ін. дослідників. Так, гіпотеза ефективності ринку, розвинута Ю. Фамою [219], і до

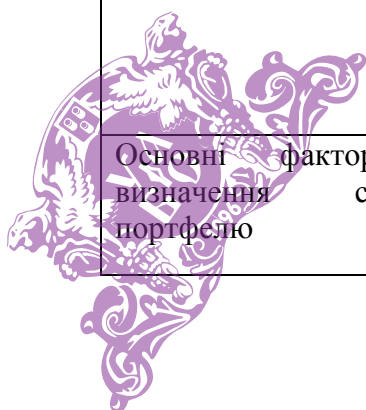
сьогодні протиставляється гіпотезі фрактальності ринку Б. Мандельброта [236], Е. Петерса [247], яка покладає в основу функціонування ринку його мультифрактальну структуру з різних за довжиною інвестиційних горизонтів учасників. Твердження про раціональність цих учасників відкидається концепціями поведінкових фінансів Д. Канемана, А. Тверські [232] та ін.

Нетрадиційністю підходів до пояснення механізмів ПІ вирізняються моделі «переосмислення», які доповнюють вищезазвані моделі нелінійної парадигми у фінансах та виникли у відповідь на поширення кризових явищ на фінансових ринках і неспроможність існуючих моделей їх пояснити. Прикладами таких теорій є теорії Н. Талеба [264], Дж. Сороса [146] та ін.

Необхідно зауважити, що первісно портфельна теорія базувалась на загально визнаних постулатах (гіпотезах), що виступають передумовами її розвитку з часів Г. Марковіца. Проте, з урахуванням останніх кризових явищ, поглиблення розуміння структури та підходів до функціонування фінансових ринків та особливостей здійснення інвестування в нових умовах, відображених у новітніх теоріях нелінійної парадигми, вказані постулати потребують перегляду та нового трактування (табл. 1.8).

Таблиця 1.8 – Класичні та сучасні теорії в поясненні особливостей ПІ

Постулат	Класична портфельна теорія	Сучасні портфельні теорії
1	2	3
Раціональність інвестора	Інвестори завжди раціональні щодо прийняття рішень	Ірраціональність інвесторів та їх очікувань визначає стан ринку
Терпимість до ризиків	Усі інвестори мають однаковий рівень терпимості до ризиків	Кожен з інвесторів має власний інвестиційний горизонт, що характеризує його схильність до ризиків
Основні фактори для визначення структури портфелю	Очікувана дохідність портфелю та стандартне відхилення	Багатофакторні моделі



1	2	3
Функція розподілу доходності на ринку	Нормальний розподіл	«Важкі хвости» у розподілі
Міра ризику	Стандартне відхилення і кореляція між різними активами	Принципи диверсифікації не виконуються в умовах високої корельованості різних активів
Ефективність ринку	Ринок ефективний (раціональний), існує можливість описати його поведінку за допомогою економіко-статистичних моделей	Через численні аномалії та дисбаланси у розвитку ринку його ефективність є точковим станом, який доволі важко описується за допомогою стандартного математичного апарату
Податкові, соціальні, екологічні та ін. наслідки	Не беруться до уваги	Відіграють значну роль, оскільки фінансові ринки інтегровані у господарський механізм

Джерело : розробка автора

Коментуючи вказані постулати, варто підкреслити, що з появою нових видів об'єктів ПІ, зокрема, похідних фінансових інструментів, структурованих продуктів, та ін. фінансових конструкцій за допомогою яких можливе управління ризиками, існуючі класичні моделі не мали достатнього математичного апарату для прогнозування їх поведінки.

Крім того, з'явилися нові види ризиків, які не враховувалися у цих моделях, а теза щодо необхідності диверсифікації заперечується неочікуваною кореляцією між різними видами активів.

До прикладу, банкрутство хеджевого фонду Long Term Capital Management, що був в управлінні нобелівських лауреатів М. Шоулза і Р. Мертона, у серпні 1998 р. було спричинено раптовою корельованістю усіх його позицій [60] і завдало інвесторам збитків на 4,6 млрд. дол.

Варто також зазначити, що практичного підтвердження в останню фінансову кризу набула гіпотеза Х. Мінські, за якою у період економічного підйому інвестори і позичальники схильні до сприйняття більшого ризику, що веде до збільшення частки спекулятивних учасників і ще більшого збільшення частки «Понці» - фінансування відносно частки хеджевих учасників ринків [8].

Подібні приклади свідчать про необхідність перегляду теоретичних портфельних конструкцій, що лежать в основі фінансування сучасних фінансових ринків, на користь запобігання кризовим явищам на них і забезпечення СР економіки. Одним із таких шляхів подальшого розвитку портфельних теорій є поява окремого напрямку у фінансовому забезпеченні економіки з урахуванням екологічної та соціальної складової – соціально-відповідального інвестування, інвестування у СР.

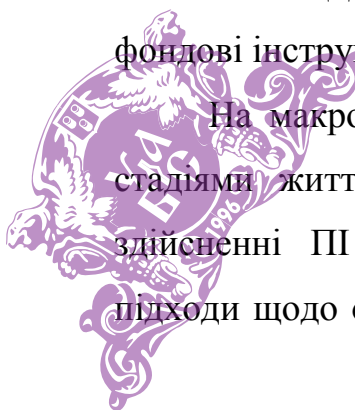
Проте, на сьогодні відсутні єдині і деталізовані підходи до його здійснення в цілому і до формування дієвого механізму такого інвестування, націленого на потреби СР економіки, зокрема.

Крім розгляду портфельних теорій, що набули світового поширення, на особливу увагу заслуговують і здобутки російських та вітчизняних учених у цій сфері.

Так, Х. Д. Ісаєвою обґрунтовані ключові елементи управління ПІ, які включають оцінку пріоритетів інвестиційної політики, виявлення короткострокових і довгострокових потреб інвестора, аналіз очікуваної кон'юнктури при створенні конкретного портфеля, виконання плану формування портфеля цінних паперів, дослідження відповідності потреб інвестора мінімально заданому ризику [49], Н. А. Петербурзькою у цьому контексті розроблено класифікацію етапів формування портфелю цінних паперів та комплекс рекомендацій за кожним з них з урахуванням стану фондового ринку [110].

На макрорівні особливості здійснення ПІ на ринках, що формуються, та методика оцінки ризиків інвестиційних портфелів і ефективності управління ними в умовах нестабільності детально відображені у праці О. Г. Бакатанова [5], а положення щодо створення раціонального механізму стратегічного розвитку ПІ у фондові інструменти розвинуті Я. В. Самойловою [139].

На макрорівні методичні розробки щодо планування, функціонування (за стадіями життєвого циклу), контролю інвестиційно-фінансових проектів при здійсненні ПІ окремими підприємствами здійснені М. Ю. Лосєєвим [87], а підходи щодо оцінки інвестиційної привабливості підприємств у ході ПІ (оцінка



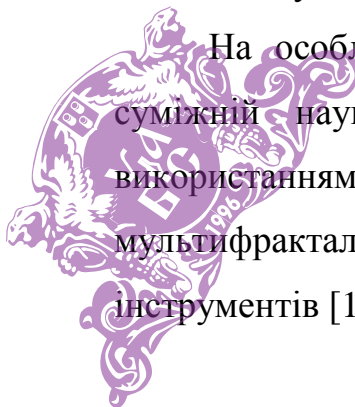
чутливості інвестиційної привабливості, галузевий підхід, алгоритм вибору об'єктів П) розвинуті К. П. Селянином [143].

З точки зору застосування математичних методів та моделей означена проблематика розглядається у працях А. Ю. Середи [144] (використання моделі VaR у портфельному інвестуванні) та О. А. Ратушної [129] (методика формування інвестиційного портфелю з ризик-випереджаючою дохідністю та модифікація моделі В. Шарпа з альтернативними рівнями дохідності).

Глибинним підходом до розробки теми та методологічним рівнем отриманих результатів вирізняються докторські дисертації І. А. Коха [66], яким було розроблено концептуальні основи П з урахуванням специфіки російського ринку цінних паперів, багатофакторну модель формування інвестиційного портфелю та індивідуальні методики для портфельних інвесторів, зокрема, з урахуванням рівня ліквідності цінних паперів, та А. Х. Каранашева [55], який розвинув стохастичний підхід до портфельного інвестиційного процесу на фондовому ринку, що враховує стохастичну динаміку ціни ризикованих активів, еволюцію параметрів цього ринку та дозволяє побудувати оптимальний портфель з урахуванням хеджевої та спекулятивної його складових.

Серед українських науковців, до сфери наукових інтересів яких входить П, слід назвати І. В. Борщук [16] (здобутки у сфері управління та підвищення ефективності портфелю банківських установ), О. К. Малютіна [90] (методи управління ризиками при портфельному інвестуванні із застосуванням динамічного хеджування та трансфертних опціонів), Д. Л. Циганюка [180] (концептуальні засади формування системи управління портфелю цінних паперів інститутів спільного інвестування та механізм узгодження параметрів ресурсної бази інститутів).

На особливу увагу заслуговують досягнення А. В. Рябушенка, який у суміжній науковій царині здійснює системне моделювання задач П з використанням методів фінансової інженерії, моделі випадкового середнього та мультифрактальної волатильності до оцінювання вартості похідних фінансових інструментів [137].



Однак, слід зауважити, що розглянуті праці з урахуванням вирішуваних ними завдань дають відповіді на питання ПІ, які не співвідносяться з проблематикою СР економіки.

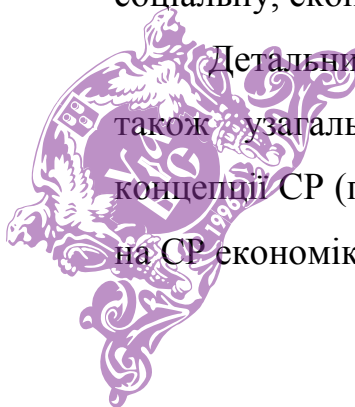
У цьому контексті опосередковано може бути взята до уваги праця І. І. Конєвої, у якій здійснено розгорнуте обґрунтування застосування фінансових інструментів ПІ екологізації агропромислового виробництва [62], проте з впевненістю можна констатувати, що комплексного підходу щодо здійснення ПІ з метою підтримання СР економіки поки що не розвинуто. Як показав аналіз праць, присвячених тематиці СР економіки (підрозділи 1.1, 1.2), вони мають подібні обмеження у частині неврахування місця і ролі механізмів ПІ у цій концепції.

Крім того, провівши висвітлення портфельної теорії у сучасному ракурсі в цілому та у контексті здобутків її окремих концепцій і гіпотез необхідно зробити висновки щодо недостатнього висвітлення в них питань визначення місця, ролі та функцій суб'єктів ПІ у забезпеченні СР економіки, класифікації об'єктів ПІ з урахуванням бурхливого розвитку фінансового інжинірингу, формування системи принципів здійснення ПІ у нових фінансово-економічних умовах та застосування новітніх механізмів соціально-відповідального ПІ, інвестування у СР.

1.4 Вплив портфельного інвестування на сталий розвиток економіки

Необхідність встановлення та обґрунтування взаємозв'язку ПІ та СР обумовлена виключною важливістю визначення напрямів та сили цього впливу на соціальну, економічну та екологічну складові такого розвитку суспільства.

Детальний розгляд науково-методичних підходів до ПІ (підрозділ 1.3), а також узагальнення методичної бази фінансового забезпечення реалізації концепції СР (підрозділ 1.2) апіорі засвідчують наявність позитивного впливу ПІ на СР економіки.



Проте залишається невирішеним і набуває особливого значення питання щодо формалізації щільності та напрямку такого впливу, передусім з урахуванням розгалуженої системи та значної кількості індикаторів СР, що ілюструють ту чи іншу складову і мають різну інтерпретацію.

Перш ніж перейти до розробки безпосереднього методичного підходу щодо оцінювання впливу ПІ на СР економіки, вважаємо за доцільне навести короткий огляд таких індикаторів.

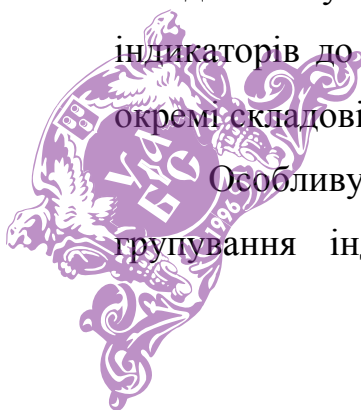
Вперше на необхідності їх розробки було наголошено у «Порядку денному на ХХІ століття», прийнятому на Конференції ООН з навколишнього середовища і розвитку, що відбулася у Ріо-де-Жанейро у 1992 р. У 40-му розділі цього документа («Інформація для прийняття рішень») зазначено: «З метою створення надійної основи для процесу прийняття рішень на всіх рівнях і сприяння полегшенню саморегульованої стійкості, комплексних екологічних систем і систем розвитку необхідно розробити показники сталого розвитку» [198].

Потреба у розробці цих показників продиктована необхідністю формування інформаційного забезпечення СР міжнародного, національного та локального рівнів, управління процесом впровадження концепції СР держав, контролю за досягненням його цілей та оцінки ефективності тих чи інших інструментів (у т.ч. й фінансових).

Слід зауважити, що процес розробки показників (індикаторів) СР включений до програми дій багатьох світових організацій, таких як ООН, Світовий Банк, Організація країн економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) та ін. Не залишаються осторонь і освітні та громадські установи.

Нами було проаналізовано ключові індикатори СР, запропоновані наведеними установами (табл. 1.9) та було зроблено висновок про належність індикаторів до однієї з класифікаційних груп – індикатори, що характеризують окремі складові СР та системи індикаторів, що охоплюють усі складові СР.

Особливу увагу варто звернути на той факт, що вказані підходи до групування індикаторів повною мірою узгоджуються з обґрунтованою у



підрозділі 1.1 триединою структурою концепції СР і призначені для ілюстрації або окремих її складових, або усіх складових у сукупності.

Таблиця 1.9 – Існуючі індикатори СР

Індекс (система)	Розробник	Методологія	Складова СР
Індикатори, що характеризують окремі складові СР			
Індекс глобальної конкурентоспроможності	World Economic Forum	3 категорії, 12 індикаторів	Економічна
Індекс економічної свободи	Heritage Foundation	10 індикаторів	
Індекс екологічної керованості	Єльський та Колумбійський університети	2 категорії, 25 індикаторів	Екологічна
Індекс якості життя	International Living	9 індикаторів	Соціальна
Індекс людського розвитку	United Nation Development Program	3 категорії, 12 індикаторів	
Системи, що охоплюють усі складові СР			
Індикатори СР	Комісія зі сталого розвитку ООН	4 типи, 134 індикатори	Усі складові
Індикатори світового розвитку	Світовий банк	6 розділів, 550 індикаторів	
Екологічні індикатори	Організація економічного співробітництва та розвитку	4 типи, 40 -50 ключових індикаторів	
Індикатори для поліпшення управління природокористуванням у Центральній Америці	Світовий банк, Програма ООН з захисту навколишнього середовища та Міжнародний центр тропічного сільського господарства	4 типи, 11 індексів, 68 базових індикаторів і 114 додаткових індикаторів у вигляді геоінформаційних систем	

Джерело : складено і доповнено автором на основі [44, 229, 162]

Проведений аналіз різних систем та індикаторів СР є підґрунтям до формулювання гіпотези цього підрозділу нашого дослідження, чи існує взаємозв'язок між показниками, що ілюструють динаміку та обсяги ПІ, та показниками, що вважаються загальноприйнятими індикаторами СР економіки.

Для перевірки даної гіпотези та формалізації впливу ПІ на СР економіки методика економіко-статистичних розрахунків пропонуємо застосувати в рамках дворівневого підходу, який передбачає: на першому рівні – розрахунок індексу сталості ПІ; на другому рівні – оцінювання кореляції між обсягом чистих ПІ в пайові інструменти та індикаторами сталості економіки країни. Зазначений підхід необхідно реалізувати у такій послідовності:

1) Перевірити з використанням статистичної методології чи можна вважати ПІ інструментом фінансового забезпечення СР економіки;

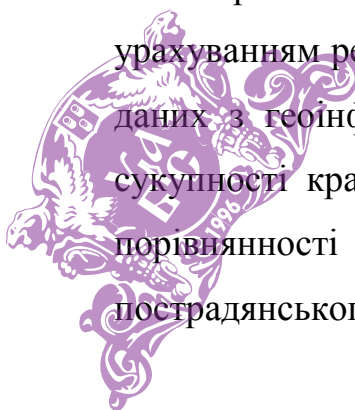
2) Визначити масштаб дослідження, період, джерело даних, конкретні показники та сформулювати їх вибірку;

3) Провести узагальнений аналіз впливу ПІ за окремими групами країн світу та інтегральними індикаторами СР (світовий досвід);

4) Провести аналіз впливу ПІ для України (національний досвід).

На першому етапі аналізу на основі розрахунку індексу сталості портфельних інвестицій проводиться перевірка стабільності їх впливу протягом аналізованого періоду, тобто чи може зазначений вид інвестицій бути використаний для фінансування потреб СР, а чи формування їх обсягів має значні коливання та не може бути основою для такого фінансування. Показники обсягів портфельних інвестицій за різними країнами світу були взяті із бази даних Міжнародного валютного фонду.

Крім того, класифікаційний поділ країн за рівнем їх СР проведемо з урахуванням результатів моделі вимірювання СР, розробленої у Світовому центрі даних з геоінформатики та СР [44]. Зазначений поділ дає змогу виділити із сукупності країн світу по-перше країни-лідери СР, і по-друге, для досягнення порівняльності та співставності показників – країни BRICS та країни пострадянського простору (NIS), у т.ч. й Україну.



Індекс (коефіцієнт сталості) має суттєву перевагу щодо можливості співставлення сталості портфельних інвестицій за різними за рівнем СР країнами. В абсолютному вираженні таке співставлення недоцільне з економічної точки зору.

Крім того, розрахунок коефіцієнту варіації i , відповідно, коефіцієнту сталості за згладженими рівнями даних дає змогу нівелювати той факт, що зазвичай, вони розраховуються у цілому за увесь період, однак це не дає змоги дослідити динаміку сталості.

Для усунення цього недоліку використовують ковзні показники, які розраховуються в межах обраного інтервалу згладжування за методом ковзної середньої за допомогою середньоквадратичного відхилення (1.1), середнього значення ряду, коефіцієнту варіації (1.2).

$$\sigma_x = \sqrt{\frac{\sum (x_i - \bar{x})^2}{n}} \quad (1.1)$$

$$V = \frac{\sigma_x}{\bar{x}} \quad (1.2)$$

де σ_x – середньоквадратичне відхилення;

x_i – рівень ряду (інтервалу згладжування);

\bar{x} – середнє значення з рівнів ряду (рівнів інтервалу згладжування);

n – число рівнів ряду;

V – коефіцієнт варіації.

Взаємозв'язок між коефіцієнтом варіації та індексом (коефіцієнтом) сталості виражається за допомогою формули 1.3.

$$S = 100 - V \quad (1.3)$$



Розрахунок індексу сталості за такою методикою надає перевагу в простоті інтерпретації отриманих результатів. Відомо, що критичне значення коефіцієнту варіації становить 33 %, що вказує на неоднорідність розподілу досліджуваної сукупності. Таким чином, значення коефіцієнту сталості, що перевищують 67% вказують на сталість досліджуваного показника та динаміки його зміни.

Розрахунки індексу сталості ІІ для країн, що обіймають лідируючі позиції з досягнення СР (табл. 1.10), дають змогу зробити наступний висновок: перманентні темпи зростання обсягів портфельних інвестицій в економіку цих країн можуть мати опосередкований вплив на формування середовища для СР.

Єдиним виключенням з цієї тези є Ісландія, інтерпретація індексу сталості портфельних інвестицій для якої заслуговує на особливу увагу.

Таблиця 1.10 – Індекс сталості ІІ за країнами-лідерами зі СР за трирічними ковзними за 2002-2011 рр., %

Рік	Країна-лідер (у порядку спадання)									
	Швеція	Нова Зеландія	Ісландія	Австралія	Норвегія	Швейцарія	Фінляндія	Канада	Люксембург	Данія
2002	76,9	72,4	61,3	74,1	71,0	83,0	67,5	84,1	73,6	76,4
2003	70,2	73,4	47,3	70,2	74,4	81,3	68,1	77,3	73,0	64,5
2004	83,3	86,2	46,4	78,8	79,4	92,8	81,6	81,1	84,1	78,4
2005	80,5	94,9	46,2	73,1	68,7	90,0	77,7	74,3	78,6	81,9
2006	76,9	86,9	49,9	65,8	68,4	81,3	75,4	75,7	78,1	79,1
2007	80,2	84,2	42,2	75,9	88,4	89,2	82,7	76,3	85,4	86,6
2008	80,4	81,2	13,1	77,4	88,1	90,4	82,4	76,1	85,5	86,3
2009	79,3	70,8	87,1	71,2	83,5	89,4	78,0	78,5	85,5	83,6
2010	92,2	86,9	95,6	89,7	92,9	98,0	91,7	89,7	96,0	95,5
2011	92,7	90,4	90,3	91,7	88,2	95,5	91,7	90,7	93,3	91,2

Джерело: розрахунки автора за даними Міжнародного валютного фонду [271]

Маючи високі показники СР, на період світової фінансової кризи Ісландія показала різке зниження індексу сталості до 13,1 %. Проте цьому зниженню існує

об'єктивне і логічне пояснення: у 2008 р. Ісландія опинилася серед найбільш постраждалих від кризи європейських країн та на грані дефолту, ряд найбільших банків було націоналізовано, а валютний курс крони за різними оцінками впав від 60 до 85 % відносно євро.

Подібні розрахунки для групи країн BRIC (табл. 1.11), підтверджують той факт, що портфельні інвестиції не є сталим інструментом фінансування розвитку цих країн через значні коливання обсягів ПІ від їх усереднених значень.

Так, Росія та Індія демонструють від'ємні значення цього показника, що свідчить про значний розкид рівнів ПІ за роками.

Таблиця 1.11 – Індекс сталості ПІ за країнами групи BRIC за трирічними ковзними за 2002-2011 рр., %

Рік	Країна			
	Бразилія, 34 місце	Росія, 56 місце	Індія, 101 місце	Китай, 81 місце
2002	87,6	68,6	–	70,9
2003	94,7	59,2	–	65,2
2004	88,9	30,7	-18,7	80,4
2005	74,1	41,7	-21,5	71,2
2006	55,1	-28,8	40,9	59,9
2007	71,8	26,6	79,8	67,0
2008	72,3	73,2	79,9	68,8
2009	46,5	65,3	88,4	64,9
2010	67,4	61,2	92,9	89,5
2011	88,1	88,9	90,1	87,3

Джерело: розрахунки автора за даними Міжнародного валютного фонду [271]

Серед розглянутих пострадянських країн (табл. 1.12) слід відмітити Латвію та Естонію: портфельні інвестиції в цих країнах, що мають досить високі показники СР, демонструють значення, які постійно перевищують 67 %, на відміну від Росії, Казахстану та України.

Таблиця 1.12 – Індекс сталості III за країнами групи NIS за трирічними ковзними за 2001-2012 рр., %

Рік	Країна				
	Латвія, 23 місце	Росія, 56 місце	Казахстан, 67 місце	Україна, 73 місце	Естонія, 26 місце
2002	–	68,6	2,6	81,0	76,9
2003	–	59,2	43,1	71,7	77,9
2004	–	30,7	59,5	44,5	78,9
2005	–	41,7	40,5	60,0	79,9
2006	–	-28,8	47,6	66,2	80,9
2007	67,8	26,6	77,4	48,1	81,9
2008	71,0	73,2	83,3	42,1	82,9
2009	76,7	65,3	81,1	65,9	83,9
2010	68,0	61,2	91,4	80,5	84,9
2011	80,6	88,9	81,1	61,6	85,9

Джерело: розрахунки автора за даними Міжнародного валютного фонду [271]

Проведені розрахунки узагальнено на основі показника розмаху індексу сталості III (різниця між максимальним та мінімальним значенням індексу за окремою групою країн) та подамо на рис. 1.5.



Країни BRIC

Країни - лідери

Країни NIS

Рисунок 1.5 – Розмах індексу сталості III за період 2001-2012 рр., %

Джерело : побудовано за розрахунками автора



Як бачимо, значна варіація цього показника притаманна передусім країнам, що лише знаходяться на етапі переходу до СР, зокрема Індії (114,4 %), Росії (102,0 %), Казахстану (88,8 %).

Індекси сталості ПІ країн-лідерів та більш розвинених країн у інших аналізованих групах – ПАР, Бразилія, Латвія, Естонія знаходяться в межах своїх критичних значень, а їх розмах не є суттєвим. Щодо України, то цей показник 38,9 % свідчить про відносну непередбачуваність впливу ПІ на економічні процеси.

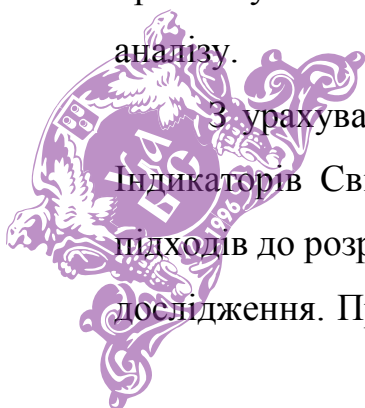
Таким чином, спираючись на результати проведених розрахунків індексу сталості ПІ залежно від рівня розвитку країн можна зробити припущення про наявність впливу ПІ на СР та продовжити перевірку сформульованої гіпотези.

На другому етапі запропонованої методики визначення масштабу дослідження полягає у виборі країн (групи країн) на основі яких буде проводитися аналіз взаємозв'язку. У цьому контексті пропонуємо використовувати показники усіх країн світу, розподілених на загальноприйняті групи за рівнем доходу.

Зазначена класифікація здійснюється Світовим банком на основі Атласного методу: до групи країн з низьким доходом відносяться країни з доходом на душу населення 1035 дол. США чи менше; до країн з доходом нижче середнього (куди, до речі, потрапляє і Україна) – країни з рівнем доходу 1036 – 4085 дол. США; до країн з доходом вище середнього – країни з рівнем доходу 4086 – 12615 дол. США; і до країн з високим рівнем доходу – країни з 12616 дол. США на душу населення.

Щодо періоду дослідження, необхідно зазначити, що визначення часового проміжку аналізу тісно поєднується з вибором джерела даних та показників для аналізу.

З урахуванням того, що найбільш повною і детальною є статистична база Індикаторів Світового розвитку, а єдність статистичної методології відбору та підходів до розрахунку показників для нас є значимою, її було покладено в основу дослідження. При цьому необхідно зауважити той факт, що більшість показників



за різними країнами доступні починаючи 1975 р. і до 2011 р., саме цей часовий проміжок було обрано за період дослідження.

Що стосується відбору показників, наша увага була зосереджена на тих поелементних індикаторах СР економіки, які містяться у базі даних щодо досягнення Цілей розвитку Тисячоліття (Millenium Development Goals) [242], а саме:

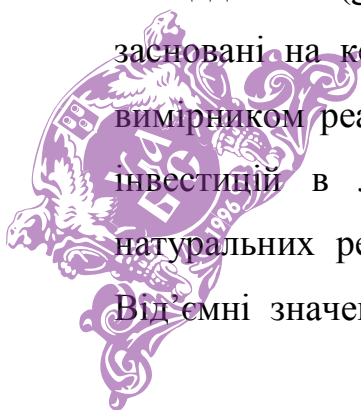
- Чисті скориговані заощадження;
- Валовий національний дохід на душу населення;
- Валове формування капіталу;
- Валовий національний продукт.

Третій етап включає визначення тісноти та напряду впливу ПІ на СР економіки на основі кореляційного аналізу. На четвертому етапі аналогічні статистичні процедури передбачені для розгорнутої групи показників, що характеризують СР України.

Насамперед, варто зазначити, що спроби сформувавши єдиний інтегральний індикатор СР здійснюються постійно, проте нашо вхуюються на значні труднощі, пов'язані з виробленням єдиного підходу до агрегації даних, що різнобічно і у всеохоплюючий спосіб характеризують кожену складову СР.

Показником, що на цей час може претендувати на роль інтегрального індикатора СР, на нашу думку, можна вважати показник чистих скоригованих заощаджень Світового банку.

Заощадження виступають ключовою категорією у концепції СР економіки, яка орієнтована на захист майбутніх поколінь. Саме вони лежать в основі майбутнього економічного зростання і добробуту. Скориговані чисті заощадження (genuine (domestic) savings), «істинні» або «справжні» заощадження, засновані на концепції «зелених національних рахунків», у цьому контексті є вимірником реальної різниці між виробництвом та споживанням з урахуванням інвестиції в людський капітал, амортизації основних засобів, виснаження натуральних ресурсів та збитків від забруднення навколишнього середовища. Від'ємні значення індикатора є свідченням деструктивних явищ у соціальній,



економічній та екологічній сфері, що можуть негативно позначитися на добробуті майбутніх поколінь [276].

Слід зауважити, що даний інтегральний індикатор, узгоджуючись з концепцією еколого-економічного обліку ООН та «зелених рахунків», переконливо свідчить про необхідність інвестування у відтворення тих видів капіталу, які були залучені при створенні національного доходу, насамперед природного, виробничого, соціального.

Аналізуючи динаміку індикатора скоригованих чистих заощаджень за за 1980-2011 рр. (рис. 1.6) слід підкреслити, що Східноазіатський та Тихоокеанський регіони протягом вказаного періоду підтримують найвищі темпи зростання цих заощаджень серед інших регіонів світу.

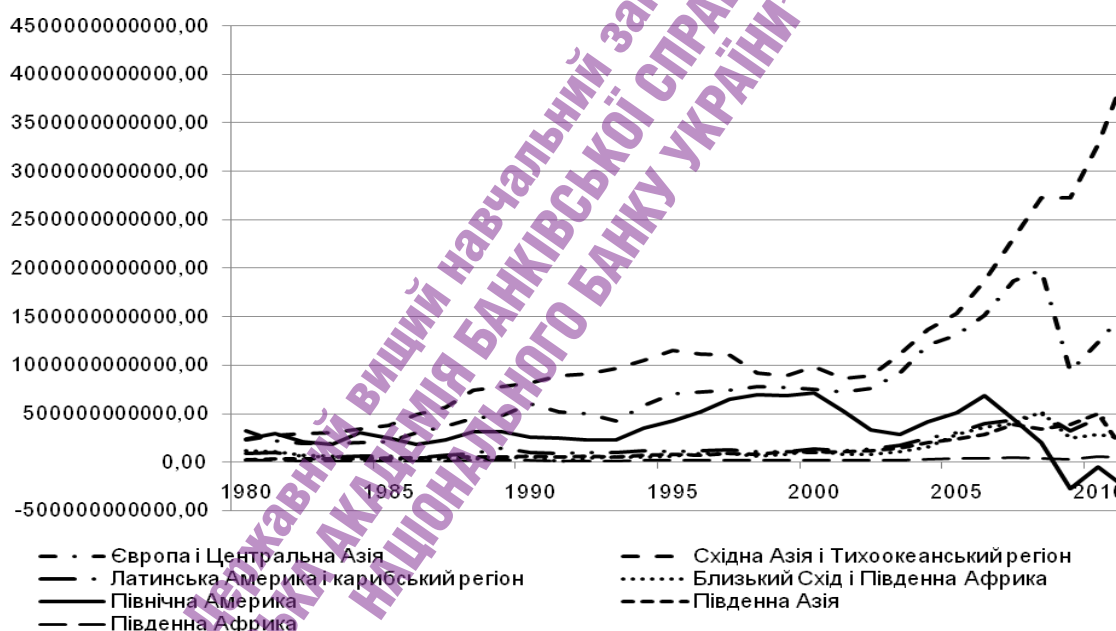


Рисунок 1.6 – Індикатор скоригованих чистих заощаджень («істинних» заощаджень) за регіонами світу за 1980-2011 рр., дол. США

Джерело : складено автором за даними Світового банку [276]

Такий бурхливий ріст зумовлений небувалим економічним піднесенням головної країни регіону – Китаю. Рівень скоригованих чистих заощаджень у Латинських країнах залишався постійним, у той час як динаміка цього показника

у Східноєвропейських та Центральназіатських країнах демонструвала значні коливання.

Тенденція, що викликає занепокоєння, склалася у країнах Північної Америки, переважно за рахунок США, скориговані чисті заощадження яких, після світової фінансової кризи 2007-2009 рр. мають від'ємні значення.

У іншому розрізі на аналізований показник можна поглянути, використовуючи класифікацію країн світу за рівнем доходу (рис 1.7).

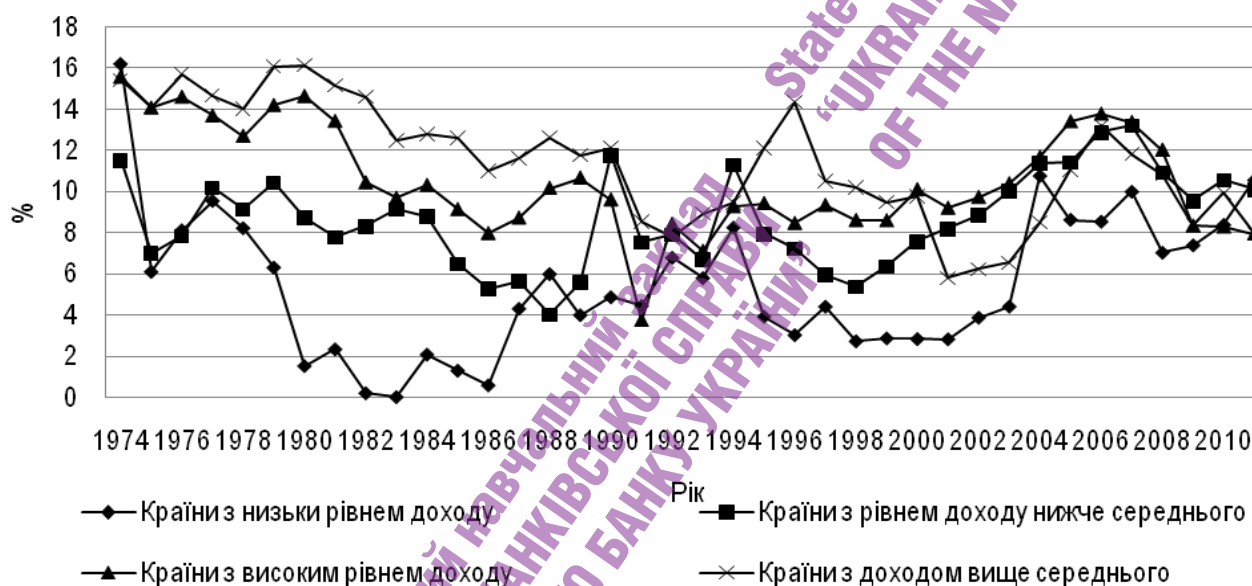


Рисунок 1.7 – Частка скоригованих чистих заощаджень за агрегованими регіонами світу за рівнем доходу на душу населення за 1974-2011 рр., %

Джерело : складено автором за даними Світового банку [276]

Як бачимо, до середини 90-х рр. частка скоригованих чистих заощаджень була порівняно вищою у країнах з доходом вище середнього, знову ж таки передусім за рахунок Китаю та розвинених країн Латинської Америки. Слід зауважити той негативний факт, що внаслідок світової фінансової кризи, скорочення темпів розвитку більшості країн світу спостерігається зниження обсягів чистого національного доходу і зближення рівнів аналізованого показника за різними групами країн.

У ході добору показників, які б могли свідчити про вплив ПІ на СР не в

цілому, а економіки зокрема, як на домінуючу його складову, необхідно звернути увагу на традиційні поелементні макроекономічні індикатори – показники чистого національного доходу, валового внутрішнього продукту та валового формування капіталу, які також включені до індикаторів, що аналізуються при досягненні Цілей розвитку Тисячоліття.

При цьому, показник чистих скоригованих заощаджень не втрачає своєї значимості, оскільки на противагу останнім інтегрує усі складові СР, у т.ч. й превалюючу економічну, і, водночас, дозволяє робити співставлення за групами країн як у географічному розрізі, так і у розрізі їх групування за рівнем доходу на душу населення, як основоположним економічним індикатором, що дозволяє співставляти різні за рівнем добробуту та чисельністю населення країни. Використовуючи групування країн за рівнем доходу, представимо розраховані коефіцієнти кореляції між названими показниками та обсягом чистих портфельних інвестицій в пайові інструменти (табл. 1.13).

Таблиця 1.13 – Коефіцієнти кореляції чистих ПІ в пайові інструменти та окремих індикаторів рівня сталості економіки України та інших країн світу

Країни	Поелементні індикатори економічної складової рівня сталості економіки країни			Інтегральний індикатор рівня сталості економіки країни
	Валовий національний дохід	Валовий внутрішній продукт	Валове формування капіталу	Скориговані чисті заощадження
З високим рівнем доходу на душу населення (75 країн)	0,680	0,677	0,668	0,615
З доходом на душу населення вище середнього (55 країн)	0,527	0,527	-0,510	0,688
З рівнем доходу на душу населення нижче середнього (48 країн)	0,496	0,582	0,491	0,492
З низьким рівнем доходу на душу населення (67 країн)	-0,289	0,305	0,310	0,350
Україна	0,706	0,707	0,741	0,509

Джерело: розробка автора

Зазначений показник за методологією Світового банку включає чисті потоки від пайових цінних паперів, інших, ніж прямі інвестиції, у т.ч., акції, депозитарні розписки (американські чи глобальні), і прямі купівлі акцій на місцевих фондових ринках іноземними інвесторами [276].

За первинними даними Світового банку усього проаналізовано 159 країн. Зупинимось на окремих результатах аналізу. Механізми ПІ країн, що мають високий рівень доходу, як тих, що входять до Організації з економічного співробітництва та розвитку, так і тих що знаходяться поза нею, характеризуються помітними за щільністю зв'язками (коефіцієнт кореляції понад 0,6) і з економічною складовою СР, і з його інтегральним показником – чистими скоригованими заощадженнями.

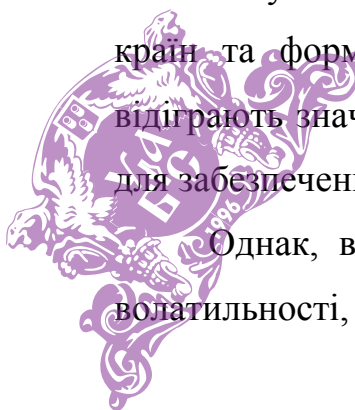
Особливістю країн з доходом вище середнього є від'ємна і достатньо сильна кореляція між чистими портфельними інвестиціями та валовим формуванням капіталу. Як відомо, показник валового формування (накопичення) капіталу складається з витрат на інвестиції в основний капітал економіки плюс чисті зміни рівня запасів. Відповідно до Системи національних рахунків 1993 року, чисті придбання цінностей також вважаються накопиченням капіталу [275].

Означена тенденція пов'язана з тим, що останнім часом саме вони виступають активними донорами капіталу на міжнародних ринках. До прикладу, Китай, як один із лідерів цієї групи країн за період 2005-2012 рр. демонструє середній темп зростання відтоку портфельних інвестицій 39,4 % щорічно (рис. 1.8).

Помірні за щільністю зв'язки (коефіцієнти кореляції 0,49-0,58) між ПІ та індикаторами СР характеризують групу країн з рівнем доходу нижче середнього.

Існування зв'язків такої тісноти обумовлене перехідним становищем цих країн та формуванням у них інститутів фондового ринку, які поки що не відіграють значної ролі у формуванні достатнього обсягу інвестиційних ресурсів для забезпечення потреб економіки.

Однак, в умовах високої ризикованості операцій на таких ринках та їх волатильності, там спостерігається приплив спекулятивного іноземного капіталу.



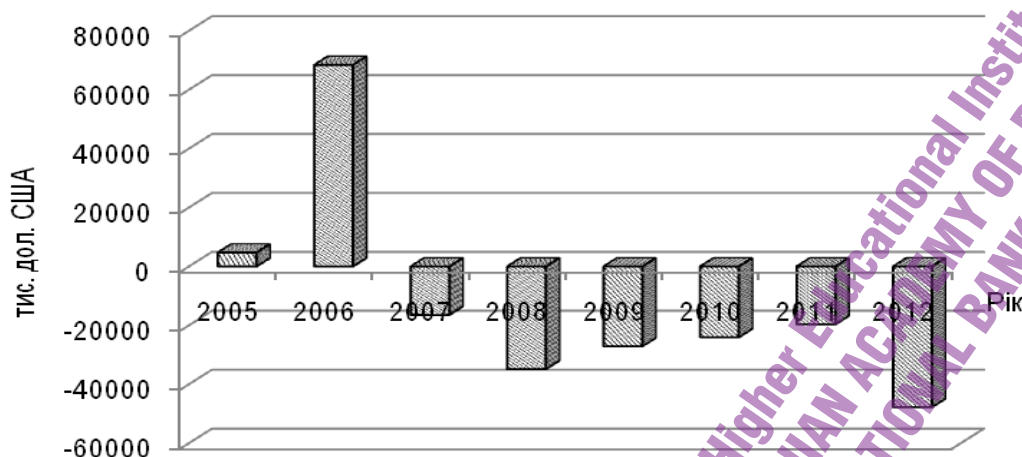


Рисунок 1.8 – Чисті портфельні інвестиції в Китаї за 2005-2012 рр., %

Джерело : [276].

Для країн з низьким рівнем доходу на душу населення притаманний слабкий зв'язок ПІ з базовими економічними процесами: виробництвом національного продукту, акумулюванням капіталу та формуванням чистих скоригованих заощаджень.

Необхідно підкреслити, що адекватність отриманих результатів (наприклад, коефіцієнт кореляції між обсягами ПІ та валовим внутрішнім продуктом є від'ємним і становить 0,289) пояснюється нерозвиненістю фондових ринків, механізмів інвестування в цих країнах, економічним занепадом.

На четвертому етапі аналізу варто відзначити, що на фоні країн з доходом нижче середнього Україна має достатньо високі показники кореляції – значення коефіцієнта кореляції у межах 0,7-0,9 свідчить про наявність щільного зв'язку між обсягом портфельних інвестицій та показниками, що характеризують економічну складову СР (подано у вищенаведеній таблиці 1.13).

Суттєвий зв'язок між показником скоригованих чистих заощаджень та обсягом портфельних інвестицій свідчить, що їх вплив на інтегральний показник СР є меншим у порівнянні з його економічною складовою, що є основною.

Поряд з цим динаміка вказаних показників за останні 8 років (рис. 1.9) є односпрямованою, що свідчить про наявність потенціалу ПІ у забезпеченні пот-

реб СР України в інвестиційних ресурсах.

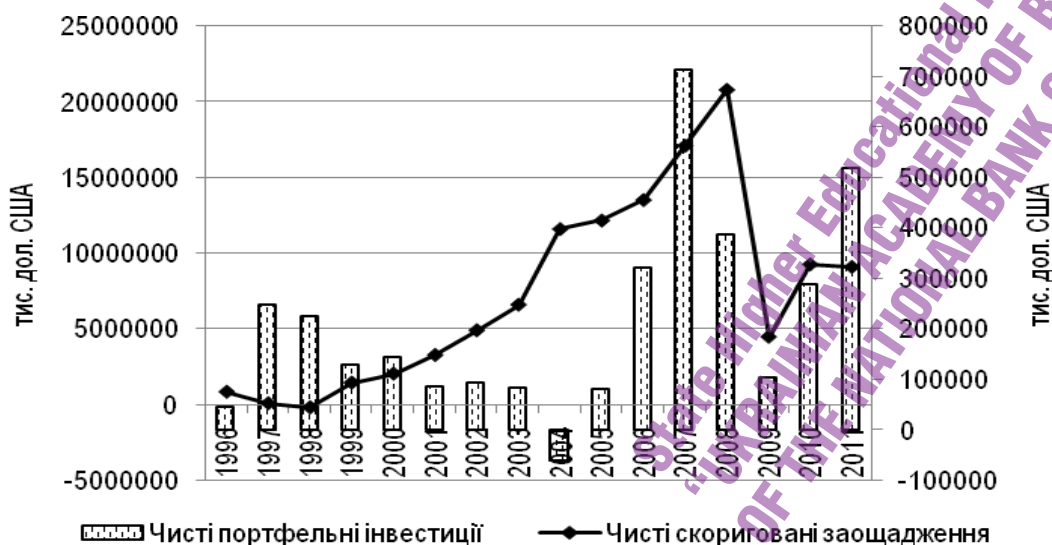


Рисунок 1.9 – Динаміка чистих портфельних інвестицій та чистих скоригованих заощаджень в Україні за 1996-2011 рр., тис. дол. США

Джерело : [276].

Відтак, на основі проведених розрахунків можна зробити висновок про наявність впливу ПІ переважно на індикатори, що характеризують його економічну складову в Україні та про необхідність активізації такого впливу на соціальну та екологічні складові в умовах помітного зв'язку між обсягами ПІ та чистими скоригованими заощадженнями.

Таким чином, на основі розробленого методичного підходу підтверджено гіпотезу щодо наявності впливу ПІ на ключові індикатори СР.

З метою обґрунтування ролі та місця ПІ в механізмі фінансового забезпечення СР економіки автором розроблено дворівневий підхід, який передбачає:

– на першому рівні – оцінювання сталості ПІ як індикатора можливості їх використання в якості стабільного (без значних та частих коливань) джерела фінансування потреб СР. Це здійснено шляхом дослідження динаміки індексу сталості ПІ (розраховано автором на основі коефіцієнту варіації за методом ковзної середньої), а також розмаху цього показника за період 2002-2011 рр. для

країн з різним рівнем сталості розвитку економіки: країни-лідери СР, країни BRICS та країни групи NIS.

– на другому рівні – вимірювання впливу ПІ на рівень сталості розвитку економіки країни. Вирішення цієї задачі ускладнюється тим, що в літературі та практиці національного та наднаціонального управління використовується доволі значна кількість поелементних індикаторів СР (екологічного, соціального, економічного спрямування), а також інтегральних, які також мають різну інтерпретацію.

Для оцінювання економічної складової СР в роботі використано показники: валовий національний дохід, валове формування капіталу, валовий національний продукт (відповідно до Програмного документу ООН в сфері СР «Цілі розвитку тисячоліття»). В якості інтегрального індикатора СР використано показник чистих скоригованих заощаджень, оскільки:

1) відповідно до концепції СР рівень заощаджень є ключовим індикатором забезпечення добробуту майбутніх поколінь, так як свідчить про можливість країни до відтворення природного, виробничого, соціального капіталу, що були використані при створенні національного доходу;

2) механізм розрахунку цього показника узгоджується з концепцією еколого-економічного обліку ООН та «зелених рахунків» та передбачає коригування валових внутрішніх заощаджень в країні на знецінення основного капіталу, виснаження природних ресурсів та рівень екологічного збитку, а також інвестиції в людський капітал.

Результати застосування запропонованої методики для України свідчать про наявність помітного впливу процесів ПІ на економічну складову СР України та про існування значного потенціалу такого впливу відносно інших його складових.

Однак, при цьому розмах індексу сталості ПІ склав 38,9 %, що свідчить про те, що ПІ сьогодні не можна вважати стабільним джерелом фінансового забезпечення СР вітчизняної економіки.



ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 1

1. В умовах зміни парадигми розвитку людського суспільства, поглиблення протиріч у розвитку фінансового та реального секторів економіки, диспропорцій у розвитку фінансово-економічних систем та систем соціальних і екологічних, концепція СР набуває першочергового значення. При цьому на світовому рівні визнано таке тлумачення СР як розвитку, який задовольняє нинішні потреби і не ставить під загрозу можливість їх задоволення для майбутніх поколінь.

2. Покладаючи в основу дослідження розуміння СР як управління сукупним капіталом суспільства в інтересах збереження та примноження людських можливостей та застосовуючи системно-структурний аналіз, доведено, що концепцію СР можна подати у вигляді триединого поєднання економічної, екологічної та соціальної складової, заснованого на необхідності економічно оптимального розподілу ресурсів, розвинутого визначними теоретиками минулого.

3. Застосування історико-логічного підходу дозволило виявити передумови формування, особливості та ключові етапи становлення концепції СР, які вирізняються посиленням ініціатив світової спільноти щодо забезпечення СР, пошуку джерел його фінансування, особливо у контексті останньої глобальної фінансової кризи 2007-2009 рр.

4. Порівняльний аналіз традиційного підходу функціонування економіки та економіки, заснованої на концепції СР, дозволив обґрунтувати ключову роль фінансового капіталу та механізму його інвестування у синергетичному поєднанні та забезпеченні взаємодії усіх інших видів капіталу (екологічного, виробничого, людського), що відповідають складовим концепції та правилу Хартвіка.

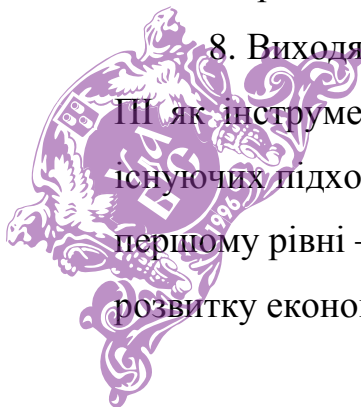
5. Відзначаючи характерні риси портфельного та прямого інвестування, встановлено, що ПІ передусім здійснюється інституційними (портфельними) інвесторами в класи цінних паперів, що знаходяться у вільному обігу на

фінансовому ринку (акції, облігації, фінансові деривативи, інші фінансові інструменти, що мають форму цінних паперів) шляхом формування та управління різними типами їх портфельів з метою отримання доходу на принципах диверсифікації, оптимізації співвідношення дохідності, ліквідності та ризику, забезпечення реалізації обраної інвестиційної політики, відповідності обсягу, структури і строковості портфелю інвестиційним ресурсам та належного управління ним.

6. Дослідження сучасних портфельних теорій засвідчує необхідність перегляду теоретичних портфельних конструкцій, що лежать в основі фінансування сучасних фінансових ринків, на користь запобігання кризовим явищам на них і забезпечення СР економіки у розрізі припущень про раціональність інвесторів, довжини їх інвестиційних горизонтів, ефективності існуючих ринків, міри та моделей ризику інструментів фінансового інжинірингу та важливості розвитку альтернативних інструментів фінансування СР економіки, таких як соціально-відповідальні інвестиції, інвестиції у СР.

7. З метою формалізації тісноти та напряму впливу ПІ на СР економіки, передусім з урахуванням розгалуженої системи та значної кількості індикаторів СР Міжнародного валютного фонду та Світового банку, що ілюструють ту чи іншу складову і мають різну інтерпретацію, розроблено методичний підхід на основі варіаційного та кореляційно-регресійного аналізу. Спираючись на його результати, доведено наявність опосередкованого зв'язку між стійкістю процесів ПІ та рівнем СР країн-лідерів, країн групи BRICS, пострадянських країн, а також наявність прямого зв'язку між функціонуванням ПІ та сталим економічним розвитком країн світу за рівнем їх доходу (з високим рівнем доходу, вище та нижче середнього (у т.ч. й України) та низьким).

8. Виходячи з цього автором здійснено наукове обґрунтування ролі та місця ПІ як інструменту фінансового забезпечення СР економіки, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено на основі дворівневого підходу, який передбачає: на першому рівні – розрахунок індексу сталості ПІ для країн з різним рівнем сталості розвитку економіки; на другому рівні – оцінювання кореляції між обсягом чистих



III в пайові інструменти та індикаторами сталості економіки країни (поелементними та інтегральним – рівнем скоригованих чистих заощаджень) в країнах з різним рівнем доходу на душу населення.

Основні положення розділу знайшли відображення у таких працях [234, 11, 12, 13, 14, 80,81,82, 83].



Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

РОЗДІЛ 2

РОЗВИТОК ВІДПОВІДАЛЬНОГО ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ НА ЗАСАДАХ СТРУКТУРНО-ФУНКЦІОНАЛЬНОГО ПІДХОДУ

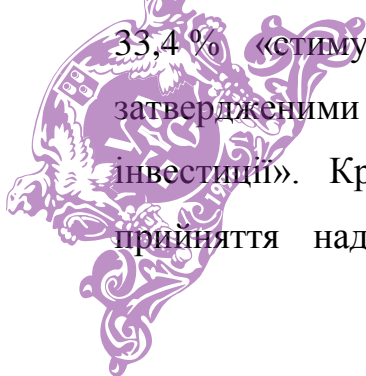
2.1 Світовий та вітчизняний досвід фінансування сталого розвитку економіки

Розуміння важливості фінансового забезпечення СР економіки (підрозділи 1.1 та 1.2), огляд існуючих підходів до здійснення ПІ (підрозділ 1.3) та дослідження його впливу на СР економіки (підрозділ 1.4) визначає потребу у деталізації та висвітленні інвестиційних процесів різних рівнів, спрямованих на реалізацію соціальних та екологічних заходів.

Слід підкреслити, що міжнародними та національними організаціями розвинених країн світу, окремими фінансовими організаціями, організаторами торгів, компаніями реального сектору концепція СР економіки покладена в основу побудови стратегії функціонування, а її фінансове забезпечення є першочерговим питанням у досягненні стратегічних цілей.

Україна лише починає рух до імплементації концепції СР та структурної перебудови економіки на її засадах, стикаючись при цьому з рядом проблем та потребуючи звернень до кращої світової практики фінансування такого руху.

У контексті розвинутих напрямів дослідження у підрозділі 1.1 потрібно зауважити, що ряд урядових установ у різних країнах світу одним із шляхів подолання фінансової кризи 2007-2009 рр. вважає включення в пакет антикризових заходів значної «зеленої» складової, розмір якої варіюється від 33,4% «стимулюючих» державних інвестицій в Китаї до 12% витрат, затвердженими американським законом «Про відновлення зростання та інвестиції». Крім того короткостроковий характер фінансових операцій та прийняття надто високих ризиків нівелюються за такого підходу через



реформування міжнародної фінансової системи на основі довгострокових вкладень ресурсів у інструменти та компанії, що враховують екологічну та соціальну складові.

Також у 2013 р. в ході діалогу на високому рівні з питання про фінансування розвитку, Генеральний секретар ООН Пан Гі Мун нагадав про наближення 2015 р. – терміну досягнення Цілей розвитку тисячоліття, та закликав промислово розвинені країни виконати свої обіцянки з офіційної допомоги на цілі розвитку. Вони повинні були до 2013-2015 років довести розміри офіційної допомоги в цілях розвитку до 0,7 відсотка від їхнього ВВП. Проте, поки не всі держави виконують свої зобов'язання [103].

З урахуванням зазначеного, виклад матеріалу у межах даного підрозділу згрупуємо за такими напрямками:

- розгляд досвіду фінансування СР міжнародними організаціями;
- аналіз національного досвіду фінансування СР економіки.

Серед ключових міжнародних інституцій, що опікуються питаннями фінансування СР передусім варто назвати Світовий банк у складі Міжнародного банку реконструкції та розвитку (МБРР) та Міжнародної асоціації розвитку (МАР), Міжнародну фінансову корпорацію (МФК), Багатосторонню агенцію з інвестиційних гарантій (МІГА), Конференцію Організації Об'єднаних Націй з торгівлі та розвитку (ЮНКТАД), Глобальний екологічний фонд (ГЕФ).

Детально розглянемо роль кожної з цих авторитетних міжнародних організацій у фінансуванні СР.

Група Світового банку функціонує у понад 100 країнах, що розвиваються, надає фінансування та/або технічні експертні знання для надання їм допомоги у боротьбі з бідністю. На даний момент Банк бере участь у більш ніж 1800 проєктах практично у всіх секторах економіки і у всіх країнах, що розвиваються, шляхом їх кредитування. Світовий банк проводить кредитування двох видів. Перший вид призначено для країн, що розвиваються, з більш високим рівнем. Ці країни отримують позики МБРР, за якими їм надається більш тривалий термін погашення, ніж у комерційному банку, – 15-20 років з 3-5-річним

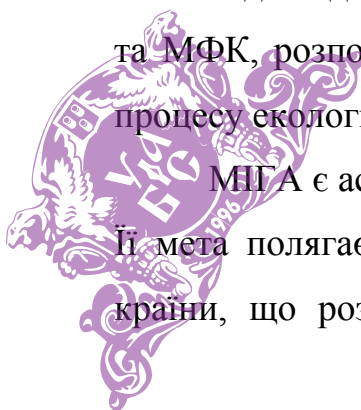
пільговим періодом до початку строку виплати основної суми позики. Засоби запозичуються на конкретні програми по скороченню бідності, соціального забезпечення, охорони навколишнього середовища та економічному зростанню. У докризовому 2007 р. МБРР надав позики на загальну суму 12,8 млрд. дол. США для підтримки 112 нових проектів у 34 країнах. Джерелом коштів у цьому випадку виступають кредитно-інвестиційні операції банку на світових фінансових ринках, з урахуванням високого кредитного рейтингу банку AAA.

Другий вид позик призначено для найбідніших країн і проводиться він за допомогою МАР. Кредитування по лінії МАР здійснюється головним чином через внески 40 багатих країн-членів. Ці «кредити» є фактично безвідсотковими і передбачають 10-річний пільговий період, а також строк погашення від 35 до 40 років. У 2007 фінансовому році МАР надала фінансування у розмірі 11,9 млрд. дол. США для 189 нових проектів у 64 країнах з низьким рівнем доходів. Вона є найбільшим у світі джерелом кредитування на пільгових умовах для найбідніших країн світу.

Залученню інвестицій в країни сприяють дві асоційованих установи Світового банку: Міжнародна фінансова корпорація та Багатостороннє агентство з інвестиційних гарантій. Своєю консультативною діяльністю МФК допомагає урядам у створенні умов, що стимулюють приплив внутрішніх і зовнішніх приватних заощаджень та інвестицій. МФК заохочує і мобілізує приватні інвестиції в країни, демонструючи їх рентабельність. Станом на 2007 фінансовий рік, за час свого існування з 1956 року МФК виділила більше 64 млрд. дол. США зі своїх власних коштів і організувала синдиковані кредити для 3760 компаній у 140 країнах, що розвиваються.

Відповідно до підходів, що застосовуються організаціями Світового банку та МФК, розподіл проектів на три категорії А, В та С є невід'ємною частиною процесу екологічної оцінки.

МІА є асоційованою установою Світового банку зі страхування інвестицій. Її мета полягає у сприянні притоку приватних інвестицій на виробничі цілі в країни, що розвиваються, пропонуючи інвесторам довгострокове страхування



політичних ризиків, тобто гарантії від ризику експропріації, переказу валюти, військових дій і цивільних хвилювань, а також надаючи консультаційні послуги. За час свого існування з 1988 р. МІГА видала майже 900 гарантій за проектами в 96 країнах, що розвиваються, вартістю більше 17,4 млрд. дол. США, і посприяла у залученні прямих іноземних інвестицій на загальну суму, що в декілька разів перевищує зазначений обсяг.

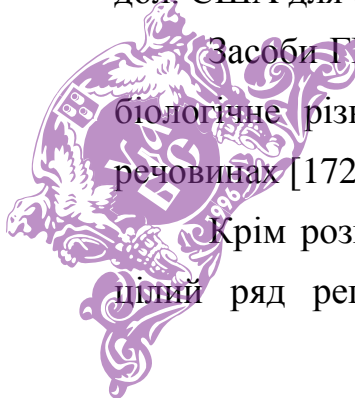
Конференція Організації Об'єднаних Націй з торгівлі та розвитку (ЮНКТАД) надає допомогу країнам, що розвиваються, і країнам з перехідною економікою в залученні прямих іноземних інвестицій і поліпшенні інвестиційного клімату з тим, щоб звести до мінімуму негативні наслідки і максимально збільшити одержувану в інтересах розвитку вигоду. ЮНКТАД також допомагає державним органам у поглибленні загального розуміння сполучених з інвестиціями політичних наслідків і у розробленні та здійсненні відповідної політики.

Заснований в 1991 році Глобальний екологічний фонд (ГЕФ) допомагає країнам, що розвиваються, фінансувати проекти, що здійснюються в інтересах охорони навколишнього середовища в усьому світі та з метою забезпечення стійких джерел засобів до існування для місцевих громад. За роки своєї діяльності Фонд виділив 6,8 млрд. дол. США у вигляді грантів і залучив понад 24 млрд. дол. в порядку спільного фінансування з боку урядів-одержувачів, міжнародних установ у сфері розвитку, приватного сектору виробництва та НУО.

В даний час ГЕФ фінансує 1900 проектів у 160 країнах, що розвиваються, і країнах з перехідною економікою. Раз на чотири роки держави відновлюють свої фінансові зобов'язання з поповнення ресурсів Фонду. У 2006 році в ході четвертого поповнення ресурсів ГЕФ 32 країни зобов'язалися виділити 3,13 млрд. дол. США для фінансування проектів на період між 2006 і 2010 роками.

Засоби ГЕФ служать основним джерелом фінансування цілей конвенції про біологічне різноманіття, зміну клімату та стійких органічних забруднюючих речовинах [172].

Крім розглянутих установ, які здійснюють діяльність у всьому світі, існує цілий ряд регіональних банків розвитку, які також опікуються питаннями



фінансування СР, зокрема: Європейський банк реконструкції та розвитку, Африканський банк розвитку, Міжамериканський банк розвитку, та ін.

Слід зауважити, що Європейський банк реконструкції і розвитку з-поміж перерахованих банків користується репутацією найбільш екологічно відповідального, оскільки його політика базується на вимогах Світового банку.

До них належать попередня оцінка та категоризація проектів, пріоритетне кредитування «зелених ініціатив» тощо (додаток Е)

Крім розгляду основних напрямів діяльності міжнародних організацій з фінансування СР доцільним є аналіз окремих регулятивних механізмів та програмних документів, на основі яких воно здійснюється.

Механізми відповідальності в секторі державного фінансування СР включають, зокрема, Інструкцію з організації діяльності Світового банку, Стандарти діяльності та політику соціальної і екологічної стійкості МФК, Рекомендації щодо загальних підходів до довкілля і кредитування експорту ОЕСР, а також аналогічні керівництва регіональних банків розвитку.

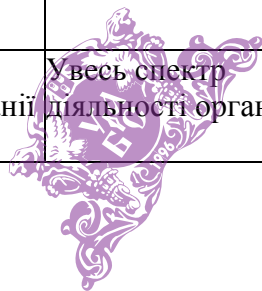
Механізми відповідальності в секторі приватного фінансування СР включають Принципи Екватора (підписані більш ніж 60 провідними банками світу і охоплюють більше 71% від загального обсягу проектного фінансування в країнах із швидкозростаючою економікою в 2007 р.), Принципи відповідальних інвестицій ООН (підписані більш ніж 510 фінансовими організаціями, які у сукупності управляють активами загальною вартістю понад 18 млрд. дол. США), Фінансова ініціатива Програми ООН з навколишнього середовища (об'єднує більше 170 учасників), Принципи CERES – Коаліції за екологічно відповідальну економіку (прийняли понад 50 організацій, що входять до списку Fortune 500) і ряд інших стандартів [183].

Порівняльна характеристика основних з них наведена у табл. 2.1.



Таблиця 2.1 – Міжнародні механізми та програмні документи, що регламентують інвестиції у СР [183]

Механізм/документ	Суб'єкти добровільних зобов'язань	Сфера застосування	Наявність показників і вимог технічного характеру	Підхід до моніторингу виконання вимог, наявність механізму незалежної оцінки	Наявність органу, що спеціалізується на корпоративній соціальній відповідальності
Загальні підходи ОЕСР	Агенції з кредитування експорту (АКЕ)	Офіційні кредити для підтримання експорту зі строком погашення понад 2 роки	Стандарти Світового банку чи стандарти регіональних банків розвитку	Від агенцій вимагається щорічна звітність за проектами категорій А та В, а також за результатами виконання рекомендацій	Група кредитування експорту ОЕСР
Принципи Екватора	Банки, що надають проектне фінансування	Будь-які кредити, вартістю 10 млн. дол. США і вище	Стандарти діяльності, Керівництво з Охорони навколишнього середовища, здоров'я і праці МФК	Банки повинні звітувати про досягнутий прогрес у застосуванні принципів, необхідне залучення експерта для оцінки проектів категорії А	Наглядний комітет
ФІ ЮНЕП	Фінансові організації	Увесь спектр діяльності організації	Відсутні – участь у ФІ ЮНЕП є заявою про наміри на рівні загальної політики	Зобов'язання носять загальний характер, вимагається щорічна звітність про виконання політики СР	Наглядний комітет з числа учасників ЮНЕП
ПВІ ООН	Інституціональні інвестори, управляючі компанії, пенсійні фонди тощо	Увесь спектр діяльності організації	Відсутні – участь у ПВІ ООН є заявою про наміри на рівні загальної політики	Учасники беруть участь у щорічному опитуванні, повідомляючи про результати, які досягнуті у процесі реалізації принципів	Рада у складі 13 осіб
Глобальний договір ООН	Будь-які компанії	Увесь спектр діяльності організації	Відсутні – Глобальний договір заснований на 10 принципах загального характеру, спрямованих на розвиток корпоративного управління	Учасники публікують щорічну звітність (наприклад, звіти у сфері СР)	Рада Глобального договору під головуванням Генерального секретаря ООН
Принципи CERES	Будь-які компанії	Увесь спектр діяльності організації	Відсутні – Принципи CERES направлені на розвиток корпоративного управління	Щорічні звіти учасників	Склад директорів CERES



Оскільки прозорість і звітність щодо стійких підходів до фінансування є найважливішим компонентом будь-якої системи принципів або рекомендацій, діяльність Глобальної ініціативи зі звітності (Global Reporting Initiative, GRI) може розглядатися як важливий внесок у стандартизацію звітності бізнесу з екологічних, соціальних і економічних аспектів СР. Поширення та прийняття вказаних механізмів та програмних документів в окремих країнах світу (табл. 2.2) засвідчує їх пріоритетність у процесах регламентації фінансування СР економіки.

Таблиця 2.2 – Поширення добровільних механізмів регламентації фінансування СР у деяких країнах (станом на 2009 р.)

Країна	Організації, що прийняли Принципи Екватора	Учасники ФІ ЮНЕП	Організації, що прийняли ПБІ ООН	Інвестори - учасники CERES
1	2	3	4	5
Країни – члени ОЕСР				
Канада	7	12	23	5
Чехія	–	–	–	–
Франція	3	7	35	–
Німеччина	4	15	7	–
Угорщина	–	–	–	–
Італія	2	3	5	–
Японія	3	18	13	2
Південна Корея	–	8	12	–
Мексика	–	1	1	–
Нідерланди	6	8	35	5
Польща	–	–	–	–
Іспанія	4	4	10	1
Туреччина	–	1	–	–
Великобританія	6	15	72	12
США	5	13	92	9
Країни – кандидати на членство в ОЕСР				
Бразилія	6	3	30	2

1	2	3	4	5
Китай	1	4	3 (Гонконг)	–
Індія	–	2	1	–
Росія	–	–	–	–
ПАР	3	3	23	–

Джерело: складено за [183, 153, 154, 152, 151].

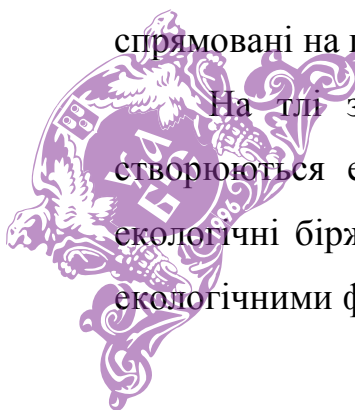
Поряд з ініціативами наднаціональних організацій та добровільних об'єднань фінансових посередників щодо фінансування СР слід відзначити превалюючі на сьогодні тенденцію до поширення соціально-відповідальних механізмів інвестування на світових фінансових ринках.

Так, за даними авторитетної міжнародної аудиторської компанії KPMG, від 30 до 40 % найбільших світових інституційних інвесторів і керуючих активами формально враховують дії керівництва компаній – об'єктів інвестування, які стосуються соціальної відповідальності, ініціатив у галузі охорони навколишнього середовища та практики корпоративного управління (так званих ESG-факторів), і відповідні показники компаній, акції яких входять у їх портфель [22].

Крім того, дослідження різноманітних інвестиційних банків свідчать про те, що більшість клієнтів очікують розвитку практик «відповідальних інвестицій», що передбачає формування портфелів цінних паперів з фінансових інструментів компаній, що демонструють прихильність принципам СР. Компанії з управління активами (КУА) та інституційні і індивідуальні інвестори все частіше роблять свій вибір на користь відповідальних компаній, в діяльності яких враховуються основні принципи сталого розвитку.

Місцем, де зустрічаються попит і пропозиція на інвестиційні ресурси, спрямовані на потреби СР є організатори торгів – біржові майданчики.

На тлі зростання популярності «зелених інвестицій» в різних країнах створюються екологічні біржі. Тільки в Китаї з 2010 року було створено 3 екологічні біржі, які є інтегрованими торговельними майданчиками для торгівлі екологічними фінансовими інструментами.



Послуги подібних екологічних бірж включають торгівлю акціями компаній, правами власності та інтелектуальної власності у сфері екології, енергетики, а також оформлення угод за проектами у рамках Механізмів чистого розвитку, які передбачають торгівлю сертифікатами на скорочення викидів CO₂.

Також, розроблені біржові індекси в галузі інвестування СР, які впливають на фінансові показники компаній. Найбільш зніаними біржовими індексами в області СР є група індексів Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI), динаміка одного з них DJSI World наведена на рис. 2.1. Зазначимо, що вона тісно корелює з процесами у світовій економіці та може бути використана для прогнозування і аналізу тенденцій у сфері фінансування СР.

Включення компанії в DJSI залежить від результатів її діяльності в області СР. Також існують рейтинги кредитних агентств та спеціалізованих досліджень консалтингових компаній, що допомагають інвесторам проводити бенчмаркінг діяльності компаній у галузі СР з метою прийняття рішення про здійснення інвестицій [22].

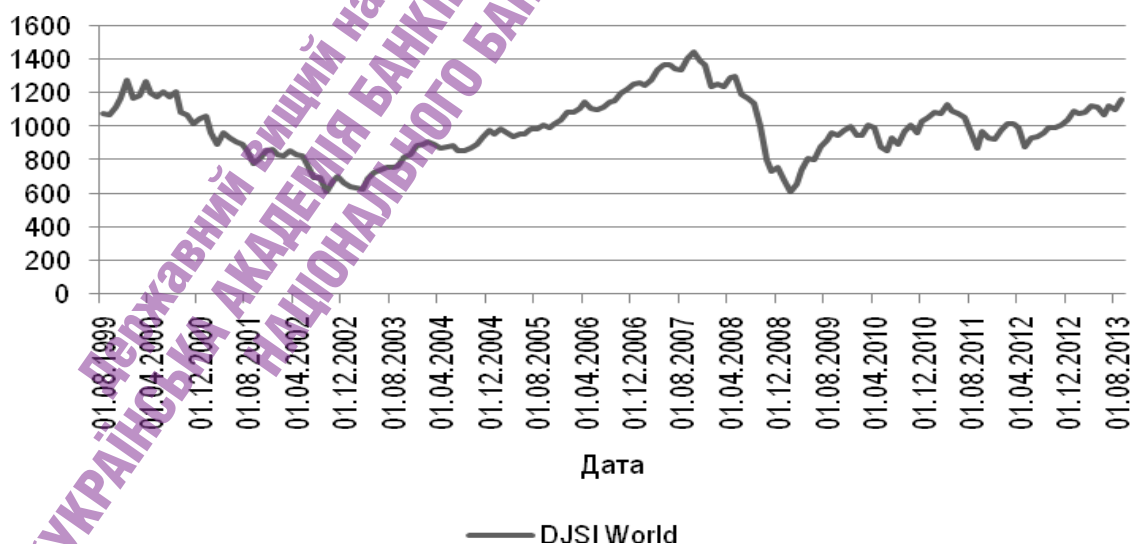


Рисунок 2.1 – Динаміка DJSI World з 31.08.1999 до 30.09.2013 р., за даними [213].

Наступним напрямом аналізу у роботі є розгляд національного досвіду фінансування СР економіки. Пропонуємо зробити це крізь призму світових рейтингів СР.

Так, за індексом розвитку людського потенціалу Програми розвитку ООН, що є комплексним порівняльним показником очікуваної тривалості життя, грамотності, освіти та рівня життя серед 185 країн світу Україна у 2012 році посіла 78 місце, опустившись у порівнянні з 2011 р. на 2 пункти [228]. Альтернативним індексом є також індекс процвітання країн світу інституту Legatum, що порівнює країни світу з позиції її добробуту.

Так, у 2012 р. з 142 країн Україна мала лише 71 місце; Росія – 66, Німеччина – 14 [48].

Подібні значення можемо спостерігати за індексом СР, який було розроблено Інститутом прикладного системного аналізу Національної академії наук України і Міністерства освіти і науки України. Україна у 2013 р. знаходиться на 74 місці з-поміж 112 країн [141].

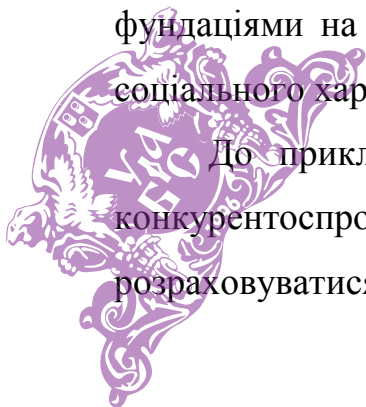
За індексом екологічної сталості, що розраховується Центром екологічного законодавства та політики Єльського Університету та визначає успіх країн у зниженні впливу забруднення довкілля внаслідок економічної діяльності на здоров'я людей та природні екосистеми, у 2012 р. Україна зайняла в рейтингу 102 місце серед 132 країн. За рівнем прогресу у зменшенні впливу на довкілля протягом 2000-2010 років Україна посіла 82 місце [215].

Як бачимо, наведені показники свідчать не на користь екологічної та соціальної складової СР України.

Більше того, про незадовільні позиції України у контексті її СР свідчать також інші економічні та соціальні рейтинги, зокрема рейтинг Світового економічного форуму за індексом глобальної конкурентоспроможності, рейтинг за індексом економічної свободи та індексом сприйняття корупції (табл. 2.3).

Ці індекси є інтегральними показниками, що формуються незалежними фундаціями на підставі аналізу різних факторів, не тільки економічного, але й соціального характеру.

До прикладу, проаналізуємо методику формування індексу глобальної конкурентоспроможності, який, щонайважливіше, з 2011 року почав розраховуватися з поправкою на досягнення країни у сфері СР економіки.



Таблиця 2.3 – Місце України у рейтингах СР

Індекс	Розробник	Рік					
		2008	2009	2010	2011	2012	2013
Індекс глобальної конкурентоспроможності	World Economic Forum	72 з 134	82 з 133	89 з 139	82 з 142	73 з 152	84 з 152
Індекс економічної свободи	The Wall Street Journal and The Heritage Foundation	133 з 157	152 з 183	162 з 183	164 з 183	163 з 179	161 з 185
Індекс сприйняття корупції	Transparency International	134 з 180	146 з 180	134 з 178	152 з 182	152 з 183	143 з 176

Джерело : складено автором за матеріалами фундації [209, 267]

За визначенням фахівців форуму, зазначений індекс спрямований на «оцінку набору інституцій, політик і факторів, які дозволяють нації залишатися продуктивною в більш довгостроковій перспективі при забезпеченні соціальної та екологічної стійкості».

Основна його ідея полягає у визначенні наскільки стійким є рівень продуктивності економіки по відношенню до охорони навколишнього середовища і соціальної стійкості [220].

У звіті про Глобальну конкурентоспроможність експерти фонду відзначають, що незважаючи на деякий прогрес у минулі роки, у цьому звітному періоді Україна погіршила свої позиції і опинилася на 84 місці.

Ключові проблеми пов'язані з необхідністю перебудови інституційної інфраструктури, поліпшення доступу до фінансування економіки, зростання прозорості та конкурентоспроможності товарів та ринків (рис. 2.2).

Окремим показником Світового економічного форуму, що свідчить про здатність фінансової системи країни забезпечувати достатньою кількістю фінансових ресурсів її економіку, є індекс фінансового розвитку. На жаль, позиції України і за цим рейтингом є невтішними.

Слід зауважити, що з 62 країн світу Україна у 2012 році займає 59 місце, погіршивши свій показник на 5 пунктів у порівнянні з 2011 р. [220].

Передусім, експерти вказують на низький рівень фінансової стабільності в Україні, недосконале інституційне та бізнес-середовище, недостатній розвиток фінансового посередництва та ринкових інститутів.

За індексами економічної свободи та сприйняття корупції за аналізований період 2008-2013 Україна традиційно посідає найгірші місця.

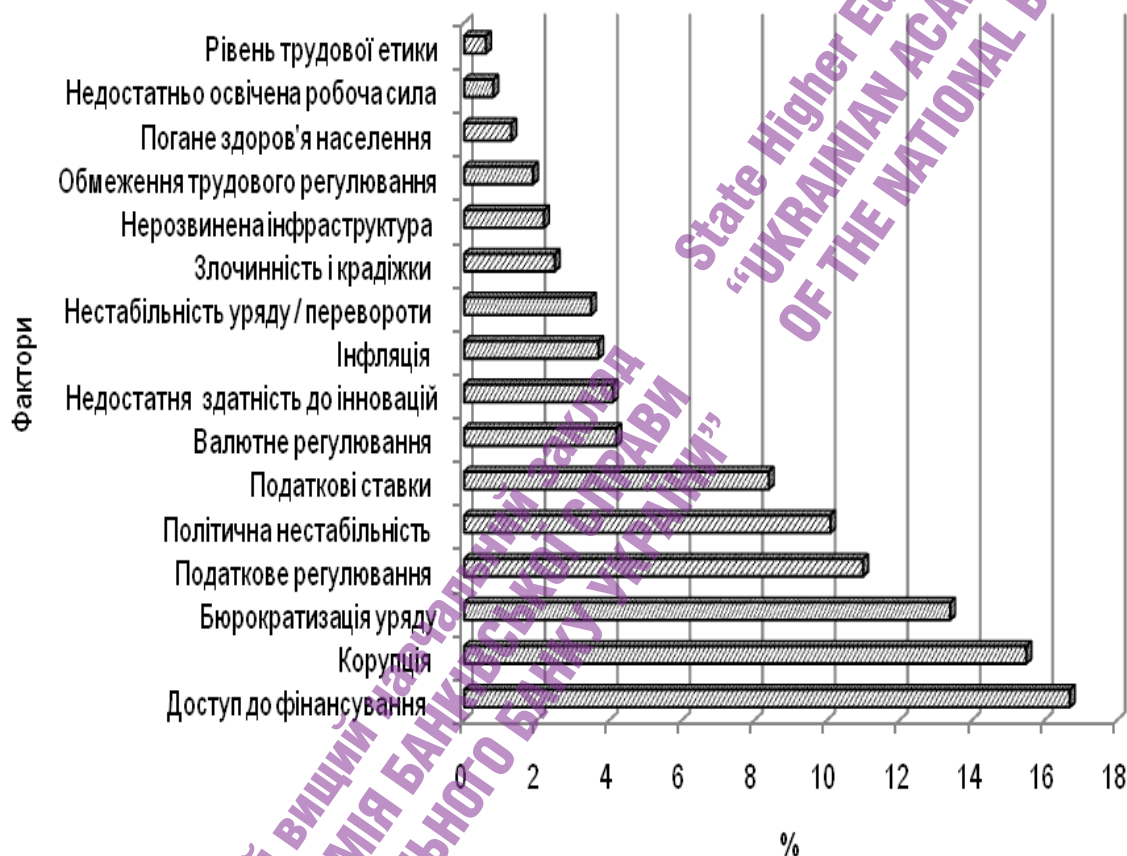


Рисунок 2.2 – Вагомість факторів, що визначають конкурентоспроможність України, за даними [267]

Зважаючи на таку негативну ситуацію за всіма трьома складовими СР економіки слід окреслити основні проблеми та перспективні напрями їх вирішення. У їх переліку, на нашу думку, варто назвати дві основні:

– відсутність системного, єдиного підходу до формування Концепції, а відтак і Стратегії СР економіки. Україна не є активним учасником міжнародних стратегій та програм забезпечення СР, більшість з ініціатив розглянутих міжнародних організацій не впроваджено;

– відсутність достатніх фінансових ресурсів для фінансування СР економіки. Перебуваючи у стані глибокої системної та структурної кризи, в економіці України відсутні потрібні для інвестування у СР фінансові ресурси.

Саме відсутність системного бачення та стратегії руху України до СР економіки, що втілюється у відсутності організаційних важелів, соціальних та політичних інструментів, і, що найголовніше, – фінансового забезпечення, перешкоджають виходу української економіки із затяжної економічної кризи.

Серед проблем, які потребують нагального вирішення під час переходу до концепції СР економіки України окреслимо наступні:

– морально та технічно застарілі способи виробництва продукції, низька енергоефективність економіки України, її екстенсивний тип економічного розвитку та структурні дисбаланси;

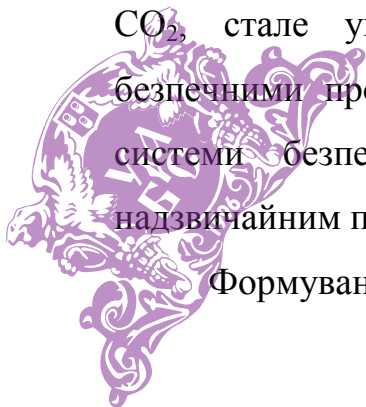
– стан природного капіталу України близький до екологічної катастрофи; не сформована суспільна свідомість та менталітет щодо проблем СР, цінності людського капіталу та його саморозвитку;

– відсутнє розуміння бізнесу щодо необхідності впровадження механізмів корпоративної соціальної відповідальності та розкриття інформації у звітності щодо неї. У 2013 р. за даними ООН в Україні нараховується лише 40 компаній, які подають відповідну звітність.

Орієнтиром у формуванні економічної політики СР та вирішенні окреслених проблем для України виступає Європейський Союз, виходячи з її інтеграційних намірів.

Ключовим документом ЄС у сфері СР є одноіменна Стратегія, прийнята у 2001 р. на саміті в Готтенбурзі, яка зосереджується на наступних пріоритетах: формування відкритої та конкурентоспроможної економіки, зниження викидів CO₂, стале управління природними ресурсами, забезпечення суспільства безпечними продуктами харчування та споживання, ядерна безпека, розвиток системи безпечних технічних стандартів у будівництві та запобігання надзвичайним подіям та катастрофам [94].

Формування відкритої та конкурентоспроможної економіки даремно є



першою із домінант. У ході подолання світової фінансової кризи економічні та соціальні аспекти СР, засновані на підвищенні прозорості, стабільності функціонування та захисті споживачів, фінансові ринки стали ключовими напрямками європейської політики.

Що стосується екологічної складової, то у контексті підписання угоди про асоціацію з ЄС та подальшого вступу України до співтовариства, ми маємо імплементувати понад 200 Директив ЄС тільки у сфері екологічної політики.

За оцінкою Комісії ЄС (1998 р.), перехід до європейських стандартів лише в сфері екологічної політики вимагатиме від 10 країн ЦСЄ до 2010 року значних витрат – близько 120 млрд. євро, що відповідає в середньому 2,5 % ВВП щорічно.

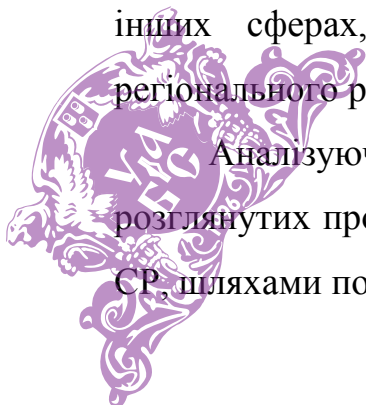
Оцінки вартості виконання вимог ЄС, зроблені кількома країнам ЦСЄ, так само свідчать про значний масштаб необхідних коштів. Згідно даних міністерства з питань довкілля Польщі, наприклад, «виконання базових директив ЄС щодо чистоти води, повітря та ґрунтів» до 2010 року коштуватиме від 33 млрд. дол. до 44 млрд. дол. [27].

Слід зауважити, що у діючому Плані дій Україна – ЄС, ухваленому Комісією ЄС, СР зазначається як важлива довгострокова мета.

Сприяння сталому розвитку винесено в окремий пункт Плану, в якому зазначається необхідність подальших заходів щодо:

- створення адміністративних структур і процедур для забезпечення стратегічного планування СР та узгодженості дій між відповідними задіяними сторонами;
- розробки та прийняття державної стратегії СР та забезпечення її імплементатії;
- включення питань захисту навколишнього середовища до політики у інших сферах, зокрема у галузі промисловості, енергетики, транспорту, регіонального розвитку та сільського господарства [113].

Аналізуючи проблеми СР України відзначимо, що з урахуванням розглянутих програмних документів та кращих світових ініціатив з фінансування СР, шляхами подолання окреслених проблем можемо назвати такі:

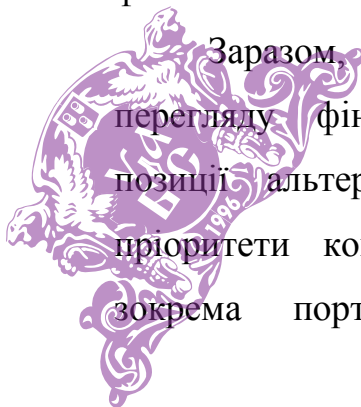


- перехід до концепції нової економіки СР, заснованій на збалансованому розвитку економічної, екологічної та соціальної складових, інтегрованого управління природним, соціальним, виробничим та фінансовим капіталом;
- створення належного організаційного, адміністративного, інституціонального, інформаційного і фінансового забезпечення реалізації стратегії СР економіки України;
- формування фінансового механізму інвестування в сталий економічний розвиток як дієвого інструменту його фінансування в цілому і забезпечення стійкості фінансової системи України зокрема;
- забезпечення умов відтворення усіх видів капіталу шляхом інвестування через національний банк розвитку, використовуючи механізми Кіотського протоколу, Принципів відповідальних інвестицій ООН, пільгові кредити та гранти міжнародних організацій, та ін. інструментів фінансового забезпечення СР.

2.2 Відповідальне портфельне інвестування як ключовий інструмент реалізації концепції сталого розвитку економіки

З поширенням концепції СР як панівної ідеології всебічного розвитку людства та просування концепції соціальної відповідальності бізнесу актуалізується роль новітніх механізмів їх фінансування. Інвестування зі збереженням традиційної орієнтації на отримання доходів, але з одночасним урахуванням нефінансових факторів, зокрема соціальних, етичних та екологічних приходять на зміну традиційній парадигмі фінансового забезпечення потреб бізнесу у фінансових ресурсах.

Заразом, глобальна фінансова криза зумовила необхідність перегляду фінансовими інститутами ведення ними своєї діяльності з позиції альтернативних напрямів підвищення капіталізації з огляду на пріоритети концепції СР. Серед прогресивних інструментів інвестування, зокрема портфельного, у цьому контексті виступають різноманітні



State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING"
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

види соціальних, соціально-відповідальних, «зелених», етичних інвестицій, які можна об'єднати під загальними терміном «відповідальні інвестиції».

Як зазначається у доповіді Програми екологізації ринків та інвестицій Всесвітнього фонду дикої природи, відповідальне фінансування (responsible finance) у широкому сенсі передбачає врахування фінансовими інститутами екологічних та соціальних ризиків, пов'язаних з клієнтами та профінансованими проектами, а також створення адекватних систем управління такими ризиками.

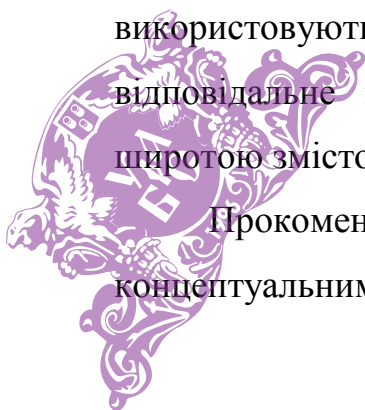
У вузькому розумінні це поняття застосовують до тих фінансових інститутів, що спеціалізуються на фінансуванні соціально та екологічно значущих проектів [183].

Слід зауважити, що на разі ведеться активний пошук термінології у сфері фінансування СР, направлений на інтеграцію традиційного та відповідального інвестування. Зважаючи на це, поняття «інвестування у сталий розвиток», «відповідальне інвестування» потребують детального структурного та семантичного аналізу. У різних наукових джерелах, незважаючи на не розробленість цього питання, наводяться відмінні погляди щодо нього.

У міжнародній практиці з поняттям відповідальне інвестування (responsible investing) асоціюють поняття «відповідальне та стале інвестування» (responsible and sustainable investing), «інвестування у СР» (sustainable investing), «інвестування впливу» (impact investing), тематичне інвестування у СР (sustainable themed investment), інвестування, засноване на місії (mission-based investing), інвестування за подвійним/потрійним підсумком (double/triple bottom line investing) та ін.

Одночасно, у національній практиці на позначення одного і того ж явища використовуються поняття «соціально-відповідальний бізнес», «соціально-відповідальне інвестування», «соціальне інвестування», що мають різне за широтою змістовне наповнення (додаток Ж).

Прокоментуємо деякі підходи науковців. Погоджуючись в цілому з концептуальними визначеннями соціально-відповідального бізнесу, наведеними у



програмних документах, на нашу думку, досить розпливчате трактування та розмежування соціальних та соціально-відповідальних інвестицій надає Тарханова Н. О., зазначаючи, що «Різниця між поняттями соціальної відповідальності та соціального інвестування полягає у тому, що система соціальної відповідальності виходить, насамперед, з морально-етичних критеріїв оцінки, які полягають в тому, що бізнес апріорі повинен компенсувати витрати суспільного розвитку, у той час як в основі поняття соціального інвестування лежать принципи економічної та фінансової доцільності розвитку бізнес-структур. Таким чином, фактично можна говорити про два аспекти одного й того ж явища [164].

Насправді у цьому випадку мова йде про співвідношення понять як часткового та загального. Так, з урахуванням підходу щодо структуризації відповідального інвестування (С. В. Андрос та Т. В. Романьок) його можна представити трьома ключовими напрямками:

- соціальним (дотримання прав людини, заборона експлуатації дитячої праці і т.д.);
- етичним (відмова від співпраці з компаніями, що виробляють, реалізують та розповсюджують тютюн, алкоголь, зброю і т.д.);
- екологічним (збереження поновлюваних джерел енергії, охорона і збереження природних ресурсів і т.д.) [2].

Звідси випливає, що соціальне інвестування є частковим випадком соціально-відповідального інвестування загалом.

З цієї ж позиції не можемо погодитися з думкою С. З. Мошенського, який ототожнює соціально-відповідальне інвестування з етичним інвестуванням: «потрібно зауважити, що соціальне інвестування має суто економічні мотиви (підвищення ефективності підприємства-інвестора через покращення умов для персоналу) і цим принципово відрізняється від соціально-відповідального інвестування, яке має не економічну, а етичну природу, а його мотиви пов'язані із системою цінностей і переконаннями інвесторів» [98].



Відповідальне інвестування, вирізняється інтегральним, дуалістичним характером, синтезуючи ознаки традиційного та соціально-відповідального інвестування.

На протипагу традиційній думці, що соціальна та екологічні сфери є збитковими, ВПІ є не лише високорентабельним, але й системно значимим. В умовах переходу від традиційної парадигми ведення бізнесу до поширення механізмів корпоративної соціальної відповідальності підприємців перед суспільством, відповідальне інвестування як окрема ніша на ринку інвестиційних ресурсів слугує для потреб тих суб'єктів ринку, які мають намір їх розмістити виходячи з етичних, соціальних чи екологічних параметрів.

При цьому концепція СР, як і концепція інвестування взагалі мають спільні орієнтири. Основна мета СР людства – задоволення потреб як нинішніх, так і майбутніх поколінь.

І інвестування є нічим іншим як формою відкладеного споживання, коли доступний сьогодні капітал використовується як фінансове забезпечення у майбутньому.

Поряд з соціальним інвестуванням, етичне та екологічне є невід'ємними складовими соціально-відповідального інвестування, як проміжна ланка між традиційним інвестуванням та відповідальним інвестуванням.

З урахуванням підходів Б. Бауе та А. Ю. Замлелого представимо узагальнений структурно-порівняльний підхід до дослідження відповідального інвестування на рис. 2.3.



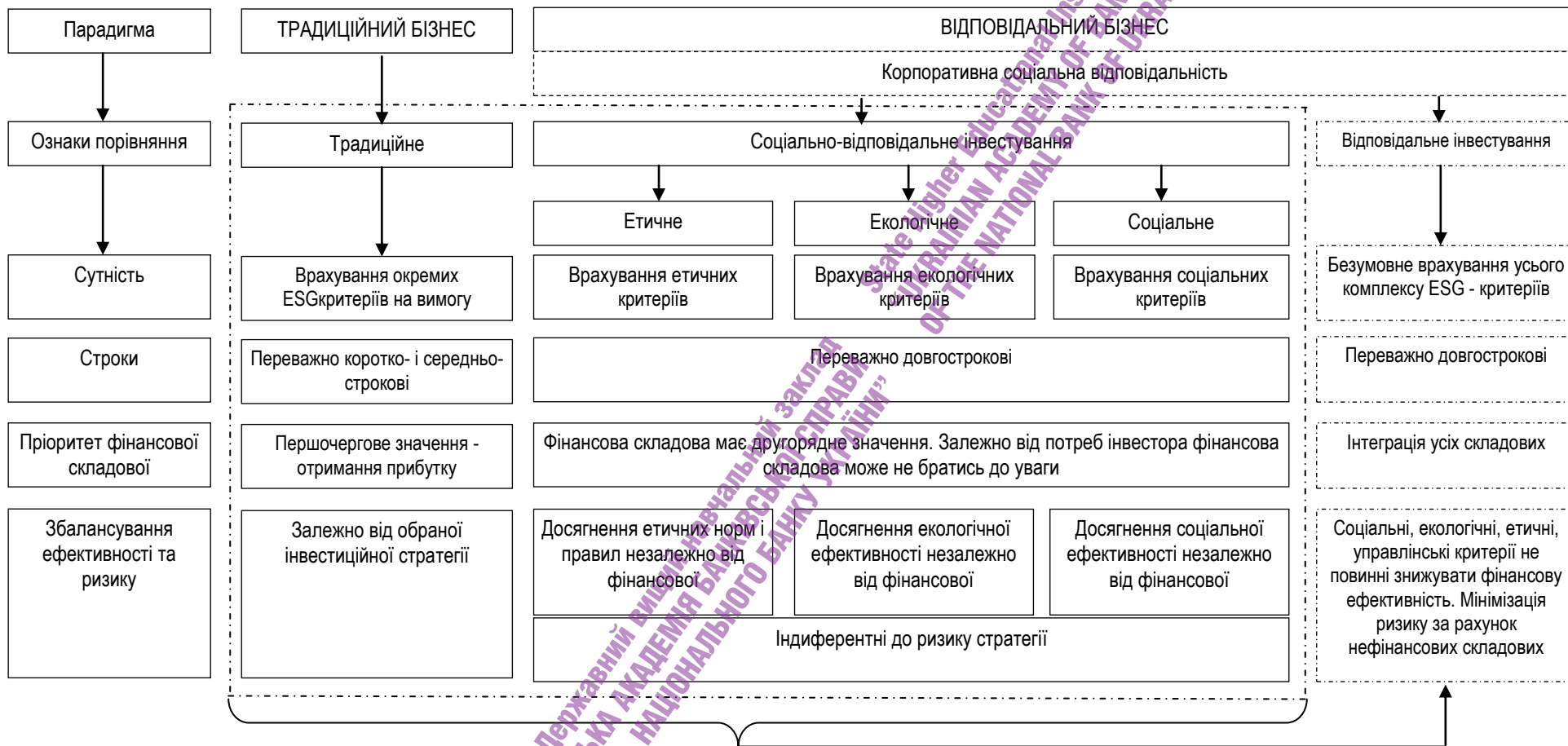


Рисунок 2.3 – Структурно-порівняльний підхід до дослідження відповідального інвестування

Джерело: розроблено автором



Проте, існуючі на сьогодні інвестиційні стратегії досить часто не враховують соціальні, етичні та екологічні наслідки розміщення інвестицій, цим самим вони суперечать ідеї «відкладеної вигоди», бо направлені на руйнування майбутнього.

Завдання відповідального інвестування – забезпечувати поєднання традиційних фінансових орієнтирів (максимізації прибутковості, мінімізації ризиків), а також соціальних, екологічних та управлінських критеріїв, сприяючи підтримці соціальної справедливості та балансу в навколишньому середовищі з одночасним досягненням фінансових цілей.

Відповідальне інвестування має значну сферу охоплення фінансових процесів, оперуючи різноманітними інструментами і охоплюючи такі сектори як:

- власне соціально-відповідальне інвестування;
- проектне фінансування;
- приватні прямі інвестиції і венчурний капітал;
- мікрофінансування.

Детальна характеристика інструментів відповідального портфельного інвестування наведена в таблиці 2.4.

Таблиця 2.4 – Сфера застосування та окремі інструменти відповідального інвестування

Сектор	Опис	Внесок у СР
1	2	3
Власне соціально-відповідальні інвестиції	Ціннісний підхід до оцінки інвестиційних можливостей, захисту інтересів акціонерів, про- громадського інвестування	Велика частка інвестицій зосереджується на екологічній і соціальній стійкості, проте, окремі з них орієнтовані на цінності, що не мають відношення до СР
Проектне фінансування	Фінансування великих об'єктів або проектів, таких як будівництво гребель або розробка родовищ	Більше 85 % обсягів проектного фінансування потрапляє під дію «Принципів Екватора», які передбачають дотримання вимог соціальної та екологічної стійкості
Приватні прямі інвестиції і венчурний капітал	Спекулятивне фінансування перспективних інноваційних стартап-компаній	Найбільша увага приділяється альтернативній енергетиці та екологічно чистому виробництву

1	2	3
Мікрофінансування	Надання мінімальних позик (близько 50 дол. США) дрібним підприємцям і ремісникам для розвитку ринків збуту вироблених ними товарів і послуг	В основному орієнтоване на створення джерел доходу і боротьбу з бідністю

Джерело : [201]

Зважаючи на доволі широку сферу використання інвестицій у СР (прямі інвестиції та венчурний капітал орієнтовані на сферу «зелених» екологічних проектів; здійснення мікрофінансування націлене на соціальну підтримку) та зосереджуючись на предметі нашого дослідження, доцільним є окреслення терміну «відповідальне портфельне інвестування».

В той же час, на наше глибоке переконання, не є доцільним штучне розмежування окремих видів ВПІ, оскільки, кожен з аналізованих видів охоплює одну зі складових цілісної концепції ESG – (environmental, social and corporate governance – ESG) – екологічних, соціальних критеріїв та критеріїв корпоративного управління. Екологічні, соціальні критерії та критерії корпоративного управління втілюють у собі три ключові сфери, три виміри СР, які є основою ведення відповідального бізнесу та його фінансування (табл. 2.5).

Таблиця 2.5 – Пояснення сутності окремих складових концепції ESG

Критерій	Діяльність	Потенційний вплив на фінансову (інвестиційну) діяльність
1	2	3
Екологічний	Ресурсний менеджмент	<ul style="list-style-type: none"> – дозволяє уникати чи мінімізувати екологічні зобов'язання; – зменшення витрат/збільшення прибутковості за рахунок енергетичної складової; – зниження регуляторних, нормативних та репутаційних ризиків; – індикатор ефективності управління компанією;
	Запобігання забрудненню навколишнього середовища	
	Зменшення викидів і впливу на клімат	
	Екологічна звітність і розкриття інформації	

1	2	3
Соціальний	Робоче місце та розвиток людського капіталу: – здоров'я та безпека; – трудові відносини; – права людини;	– зростання продуктивності і етичності бізнесу; – зниження плинності кадрів і прогулів; – відкритість для нових ідей та інновацій; – зменшення ймовірності судових розглядів і репутаційних ризиків
	Цілісність продукту: – якість продукції; – виникнення та поширення новітніх технологій;	– створення лояльності до бренду; – збільшення обсягів продажу на основі безпечних і екологічно чистих продуктів і передового досвіду; – зменшення ймовірності судових і репутаційних ризиків;
	Відносини з громадськістю: – відповідальне кредитування; – корпоративна філантропія;	– підвищення лояльності до бренду; – захист ліцензії на діяльність;
Корпоративне управління	Компенсації управлінському персоналу	– поєднання інтересів власників акцій і управління; – уникнення негативних фінансових сюрпризів; – зменшення репутаційних ризиків;
	Підзвітність ради правління	
	Права акціонерів	
	Звітність і розкриття інформації	

Джерело : [21]

Слід зауважити, що за даними KPMG близько 40 % найбільших світових інституційних інвесторів та компаній з управління активами враховують ESG-критерії у ході прийняття рішень щодо включення акцій окремих компаній у свій портфель. При цьому екологічні, соціальні та корпоративні критерії безпосередньо мають вплив на ринкову вартість лістингових компаній. Заразом, варто зауважити, що вказану концепцію можна доповнити також етичними критеріями та розширити систему критеріїв (ethical, environmental – E, social – S, and governance – G).

З урахуванням особливостей традиційного портфельного інвестування та відмінностей від прямого інвестування, розглянутих у підрозділі 1.3, дослідженої семантики поняття «відповідальне інвестування», розвинутого структурно-порівняльного підходу до його формування, а також сучасної триєдиної концепції



ESG-критеріїв, запропонуємо авторське визначення поняття «відповідальне портфельне інвестування» на основі його дуалістичної природи.

Відповідальне портфельне інвестування – це процес розміщення тимчасово вільних фінансових ресурсів інвесторами (індивідуальними та інституційними) у диверсифіковану сукупність об'єктів інвестування (інструменти грошового ринку, інструменти з фіксованою дохідністю, інструменти капіталу) з метою отримання інвестиційного доходу за мінімізації рівня ризику та одночасним і неодмінним врахуванням соціальних, екологічних, управлінських та етичних критеріїв у процесі прийняття інвестиційних рішень.

Зазначене визначення пояснює дуалістичну сутність портфельних інвестицій, орієнтованих насамперед на отримання доходу з одного боку та з позиції концепції СР в бізнесі через урахування ESG-критеріїв з іншого боку.

Слід зауважити, що окреслюючи в цьому визначенні основні об'єкти інвестування ми виходили саме з практики їх селекції з позиції фінансування СР, а тому серед перелічених інструментів (інструменти грошового ринку (депозити, депозитні сертифікати), інструменти з фіксованою дохідністю (облігації та інші короткострокові та довгострокові інструменти, що характеризуються фіксованою дохідністю, емітовані державою, муніципальними органами, приватними компаніями та некомерційними організаціями), інструменти капіталу (акції публічних компаній)) відсутні такі традиційні інструменти ПІ як похідні фінансові інструменти виходячи з їх спекулятивної направленості та високої ризикованості, що суперечать цілям СР.

Детальну характеристику концептуальних засад ВПІ з диференціацією за вказаними об'єктами приведемо у підрозділі 2.3.

Обґрунтовуючи заключну частину запропонованого визначення, у якій наголошується на необхідності врахування етичних, екологічних, соціальних, управлінських – ESG-критеріїв як основи здійснення ВПІ з урахуванням кращої світової практики запропонуємо їх класифікацію залежно від мети та превалюючого типу критеріїв, що враховуються при такому інвестуванні (рис.

2.4)





Рисунок 2.4 – Класифікація ВПІ за їх метою та основними критеріями відбору

Джерело: доповнено автором за [217]

Таким чином, ВПІ суттєво відрізняється від традиційного та соціально-відповідального інвестування за цілим рядом критеріїв:

- 1) врахування соціальних, екологічних, етичних та управлінських ініціатив компанії при інвестуванні в її фінансові інструменти;
- 2) відсутність спекулятивного мотиву при інвестуванні;
- 3) пріоритетність критерію фінансової доцільності при прийнятті інвестиційних рішень;
- 4) специфічні типи ризиків, що враховуються інвестором;
- 5) трактування змісту відкладеної вигоди з позиції наслідків розміщення інвестиції.

Так, зокрема, при традиційному інвестуванні, на відміну від інших двох типів, ESG-критерії мають бути враховані при прийнятті інвестиційних рішень лише в окремих випадках (при специфічних вимогах регулятора).

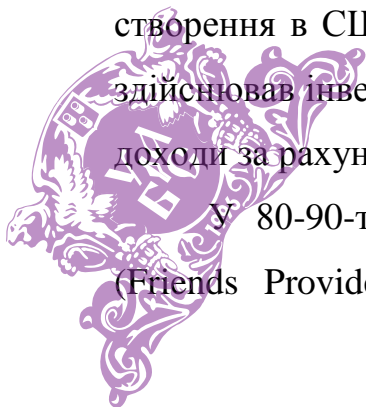
Серед об'єктів ВПІ відсутні такі традиційні інструменти ПІ як похідні фінансові інструменти, виходячи з їх спекулятивної спрямованості, що суперечить фундаментальним положенням концепції СР.

Пріоритетом при традиційному інвестуванні є отримання прибутку, при соціально-відповідальному – досягнення соціальної та екологічної ефективності, а при ВПІ врахування ESG-критеріїв є обов'язковим, але не повинно знижувати рентабельність інвестиційних операцій. ВПІ є формою відкладеного споживання (доступний сьогодні капітал використовується як фінансове забезпечення у майбутньому), але, на відміну від традиційного інвестування, відкладена вигода трактується з позиції не тільки економічних, а нефінансових наслідків розміщення інвестицій. Відмінність соціально-відповідального інвестування від ВПІ полягає в тому, що перше здійснюється не з позиції фінансової доцільності, а з інших міркувань, пов'язаних із системою цінностей інвестора, впливом на імідж компанії тощо, тоді як друге зорієнтоване перш за все на забезпечення традиційних фінансових орієнтирів (максимізації прибутковості, мінімізації фінансових ризиків), але з урахуванням екологічних, соціальних та етичних ризиків, пов'язаних з клієнтами або профінансованими проектами, та ефективного управління цими ризиками.

Слід зауважити, що ВПІ диференціюються за ступенем врахування усього спектру ESG-критеріїв чи окремого з них, однак на відміну від окремо взятих традиційних чи соціальних інвестицій поєднують як фінансову, так і превалюючі нефінансові складові. Зокрема, етичні мотиви були основою їх здійснення на етапі зародження.

В історичному ракурсі саме ВПІ виникло одним з перших. Відправною точкою розвитку соціально відповідальних інвестицій прийнято вважати створення в США в 1971 р. першого етичного фонду PAX World Fund, який не здійснював інвестиції в компанії з виробництва зброї або компанії, які отримують доходи за рахунок В'єтнамської війни.

У 80-90-ті роки ХХ століття з'явилася велика кількість етичних фондів (Friends Provident Stewardship Fund, Jupiter Ecology Fund і т.д.), поступово



формувався спеціалізовані інформаційно-аналітичні агенції та некомерційні організації з розвитку і дослідженню ринку відповідального інвестування (наприклад, EuroSIF в ЄС, Associate for Sustainable and Responsible Investment в Азії, Responsible Investment Association of Australasia в Австралії, EMDP для країн, що розвиваються).

Зростання значення інституційних інвесторів, зокрема недержавних пенсійних фондів посилилось у цей час і після публікації книги Д. Рифкіна й Р. Барбера [252]. Відтоді пенсійні фонди як найбільші портфельні інвестори є активними учасниками ВПІ (вимог соціальної відповідальності дотримуються 59 % британських пенсійних фондів і 75 % швейцарських) [98].

У 2000 р. у Великобританії, а потім і у Франції, Австралії, Німеччині, Бельгії, США були прийняті зміни в пенсійному законодавстві – пенсійні фонди були зобов'язані розкривати ступінь своєї участі в соціально - відповідальних інвестиціях, що послужило сильним імпульсом для подальшого їх розвитку. Наприкінці 1990-х рр. з'явилися перші фондові індекси Dow Jones Sustainability Index, FTSE, Domini та ін. які є невід'ємною частиною ринку відповідальних інвестицій (табл. 2.3).

Наразі існує значна кількість глобальних, національних, регіональних та різноманітних галузевих індексів, що відображають динаміку і настрої інвесторів з урахуванням ESG-критеріїв.

Таблиця 2.6 – Основні категорії фондових індексів на основі критеріїв СР

Ознака	Класифікаційна категорія	Приклад індексу
1	2	3
За географічною прив'язкою	Глобальні індекси	FTSE4Good Global 100 Index, MSCI World ESG Index, FTSE4Good Global Benchmark Index
	Національні індекси	S&P ESG India Index, OMX GES Ethical Denmark Index, DAXglobal, Sarasin Sustainability Germany Index

1	2	3
	Регіональні індекси	Dow Jones Sustainability North America Index, Dow Jones Islamic Market Sustainability Index, OMX GES Sustainability Nordic Index
За критеріями СР	Індекси широкої спрямованості	Dow Jones Sustainability World Enlarged Index, MSCI EAFE ESG Index, FTSE4Good Europe Benchmark Index
	Індекси вузької спрямованості	KRX SRI ECO, MSCI KLD 400 Social Index, FTSE CDP Carbon Strategy 350 Index

Джерело : [176]

Проведене дослідження динаміки індексу DJSI World у підрозділі 2.1 можемо поглибити через її співставлення з динамікою індексу MSCI World (рис. 2.5).

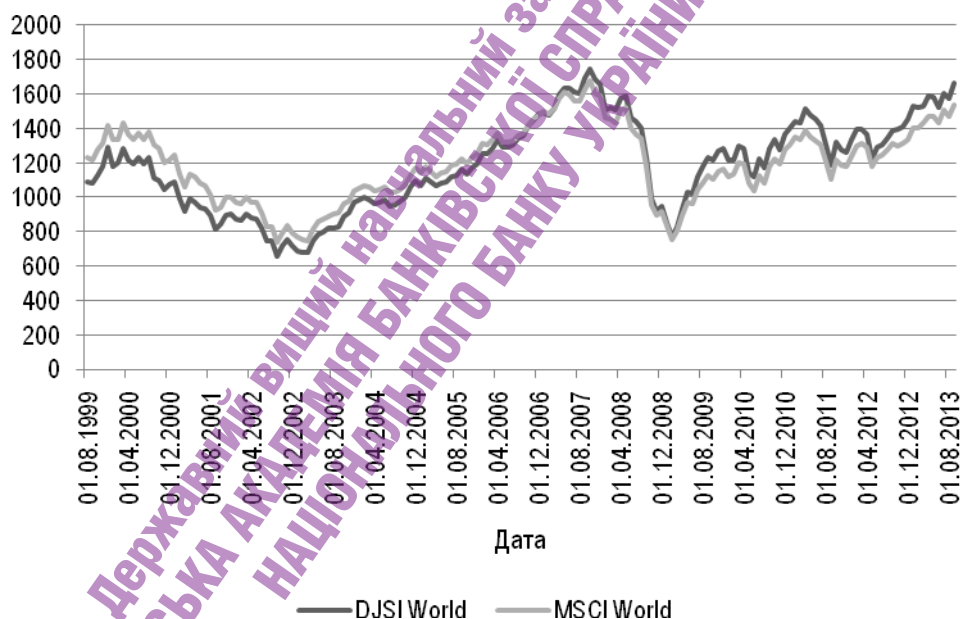


Рисунок 2.5 – Порівняння індексів DJSI та MSCI World за 1999-2013 рр., за даними торгових систем

Як бачимо, результативність індексу DJSI перевищує MSCI World починаючи з передкризового періоду 2006-2007 рр., збільшуючи розрив у посткризовий період. Така динаміка ілюструє той факт, що активізація

інвестиційних процесів у СР економіки спостерігається з розгортанням світової фінансової кризи та подоланням її наслідків.

Більше того, це свідчить також про зростання доходності інвестицій, у т.ч. й портфельних у СР у порівнянні з традиційними інвестиціями, всупереч пересічній думці як мінімум про їх низьку ефективність і як максимум про їх збитковість.

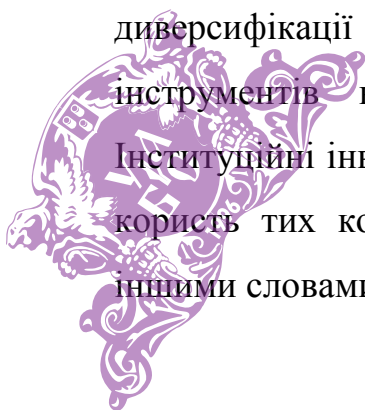
З огляду на фінансову теорію, вченими було виявлено, що дотримання принципів СР має помітний позитивний вплив на ряд фінансових показників компанії та продемонстровано, що прибутковість акцій компанії, що здійснюють інвестиції у СР співставна з середньоринковою нормою прибутковості і в довгостроковій перспективі може її перевищувати.

Так, американський дослідник Марк С. Джейн в 2005 році у своїй книзі «Прибуткове стале інвестування?» показав, що в довгостроковій перспективі зростання акцій компанії, що інвестують у СР перевищує індекс «Russell 3000» (включає всі найбільші публічні компанії США) в середньому на 2,53 % на рік [28].

Переконливі аргументи щодо позитивного зв'язку між здійсненням ВПІ та фінансовими результатами інвесторів наводяться і в аналітичних звітах відомих організацій. Так, дослідження KPMG 2011 р. показало, що таке співвідношення виконується у 90 % випадків [21].

У доповіді Goldman Sachs показано, що компанії, які є лідерами з відповідальних інвестицій, протягом останніх двох років випереджають своїх конкурентів по фондовому ринку в цілому на 25 %, і майже на 75 % – при внутрішньогалузевих порівняннях [201].

Дослідження інвестиційного банку JP Morgan Chase & Co, показують, що все більше клієнтів очікують від них розвитку «відповідальних» практик, тобто диверсифікації портфелів цінних паперів шляхом придбання фінансових інструментів компаній, що демонструють прихильність принципам СР. Інституційні інвестори та управляючі активами все частіше роблять свій вибір на користь тих компаній, чия діяльність робить внесок у розвиток суспільства, іншими словами, на користь «інвестицій впливу» [208].



State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING"
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

Отже, відзначаючи факт позитивного взаємозв'язку ВПІ та фінансової діяльності інвесторів, слід зауважити, що інвестування у СР на відміну від традиційного інвестування оперує рядом специфічних методів і прийомів формування портфелю. Серед основоположних та найбільш поширених у світовій практиці методів виділяють такі:

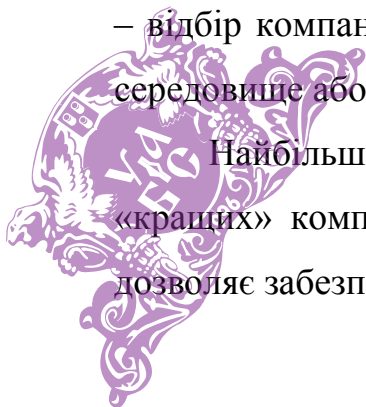
- відбір компаній (screening);
- активні дії акціонерів (shareholder advocacy);

Необхідно відмітити, що ці методи не є взаємовиключними. Вони доповнюють один одного на різних стадіях інвестиційного циклу з урахуванням ESG-критеріїв та необхідності одночасного досягнення фінансової ефективності. Зокрема, відбір об'єктів інвестування відбувається до купівлі цінних паперів, у той час як вплив акціонерів здійснюється відносно уже сформованого портфелю.

Основним методом ВПІ є негативний скринінг або виключення. Як правило, інвестори, керуючись етичними міркуваннями, виключають зі своїх портфелів цінні папери емітентів компаній з таких областей як алкогольна та тютюнова промисловість, азартні ігри, атомна енергетика і т. д. До негативного скринінгу також зараховують скринінг, що заснований на принципах (нормах). Він полягає у виключенні компаній, які систематично не відповідають принципам у сфері корпоративної соціальної відповідальності, описаним в основних міжнародних документах, таких як «Глобальний договір ООН», «Цілі розвитку тисячоліття», «Основні конвенції МОП», «Керівництво ОЕСР для транснаціональних компаній». Приклади критеріїв для виключення емітентів на основі принципів Глобального договору ООН наведено у додатку 3.

З початку 1990-х років інвестори стали застосовувати позитивний скринінг – відбір компаній, діяльність яких спричиняє мінімальний вплив на навколишнє середовище або тих, що проводять активну соціальну політику.

Найбільш поширеним видом позитивного скринінгу є відбір паперів «кращих» компаній у своєму секторі (best-in-class) – сегментний скринінг, що дозволяє забезпечити диверсифікацію портфелю.



Менш поширеним є так званий «піонерський» скринінг, при якому інвестори відбирають цінні папери компаній, що демонструють кращі результати в певному напрямку. Наприклад, існує велика кількість «зелених» фондів, що інвестують в компанії з розвинутою практикою охорони навколишнього середовища [176].

Також інституційні інвестори застосовують метод взаємодії, що полягає у використанні прав акціонерів для впливу на діяльність емітентів в області корпоративної соціальної відповідальності. Взаємодія передбачає зустрічі з керівництвом емітентів, голосування на загальних зборах акціонерів, підписання резолюцій акціонерів, спілкування зі ЗМІ і т. д (табл. 2.7). Відмінність даного методу від скринінгу акляється в тому, що взаємодія впливає не на вибір цінних паперів, а на поведінку емітентів при сформованому портфелі.

Таблиця 2.7 – Форми взаємодії інвесторів з компаніями-емітентами у соціальних, економічних, екологічних, етичних та управлінських питаннях

Індивідуальні форми взаємодії	Публічні форми взаємодії
Обговорення питань КСВ на рядових зустрічах інституційних інвесторів з керівництвом	Відвідування річних зборів акціонерів з метою підняти питання КСВ
Листи керівництву з питань КСВ	Пропозиція резолюцій акціонерів
Спеціальні зустрічі з питань КСВ	Використання прав для голосування, в тому числі затвердження звітності або вибір членів ради директорів
Листи іншим акціонерам для вираження стурбованості у зв'язку з питаннями КСВ	Ініціація позачергових зборів акціонерів
Інформування інших інвесторів про взаємодію з підприємством з питань КСВ	Спілкування із ЗМІ

Джерело [231]

Розглянувши два основні методи формування портфелю відповідальних інвестицій, слід зауважити, що зі збільшенням їх обсягів з огляду на поширення концепції СР виникають нові методи і стратегії.

- Так, зокрема співставлення досліджень:
- Європейського форуму ВПІ (EuroSIF),
 - Методології Принципів відповідальних інвестицій (Principles for Responsible Investment (PRI)),
 - Європейської асоціації з управління фондами та активами (European Fund and Asset Management Association (EFAMA)) дозволило узагальнити розглянуті методи та доповнити їх новими (табл.2.8).

Таблиця 2.8 – Перелік методів інвестування у СР за різними підходами

Методи інвестування у СР		
EuroSIF	PRI	EFAMA
Скринінг, що базується на нормах	ESG-винятки	Підхід, що базується на нормах
«Найкращий в своєму класі»	ESG позитивний скринінг та «найкращий в своєму класі»	«Найкращий в своєму класі»
Тематичні інвестиції у СР	ESG тематичні інвестиції у СР	Тематичний підхід
Виключення	ESG-виключення	Підхід виключення
Інтеграція ESG-критеріїв	ESG-інтеграція	–
Залучення та голосування	ESG-залучення	Залучення (голосування)
Інвестиції впливу	–	–
–	Пасивні методи з застосування ESG індексів	–

Джерело : [218]

Деякі з перерахованих методів формування портфелю відповідальних інвестицій базуються на двох основоположних методах, деякі є відносно новими і можуть стосуватися лише окремих видів інвестицій.

Звідси випливає необхідність співставлення вказаних методів та видів відповідальних інвестицій відповідно до їх сутності.

Розвинутий підхід проілюстровано у табл. 2.9



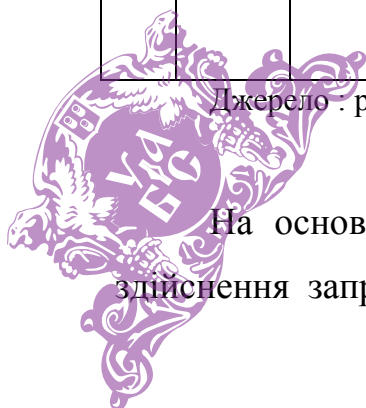
Таблиця 2.9 – Методи формування інвестиційного портфелю залежно від типів ВПП

Тип ВПП		Напрямки інвестування	Метод формування інвестиційного портфелю	Специфічні особливості відбору об'єктів ПІ для включення в портфель
1		2	3	4
Юні-секторні	ПІ екологічного спрямування	ПІ у фонди відновлюваної енергії, ПІ у вуглецеві фонди, ПІ в зелені фонди, ПІ в фонди лісового господарства, ПІ в фонди позитивного відбору	Концентроване інвестування	Інвестиційний портфель формується виключно за рахунок цінних паперах тих компаній, що демонструють дотримання екологічних стандартів, випускають органічну продукцію, використовують безпечні технології тощо
	ПІ соціального спрямування	ПІ в фонди мікрофінансування, ПІ в солідарні фонди, інвестиції впливу, венчурна філантропія, суспільне інвестування, соціальне підприємництво	Концентроване інвестування	Інвестиційний портфель формується виключно за рахунок цінних паперах тих компаній, що реалізують соціальні програми і проекти, працюють на принципах соціальної відповідальності
			Інвестування впливу	До включення в портфель відбираються лише ті об'єкти ПІ, що безпосередньо прив'язані до конкретних соціальних проектів та ініціатив, що мають важливе суспільне значення
ПІ корпоративного спрямування	ПІ в фонди залучення	Метод корпоративного впливу	Відбір об'єктів ПІ щодо їх включення в портфель за результатами голосування акціонерів	
		Метод корпоративної взаємодії	Використання прав акціонерів для впливу на поведінку емітентів цінних паперів при сформованому портфелі, їх діяльність щодо корпоративної соціальної відповідальності	
Крос-секторні	ПІ негативного відбору	ПІ в бідь-які компанії або фонди за виключенням тих, що не дотримуються принципів концепції СР (інвестиції уникнення)	Скринінг, що базується на нормах	Відбір об'єктів ПІ щодо їх включення в портфель виходячи з систематичної відповідності компанії міжнародним регуляторним нормам за всіма ESG - критеріями
			Виключення	Поступове виключення з портфелю тих об'єктів ПІ, які не відповідають всій сукупності ESG - критеріїв

1	2	3	4	5
			Інтеграція ESG – критеріїв	Повноцінна, пряма та постійно діюча інтеграція ESG – критеріїв в систему відбору об'єктів ПІ для включення в портфель поряд з традиційними фінансовими критеріями
	ПІ позитивного відбору	ПІ лише в ті компанії або фонди, які підтримують практику екологічно-та соціально-відповідального ведення бізнесу (інвестиції преференцій)	Позитивний скринінг	Формування портфелю ПІ з фінансових інструментів лише тих компаній, які є лідерами у впровадженні крос-секторних ініціатив СР
Піонерський скринінг			Формування портфелю ПІ з фінансових інструментів лише тих компаній, які першими започатковують окремі крос-секторні ініціативи СР	
Сегментний скринінг			Під час формування портфелю обираються цінні папери компаній, які за всією сукупністю ESG – критеріїв є найбільш ефективними у своїй сфері (сегменті ринку)	
Інтеграція ESG – критеріїв			Повноцінна, пряма та постійно діюча інтеграція ESG – критеріїв в систему відбору об'єктів ПІ для включення в портфель поряд з традиційними фінансовими критеріями	
	Етичні ПІ	ПІ в конфесійні фонди, ПІ у фонди на принципах шаріату	Скринінг, що базується на нормах	Відбір об'єктів ПІ щодо їх включення в портфель виходячи з систематичної відповідності компанії міжнародним регуляторним нормам за всіма ESG - критеріями
			Виключення	Поступове виключення з портфелю тих об'єктів ПІ, які не відповідають етичним вимогам (фінансові інструменти компаній, що здійснюють торгівлю зброєю, розповсюдження порнографії, виробництво або торгівлю алкоголем та тютюновими виробами, працюють у сфері грального бізнесу, проводять тести на тваринах тощо)

Джерело : розроблено автором

На основі узагальнення класифікаційних ознак ВПІ та особливостей їх здійснення запропоновано виокремлювати шість типів ВПІ, три з яких можна



вважати юні-секторними (ВПП екологічного, соціального та корпоративного спрямування, сконцентровані на окремих складових концепції СР та ESG-критеріях), а три – крос-секторними (ВПП негативного та позитивного відбору, етичні ВПП). Для кожного з цих типів ВПП в роботі обґрунтовано домінуючий метод формування інвестиційного портфелю.

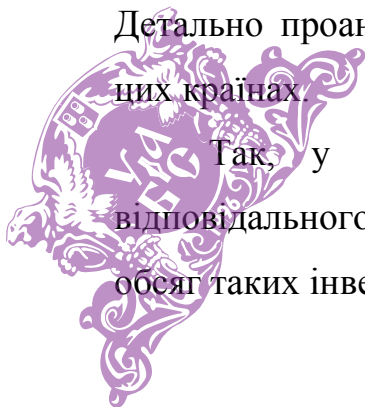
Вказаний підхід дозволяє чітко ідентифікувати необхідний метод формування портфелю з урахуванням превалюючого виду інвестицій, розглянутих раніше. Необхідно зауважити, що кожному виду відповідальних інвестицій поставлено у відповідність метод, що чітко узгоджується з їх характером та об'єктами.

Так, методи виключення і скринінгу, що базується на нормах, застосовуються переважно при здійсненні етичного інвестування, у той час як метод інтеграції може бути дієвим у операціях з крос-секторними інвестиціями, що охоплюють усі ESG-критерії.

З часів свого виникнення за останні 40 років інвестування у СР еволюціонувало від одиничних практик етичного інвестування до окремого сегменту фондового ринку зі своїми учасниками та інфраструктурою. Світовий обсяг відповідальних інвестицій до кінця 2009 року оцінювався в 10,9 трлн дол. доларів США, що на 50 % більше, ніж у 2007 році – до глобальної економічної кризи [176].

Таким чином, сума коштів, інвестована з урахуванням етичних, соціальних, екологічних характеристик і практики корпоративного управління емітентів, більше приблизно у 34 рази ніж весь обсяг ринку цінних паперів України (станом на 2012 р. цей показник становив 2 530,87 млрд. дол.). Провідними центрами інвестування у СР на сьогодні є США та ЄС. Детально проаналізуємо особливості функціонування ринку таких інвестицій у цих країнах.

Так, у США, що займає лідируючі позиції на світовому ринку відповідального інвестування спостерігається його бум. У порівнянні з 2009 р. обсяг таких інвестицій у 2012 зріс на 22 % (рис. 2.6).



Становлячи 11,3 % від загальної суми активів під управлінням, інформацію щодо яких публікує Thomson Reuters Nelson, з 1995 р. активи, пов'язані з відповідальним інвестуванням продемонстрували ріст у 486 %, у той час як сукупні активи – у 376 %.

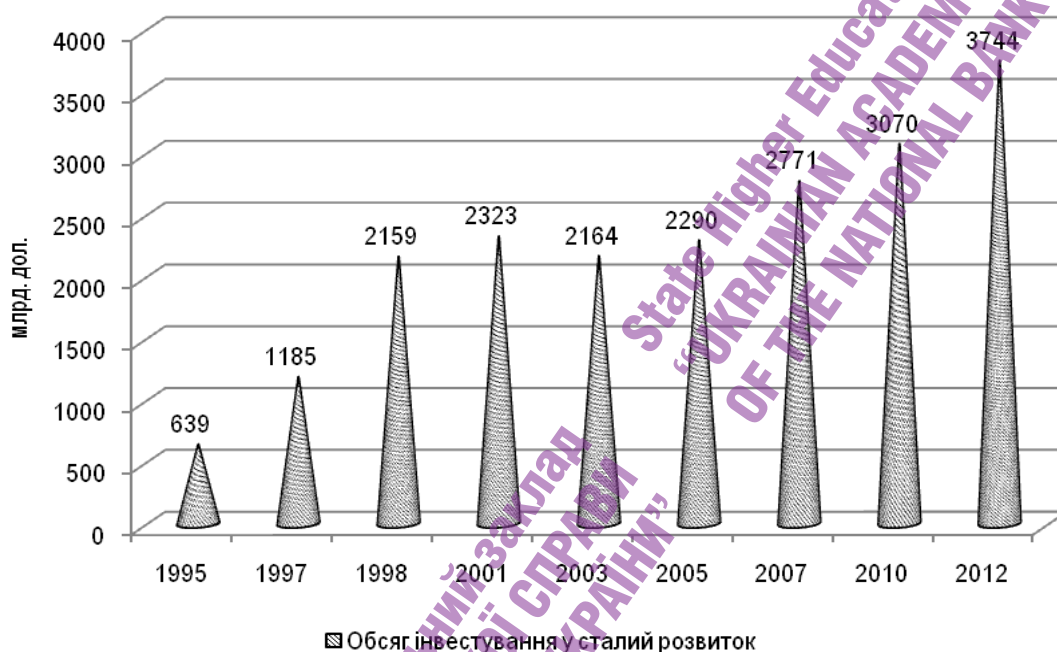


Рисунок 2.6 – Динаміка відповідального інвестування США за 1995-2012 рр., дол. США [251]

Щодо структури відповідальних інвестицій у США, то переважну питому вагу мають власне інвестиції з урахуванням ESG-критеріїв у порівнянні з інвестиціями, здійснюваними з використанням методу впливу акціонерів (дол. США 2,10).

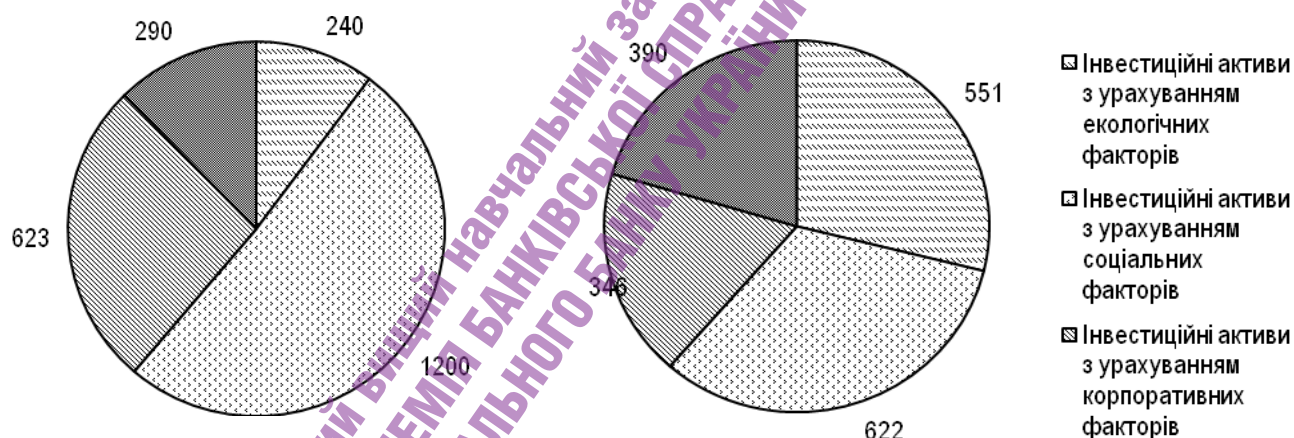
Таблиця 2.10 – Структура відповідальних інвестицій у США за методами формування портфелю, за 1995-2012 рр., дол. США

Методи	Рік								
	1995	1997	1998	2001	2003	2005	2007	2010	2012
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Інвестування з урахуванням ESG-критеріїв	166	533	1502	2018	2157	1704	2123	2554	3314

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Вплив акціонерів	473	736	922	897	448	703	739	1497	1536
Змішані методи	н.д.	-84	-265	-529	-441	-117	-151	-981	-1106
Усього	639	1185	2159	2323	2164	2290	2711	3070	3744

Джерело: [251]

Групуючи інвестиційні активи, розміщені з урахування ESG-критеріїв у США (рис. 2.7), можна дійти висновку, що найбільшу частку серед них займають активи із соціальною складовою – 51 % від загального обсягу у 2012 р., які знаходяться під управлінням найбільшої кількості управляючих компаній – 622.



Інвестиційні активи, млрд. дол.

Інвестиційні компанії з управління активами, од.

Рисунок 2.7 – Структура інвестиційних активів та управляючих компаній, що працюють з відповідальними інвестиціями у США, 2012 р.[251]

Другим за обсягами інвестування у СР регіоном у світі є країни ЄС, демонструючи зростання цього показника на 89 % у 2011 р. порівняно з 2009 (рис. 2.8).

Серед наведених інвестицій найбільш динамічними є інвестиції, здійснювані із застосуванням скринінгу, що базується на нормах – понад 137 %

росту у 2011 р. порівняно з 2009.

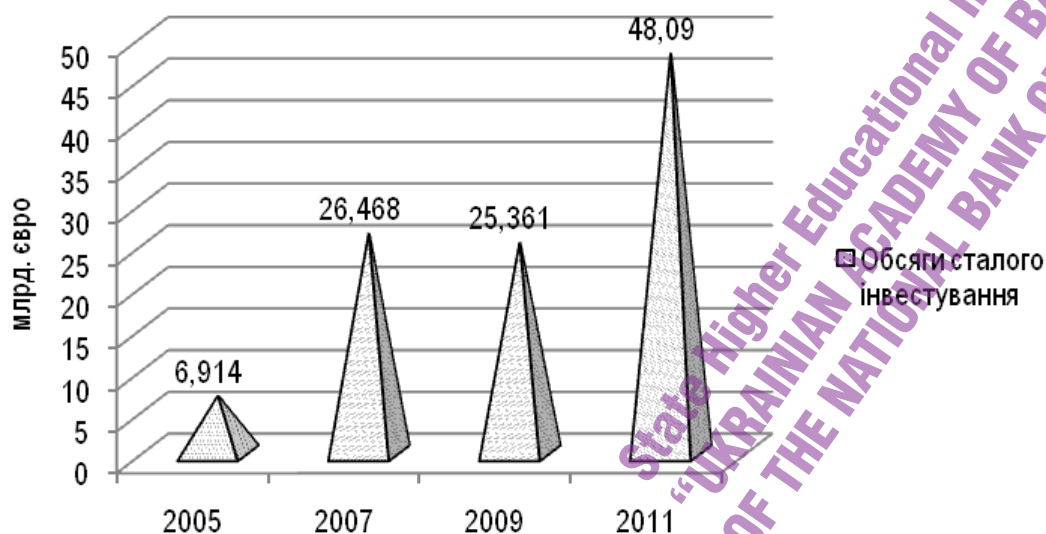


Рисунок 2.8 – Динаміка відповідального інвестування у ЄС за 2005-2011 рр., млрд. дол. США, складено за даними [176]

Групуюючи інвестиційні активи, розміщені з урахування ESG-критеріїв у країнах Євросоюзу (рис. 2.9), можна дійти висновку, що найбільшу частку серед них займають активи із соціальною складовою – 51 % від загального обсягу у 2012 р., які знаходяться під управлінням найбільшої кількості управляючих компаній – 622.

Як бачимо, на відміну від США у ЄС переважають крос-секторні інвестиційні активи (з урахуванням усієї сукупності ESG-критеріїв) 83,3 % від загального обсягу активів у 237,9 млрд. євро, що знаходяться під управлінням 63,9 % управляючих компаній загальною кількістю 1775.

Що стосується пооб'єктної характеристики обсягу відповідальних інвестицій у ЄС, слід зазначити, що за даними EuroSif найбільшу частку в загальному обсязі інвестицій мають інвестиції в інструменти з фіксованим доходом.



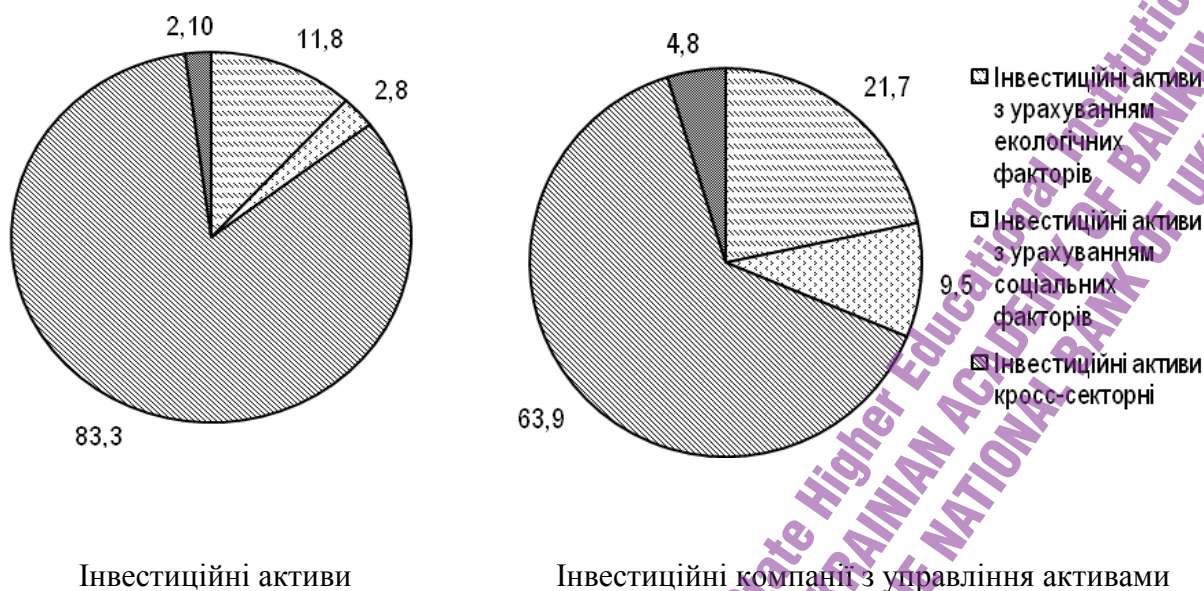


Рисунок 2.9 – Структура інвестиційних активів та управляючих компаній, що працюють з відповідальними інвестиціями у Європі, 2012 р., % від загальної кількості, складено за даними [216]

За останні чотири роки частка активів відповідальних інвестицій, яка припадає на інструменти з фіксованою доходністю, стабільно перевищує частку акцій публічних компаній, що пов'язано зі зміною переваг інституційних інвесторів.

Інвестиції в державні облигації дозволяють вкладати у стійкий розвиток цілих країн, а не тільки окремих компаній, що надає широкі можливості як для інвесторів, так і для компаній з управління активами.

На кінець 2011 р. частка інструментів з фіксованою прибутковістю в загальному обсязі інвестування у ЄС у ЄС склала 51 % (рис. 2.10). Традиційно висока частка облигацій властива ринку інвестування у ЄС в Італії, де вона складає близько 80 %.

Інвестиції в акції публічних компаній традиційно залишаються одним з найпоширеніших інструментів.

Проте, останнім часом частка даних активів у загальному обсязі інвестування скоротилася, що пов'язано, зі зміною інвестиційних очікувань та

вподобань інституційних інвесторів.

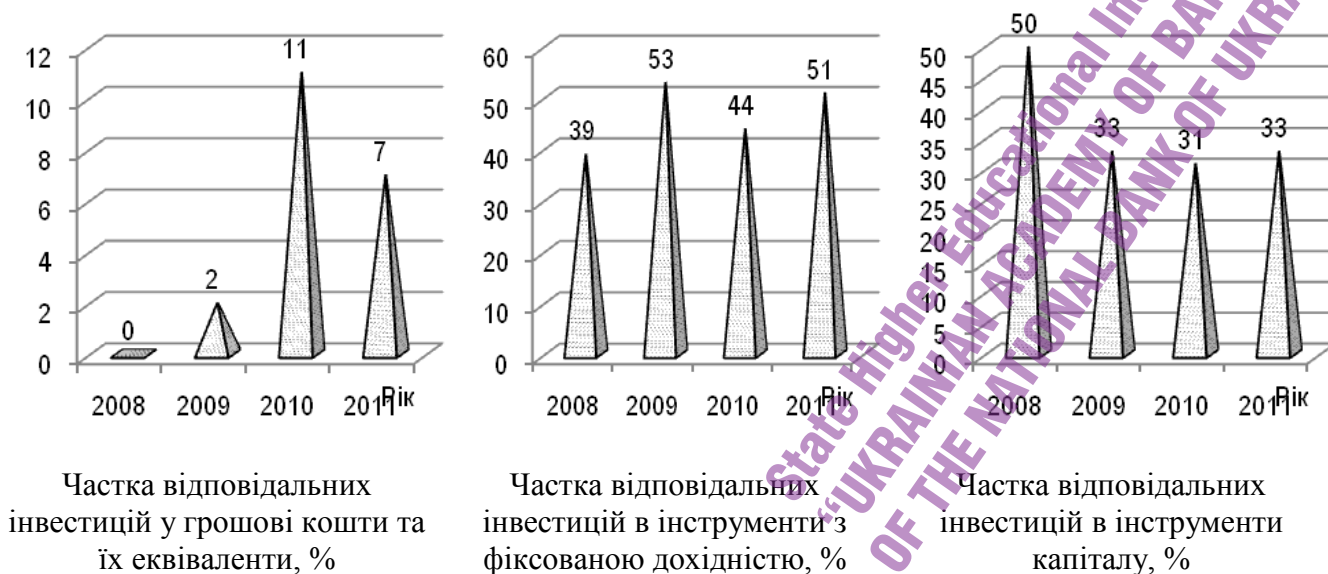


Рисунок 2.10 – Структура відповідальних інвестицій за об'єктами у країнах ЄС у 2008-2011 рр., складено за даними [218]

Обсяги інвестування в такі інструменти як грошові кошти та їх еквіваленти становлять невелику частку в загальному обсязі відповідального інвестування у ЄС. Однак у кризові періоди їх частка, безсумнівно, зростає. До прикладу, у Франції частка грошових активів відповідальних інвестицій становить близько 30 %, що більше середньоевропейського рівня у чотири рази, і пояснюється значним поширенням грошових заощаджень у цій країні.

Також досить висока частка грошових активів у загальному обсязі відповідальних інвестицій у порівнянні з іншими країнами Євросоюзу спостерігається в Німеччині, де вона традиційно складає близько 10 %, та Італії – частка грошових активів 6-8 %.

З урахуванням проведеного аналізу та за дослідженнями науковців у світі знаходяться на етапі свого становлення декілька моделей відповідального інвестування.

Так, для американської моделі характерна максимальна свобода суб'єктів господарювання, багато сфер суспільства залишається саморегульованими. Усі

ініціативи у сфері інвестування є для корпорацій добровільними за природою. На відміну від США, європейська (континентальна) модель інвестування регулюється нормами, стандартами та законами відповідних держав, зокрема і в частині філантропічних акцій.

У багатьох країнах Європи законодавчо закріплено обов'язкове медичне страхування та охорона здоров'я працівників, пенсійне регулювання та ряд інших соціально значущих питань [164].

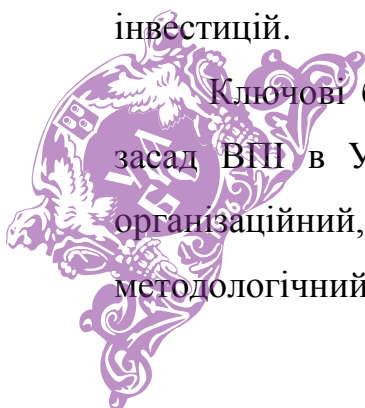
Україна поки що залишається осторонь світових процесів поширення відповідальних інвестицій. Більше того дослідження стану та структури фінансового ринку України засвідчило той факт, що інвестиції у СР серед вітчизняних інвесторів у помітних обсягах не представлені. Станом на 2010 р. нараховується лише 55 звітів компаній, що у той чи інший спосіб враховують нефінансові фактори у своїй діяльності.

Однак, з урахуванням того, що у структурі таких інвестиції 53 % займають вкладення в облігації (за даними EuroSif), а вони в свою чергу є важливим джерелом фінансування українського бізнесу, інвестування у СР має значний потенціал [59].

Серед переваг поширення ВПІ в Україні слід назвати:

- здешевлення вартості залучення коштів за допомогою випуску облігацій;
- залучення додаткового фінансування за рахунок включення облігацій та акцій українських компаній у портфелі європейських портфельних інвесторів, що займаються інвестиціями у СР;
- забезпечення ліквідності акцій, насичення порівняно дешевими ресурсами економіки, структурна перебудова галузей економіки, її екологізація через довгостроковий характер відповідальних інвестицій.

Ключові бар'єри, що стоять на перешкоді впровадженню концептуальних засад ВПІ в Україні можна згрупувати за такими проблемними напрямками: організаційний, нормативний, інформаційний, інфраструктурний, методологічний, кадровий (табл. 2.11).



Таблиця 2.11 – Проблеми впровадження ВПІ в Україні

Проблемний напрямок	Аспекти
Організаційний	відсутність розуміння важливості СР економіки країни, як наслідок – відсутність національної стратегії СР, відповідних регуляторних органів
	нерозуміння та відсутність стимулів до впровадження механізмів
	корпоративної соціальної відповідальності та ESG-критеріїв у бізнес-колах;
	відсутність мотивації до просування відповідальних інвестицій на державному, регіональному та приватному рівнях
	неврахування екологічних та соціальних ризиків фінансовими інститутами – як наслідок превалювання фінансової складової у мотивах до здійснення ними інвестування
	низький рівень громадянської свідомості та споживчий менталітет нації
Нормативний	неузгодженість законодавчої бази у сфері екологічної, соціальної політики, механізмів корпоративного управління та корпоративної соціальної відповідальності з кращою світовою практикою
	відсутність нормативних документів, які встановлювали принципи та рамки функціонування, регулювання та стимулювання процесів інвестування у СР
Методологічний (інформаційний)	низька якість підготовки фінансової інформації та неврахування нефінансових критеріїв у ній
	брак ґрунтовних наукових розробок у сфері інвестування у СР
Інфраструктурний	відсутність інфраструктурних елементів, пов'язаних з інвестиціями у СР (рейтингові агентства, аналітичні бюро, біржові регламенти та індекси, інформаційні системи);
	недостатня інтегрованість української фінансової системи у міжнародні;
	недостатній рівень розвитку базових інститутів фінансового ринку
Кадровий	низька кваліфікація кадрів, зайнятих у інвестиційному бізнесі.

Джерело : розробка автора



Таким чином, підсумовуючи дослідження сутності, класифікаційного різноманіття, особливостей здійснення ВПІ, слід підкреслити, що на основі аналізу традиційного ПІ, концепції сталого розвитку та ESG-критеріїв, а також розвинутого структурного-порівняльного підходу нами

було запропоноване авторське визначення поняття «відповідальне портфельне інвестування», що дало змогу підкреслити його дуалістичну природу як інструменту отримання фінансового доходу та інструменту досягнення соціальних, екологічних та управлінських цілей в межах СР економіки.

Сформовано систему критеріїв, які відрізняють традиційні ПІ та ВПІ:

- 1) врахування соціальних, екологічних, етичних та управлінських ініціатив компанії при інвестуванні в її фінансові інструменти;
- 2) наявність спекулятивного мотиву при інвестуванні;
- 3) пріоритетність критерію фінансової доцільності при прийнятті інвестиційних рішень;
- 4) типи ризиків, що враховуються інвестором;
- 5) трактування змісту відкладеної вигоди з позиції наслідків розміщення інвестицій.

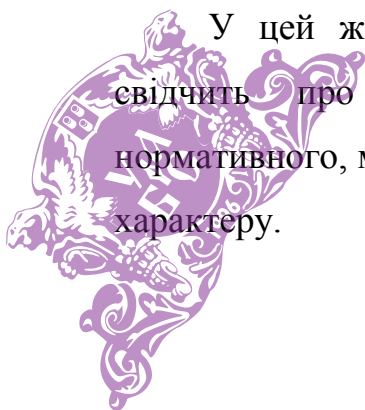
Крім того, набув подальшого розвитку підхід щодо формування інвестиційного портфелю залежно від:

- класифікації інвестицій відповідно до мети та превалюючого типу критеріїв, що враховуються при такому інвестуванні (юні-секторні, крос-секторні);
- співставлення методів (стратегій) формування портфелів інвестицій відповідно до їх виду.

Зазначений підхід дозволяє врахувати очікування та мотиви інвесторів, а також обрану ними стратегію ВПІ.

Порівняння практики ВПІ у СР у США та ЄС засвідчує динамічний розвиток цього сектору та окремих його інструментів у цих країнах.

У цей же час аналіз національної практики такого виду інвестування свідчить про його несформованість через проблеми організаційного, нормативного, методологічного, інформаційного, кадрового та інфраструктурного характеру.



2.3 Концептуальні засади відповідального портфельного інвестування

Відсутність в Україні постійно діючих та добре налагоджених інструментів відповідального інвестування в силу проблем організаційного, нормативного, інформаційного, інфраструктурного, методологічного характеру (розглянутих у підрозділі 2.2 на основі порівняння з світовими тенденціями подібного інвестування) є основною причиною того, що наша країна залишається осторонь глобального руху за СР.

При цьому втрачається ряд можливостей досягнення конкурентних переваг у сфері стабілізації економіки, відновлення навколишнього середовища, розвитку людського капіталу, формуванні прозорої вертикалі управління як на окремо взятому суб'єкті господарювання, так і в межах регіональних та державних утворень.

Формування єдиних та комплексних концептуальних засад ВПІ вбачається нами як основа розбудови економіки України на засадах СР, її виходу із затяжної структурної та енергетичної кризи, її скоординованого розвитку з фінансовим сектором та забезпечення відновлення природного та людського капіталу у результаті цього розвитку. Оскільки, загальновідомо, що інвестування є акселератором розвитку економіки, його здійснення з урахуванням ESG-критеріїв є додатковим стимулом до розвитку економіки на засадах СР.

Саме впровадження концепції ВПІ дозволить одночасно досягти довгострокових позитивних ефектів як у сферах економічної, соціальної та екологічної політики, так і фінансової та інвестиційної політики (що є особливістю саме ПІ, орієнтованого передусім на отримання доходу) на різних рівнях – держави, регіону, на рівні окремих індивідуальних чи інституційних інвесторів.

Варто зауважити, що в умовах недостатньої сформованості теоретичного підґрунтя ВПІ нагальним завданням постає розробка та імплементація їх концептуальних засад як концентрованого, системного бачення інвестиційного



процесу, що опосередковує їх здійснення. Тому на окрему увагу заслуговує розгляд ВПІ з точки зору функціонального (процесного) підходу з урахуванням механізму взаємодії суб'єктів ВПІ на основі певних принципів, методів з урахуванням цільових орієнтирів розглянутої у підрозділі 2.2 концепції ESG.

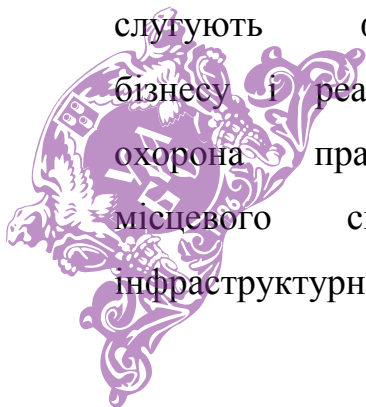
Так, на думку російського вченого О. Ю. Красільнікова, який розглядає ПІ як спосіб фінансування інновацій, механізм здійснення ПІ складається з двох ланок, що переплітаються і в центрі яких знаходяться приватні та інституційні інвестори і емітенти. Ключовими елементами цього механізму виступають купівля-продаж інвестиційних інструментів і оцінка ефективності інновацій. При цьому автор вказує на проциклічний характер здійснення ПІ, який має двоїстий вплив на економіку: у стабільній економіці діє принцип доповнення – збільшення ПІ веде до росту прямих, і навпаки. У кризовій економіці діє принцип витіснення: зростання портфельних інвестицій приводить до скорочення прямих [67].

На дещо більшу увагу питання системного запровадження концепції ВПІ заслуговують у працях російських вчених К. Б. Бахтарасової, В. С. Вінникова, А. О. Верьовочкиної, Л. В. Ігошкіної, Н. Ю. Салової, С. М. Хоняєва, О. А. Аннаєва, М. В. Тарханова, А. Ю. Замлєлого та ін.

Проте вказані вчені проводили своє дослідження або у контексті окремого виду відповідального інвестування (соціального), або зупинялися на загальних підходах його здійснення в межах реалізації концепції корпоративної соціальної відповідальності.

Формалізованих засад ВПІ з урахуванням його мети, функцій, принципів, суб'єктів, об'єктів, методів взаємодії, забезпечення сформовано не було.

На думку А. О. Верьовочкиної, механізми соціального інвестування слугують формою вияву соціально-відповідальної поведінки бізнесу і реалізуються за наступними напрямками: розвиток персоналу, охорона праці, соціально-відповідальна реструктуризація, розвиток місцевого співтовариства, участь у реалізації та підтримці інфраструктурних проектів, сумлінна ділова практика [24].

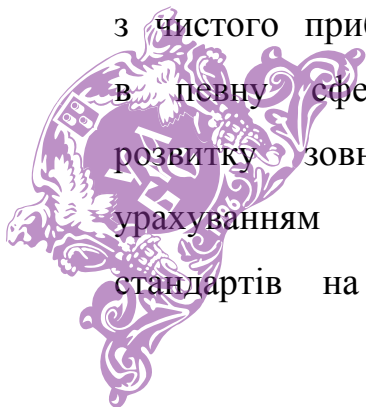


С. М. Хоняєв акцентує увагу на тому, що реалізація інвестицій у соціальну сферу направляє господарські взаємодії його суб'єктів на зміцнення взаємозалежності суспільства і підприємств, що приймають на себе широкі соціальні зобов'язання, а також визначає основні інструменти такої реалізації: соціальні програми і соціальні інвестиційні проекти [178].

О. А. Аннаєв вказує не те, що соціальне інвестування сприяє забезпеченню сприятливих соціальних та екологічних умов у суспільстві, але не дозволяє інвесторам отримати суттєво вищу дохідність ніж від традиційного інвестування [3]. На нашу думку, підхід автора є безумовно справедливим у випадку з соціальними інвестиціями, проте, якщо конкретизувати сутність процесу ВПІ, то необхідно підкреслити, що цей більш широкий за охопленням вид інвестування, як було розглянуто у підрозділі 2.2, поєднує соціальний, екологічний, етичний чи управлінський ефект з фінансовою ефективністю.

А. Ю. Замлєлим було розроблено модель функціональних зв'язків в інституційному середовищі ринку інвестицій, що здійснюються з урахуванням нефінансових факторів, проте зазначена модель, на нашу думку, не може претендувати на роль цілісних засад ВПІ, оскільки не містить конкретизації суб'єктів, об'єктів інвестування, етапів їх взаємодії [43].

Найбільш ґрунтовно поняття, близьке до концептуальних засад ВПІ – механізм соціальних інвестицій – розкриває В. Якимець. У тлумаченні автора механізм соціальних інвестицій – це узгоджений учасниками процесу соціального інвестування набір взаємопов'язаних правил, процедур, способів, технологій, і т. п. по здійсненню (як правило, з чистого прибутку) добровільних вкладень бізнесу (соціального інвестора) в певну сферу (програму) внутрішньокорпоративного розвитку та/або розвитку зовнішнього соціального середовища, що спрямовуються з урахуванням діючих нормативно-правових актів та/або міжнародних стандартів на досягнення стратегічної і тактичних цілей (конкурсний



пошук кращих, просування перспективних соціальних технологій, створення ефективних інститутів, розвиток комунікацій, підтримка територій, галузей соціальної сфери, розвиток інфраструктури) виходячи з припущення отримання соціального, економічного чи іміджевого ефекту [197].

Тому слід підкреслити наявність беззаперечного факту, що розуміння ВПП з позиції функціонального підходу в інвестиційній сфері невіддільно пов'язане з інвестиційним процесом.

Так, К. Б. Бахтараєва визначає соціально-відповідальне інвестування на ринку цінних паперів як інвестиційний процес, у якому через добровільний і свідомий вибір критеріїв і методів інвестування виявляється відповідальність інвестора за наслідками його інвестицій [7].

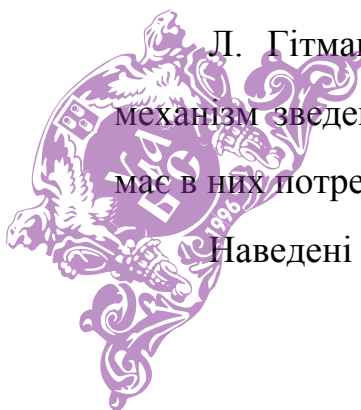
Корифеї інвестиційної теорії надають досить полярні визначення інвестиційного процесу. Так, А. А. Пересада сутністю даного поняття визначає взаємозв'язок різноманітних інвестиційних циклів, що пов'язані з реалізацією конкретних інвестиційних проектів [106, с. 30].

Подібне трактування наводить у своїй праці і І. І. Д'яконова [42].

У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейлі під інвестиційним процесом розуміють набір процедур, за допомогою яких інвестор вирішує: в які ринкові папери інвестувати, на скільки великі повинні бути інвестиції, в який момент їх необхідно здійснювати, що складається з основних п'яти етапів: вибір інвестиційної політики, аналіз ринку цінних паперів, формування портфеля цінних паперів, перегляд портфеля цінних паперів, оцінка ефективності портфеля цінних паперів [187, с. 10].

Л. Гітман та М. Джонк пропонують вважати інвестиційним процесом механізм зведення разом тих, хто пропонує тимчасово вільні гроші з тими, хто має в них потребу, тобто пропонує попит [32, с. 15].

Наведені визначення свідчать про наявність спільних рис між ними, які зво-



дяться до реалізації суб'єктами інвестиційної діяльності власних економічних інтересів через взаємовідносини на інвестиційних ринках, що регулюють процес обміну інвестиціями та інвестиційними об'єктами.

Таким чином, розуміння ВПІ як процесу здійснення портфельних інвестицій з урахуванням ESG-критеріїв стає підґрунтям до формалізації концептуальних засад його запровадження в Україні.

При цьому, необхідно підкреслити, що в етапізації ВПІ нічим не відрізняється від традиційного інвестування і включає такі етапи здійснення:

- вибір інвестиційної політики;
- аналіз середовища інвестування;
- формування інвестиційного портфелю;
- управління інвестиційним портфелем та оцінка його ефективності.

Сосовно ж ключових елементів процесу ВПІ: мети, функцій, принципів, суб'єктів, об'єктів, методів взаємодії, забезпечення існують численні і значні відмінності, зумовлені врахуванням викликів концепції СР. Концептуальні засади ВПІ за структурно-функціональним підходом відображені на рисунку 2.11. Далі надамо детальні пояснення всім елементам, що схематично представлені на означеному рисунку.

Метою ВПІ є забезпечення акумулювання достатнього обсягу інвестиційних ресурсів для забезпечення безперервного відтворення природного, виробничого та соціального капіталу виходячи з потреб добробуту майбутніх поколінь, трансформація цих ресурсів у фінансові інструменти та розміщення з урахуванням фінансової доцільності, соціальної значимості, екологічної сталості та управлінської ефективності.

Слід зауважити, що визначальною рисою цільового орієнтиру та функціонального потенціалу ВПІ є поєднання традиційних функцій інвестування, пов'язаних з фінансуванням економіки та розвитком фінансового ринку, функцій фінансового забезпечення соціального та екологічного розвитку суспільства.

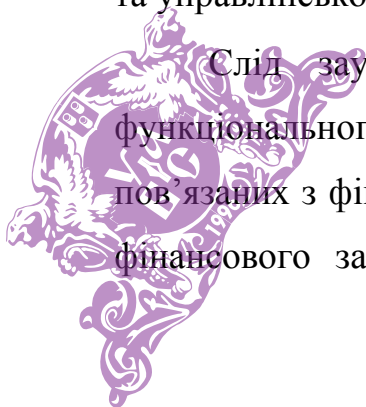




Рисунок 2.11 – Концептуальні засади ВПІ за структурно-функціональним підходом

Функціональний потенціал ВПІ виходячи із дуалістичної природи самого досліджуваного явища можна розглядати з двох позицій: власне фінансові функції та функції з позиції концепції СР.

В рамках концептуальних засад ВПІ варто виділити наступні традиційні фінансові функції інвестицій:

- мобілізаційна;
- розподільча;
- трансформаційна;
- регулююча.

Варто зауважити, що традиційні функції інвестицій досить широко висвітлені у наукових джерелах на відміну від нефінансових функції портфельних інвестицій, які з огляду на необхідність врахування ESG-критеріїв при їх здійсненні у контексті переходу до концепції СР економіки розглянуті недостатньо.

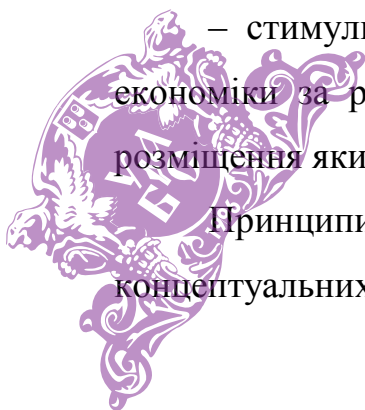
Акцентуючи увагу на необхідності такої дихотомії, до власне фінансових функцій віднесемо:

- мобілізацію інвестиційних ресурсів;
- розподіл та поширення інвестиційних потоків за різними галузями, проектами, програмами, інструментами з максимальною інвестиційною віддачею;
- стимулювання економічного розвитку.

До функцій ВПІ з позиції концепції СР та її значення у просуванні устрою економіки СР слід віднести:

- відтворювальну – забезпечення відтворення усіх видів капіталу: фінансового, виробничого, природного, людського на рівні що дозволяє збалансувати та стабілізувати розвиток усіх складових суспільного життя;
- стимулюючу – створення сприятливого підґрунтя для поступального СР економіки за рахунок насичення її достатнім обсягом інвестиційних ресурсів, розміщення яких відбувається з огляду на ESG-критерії.

Принципи, що лежать в основі функціонування пропонованих концептуальних засад ВПІ, детального висвітлення набули у підрозділі 2.1, до



прикладу, для інституційних та індивідуальних інвесторів загалом включають Принципи Екватора, Принципи відповідальних інвестицій ООН, тощо, які регламентують фінансування приватними інвесторами проектів, що мають соціальну чи екологічну спрямованість.

Серед основних суб'єктів інвестиційного процесу в межах кожного з рівнів його впровадження пропонуємо виокремити:

- державу;
- регіональні утворення;
- індивідуальних інвесторів;
- інституційних інвесторів.

У формалізованому вигляді концептуальних засад ВПІ підкреслено місце тих суб'єктів (СФД, муніципалітетів, інституційних інвесторів), чия діяльність у сфері ВПІ набуде подальшого розгляду у наступних підрозділах роботи.

Держава виступає окремим суб'єктом інвестиційної діяльності, що апіорі провадить її з урахуванням соціальних, екологічних, етичних та управлінських критеріїв через державні програми, профінансовані бюджетними ресурсами, СФД, фонди державного соціального страхування, екологічні фонди.

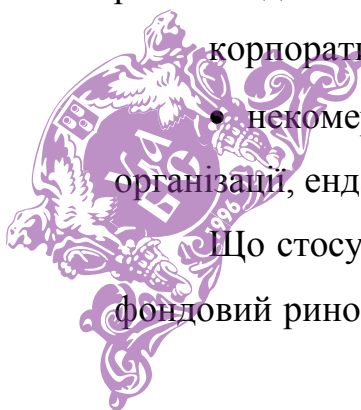
До регіональних утворень у найширшому розумінні пропонуємо відносити:

- органи місцевого самоврядування,
- територіальні громади,
- фінансові інститути громад, які беруть участь у фінансуванні проектів, що відповідають критеріям СР.

Серед первинних суб'єктів ПІ слід назвати:

- індивідуальних інвесторів (фізичні та юридичні особи) – підприємства різних видів економічної діяльності, що враховують у своїй діяльності принципи корпоративної соціальної відповідальності;
- некомерційні організації (НУО, церкви, громадські та благодійні організації, ендаумент фонди, соціальні біржі, інші НКО).

Що стосується інституційних інвесторів, то згідно ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок» до їх числа в Україні відноситься доволі широке коло суб'єктів



– зокрема інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами у інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів.

Для цілей нашого дослідження нам імпонує визначення інституційних інвесторів, запропоноване В. Л. Пластуном та О. Л. Пластуном, а саме: інституційні інвестори – це фінансові посередники, які розміщують залучені грошові кошти фізичних і юридичних осіб (акумульовані у фонди грошових коштів) в інструменти фондового ринку та інші активи з метою формування портфелів фінансових активів та отримання прибутку на принципах диверсифікації вкладень та захисту їх від втрат, забезпечення стабільного рівня доходу, досягнення інших інвестиційних цілей [114].

Суб'єкти ВПІ та характер взаємодії між ними представлені на рис. 2.12.

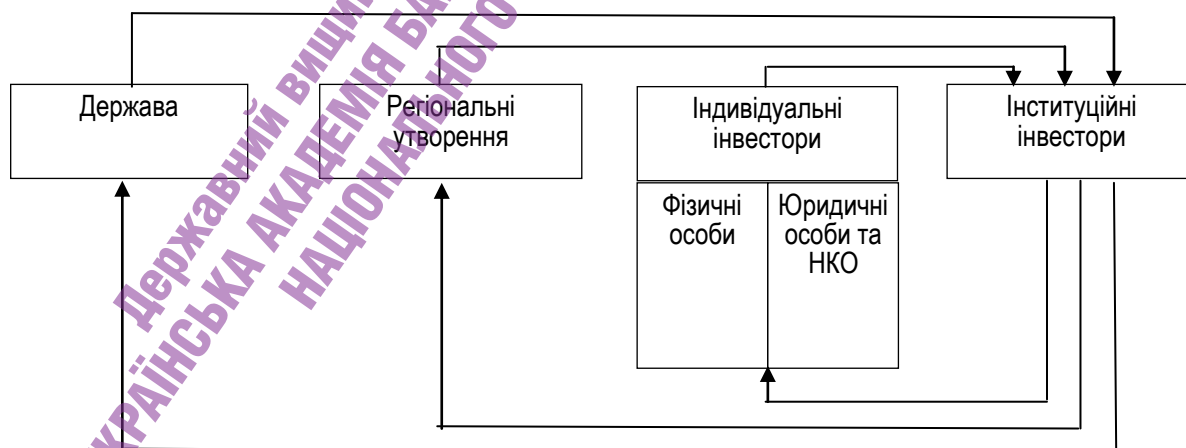


Рисунок 2.12 – Взаємодія між суб'єктами ВПІ, розробка автора

Отже, до числа інституційних інвесторів пропонуємо включати увесь спектр банківських і небанківських фінансових посередників, що здійснюють свою діяльність з розміщення залучених коштів від третіх осіб в інструменти

грошового ринку, інструменти з фіксованою дохідністю та інструменти капіталу з урахуванням ESG-критеріїв.

Ключовою рисою інституційних інвесторів, охарактеризованих у визначенні, є досягнення цілей СР, тобто формування портфелів активів здійснюється з домінуванням соціальних, екологічних та управлінських критеріїв.

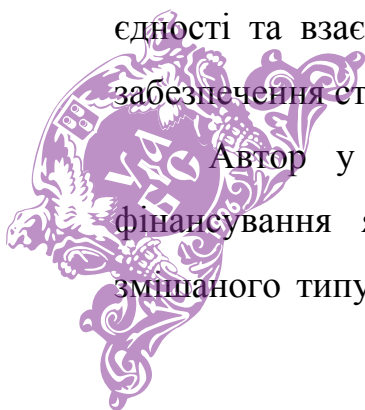
Слід зауважити, що взаємодію між суб'єктами інвестиційного процесу ВПІ необхідно розглядати з позиції їх функцій у ньому. З урахуванням того, що ряд розглянутих суб'єктів таких як держава, регіональні утворення та індивідуальні інвестори (фізичні та юридичні особи) можуть виступати як у ролі інвесторів у СР, так і реципієнтів таких інвестицій, при цьому інституційні інвестори розглядаються переважно з позиції виконання ними посередницьких функцій для власне інвесторів та реципієнтів.

Структуризація та розмежування наведених інститутів за вертикальним принципом є основою структурної частини підходу до побудови концептуальних засад ВПІ. Необхідність погляду на розвинуті засади під іншим кутом, аніж виключно функціональний підхід, дозволить чітко ідентифікувати суб'єкти інвестування за рівнями управління економіки та за рівнями виконання ВПІ свого функціонального призначення.

На користь виокремлення структурного підходу опосередковано свідчить і думка В. Якимця, який поділяє соціальне інвестування за рівнем застосування – федеральний, регіональний, місцевий, галузевий та корпоративний [197].

Досить однозначна вказівка на необхідність структурування ВПІ за рівнями міститься у праці Ю. М. Шкодкіної, яка зазначає: «фінансовий механізм забезпечення СР доцільно розглядати у розрізі трьох складових фінансових механізмів – глобального, національного та локального рівнів, які проявляються в єдності та взаємозв'язку між собою, зберігаючи своє самостійне значення для забезпечення сталості розвитку на відповідних рівнях» [193].

Автор у межах трансмісії даного механізму передбачає такі канали фінансування як кредитний, грантовий та інвестиційний, а також канали змішаного типу – грантово-кредитний та інвестиційно-грантовий, за суб'єктами



фінансування – канали фінансово-кредитних установ, урядів, недержавних природоохоронних організацій та канали приватного капіталу [192].

Виокремлення етапів інвестиційного процесу ВПІ, як уже зазначалось вище, нічим не відрізняється від процесу традиційного ПІ, проте методи (стратегії) є специфічними для ВПІ і включають у себе методи: скринінгу, що базується на нормах, тематичного інвестування у СР, інтеграції усіх ESG-критеріїв, виключення, залучення, голосування та ін., сутність яких детально розглянута у підрозділі 2.2.

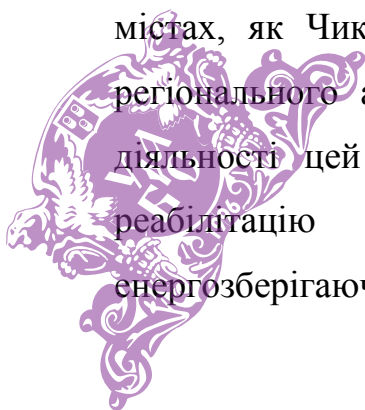
Слід зауважити, що використання того чи іншого методу формування портфелю здійснюється з урахуванням особливостей об'єктів інвестування.

Виходячи з класифікації об'єктів ВПІ на інструменти грошового ринку (грошові кошти та їх еквіваленти), інструменти з фіксованою дохідністю та інструменти капіталу, запропонованої у підрозділі 2.2, детально розглянемо особливості інвестування у ці об'єкти за розробленими засадами.

Інвестування в грошові кошти та їх еквіваленти здійснюється переважно у формі вкладень у надійні та низько ризиковані інструменти – депозитні сертифікати та власне депозити банків та кредитних спілок, що враховують ESG-критерії у своїй діяльності.

Хоча ці інвестиції не можна вважати високодохідними з позиції фінансової ефективності, проте вони все ж дозволяють отримати заданий рівень інвестиційного доходу у поєднанні з соціальними чи іншого типу вигодами. До прикладу, одним із суб'єктів інвестування в грошові кошти та їх еквіваленти є банк громади Урбан Партнершип Банк (Urban Partnership Bank) – піонер серед фінансових інститутів в рамках відповідального інвестування в США.

Наголос у його діяльності робиться на обслуговування громад в таких містах, як Чикаго, Детройт і Клівленд з доходами і вартістю житла нижче регіонального або державного середнього рівня. У рамках природоохоронної діяльності цей банк бере участь у кредитуванні проектів, спрямованих на реабілітацію екологічно несприятливих земель, шляхом створення енергозберігаючих будівель, або в цілях зниження відходів від виробництва, або



не використання токсичних матеріалів у виробництві [266].

Інструменти з фіксованою дохідністю об'єднують облигації та інші короткострокові та довгострокові інструменти з фіксованим доходом, емітовані державою і місцевими органами самоврядування, державними і приватними компаніями, великими некомерційними організаціями.

Як низькоризиковий клас активів, інструменти з фіксованим доходом випускаються здебільшого урядом для фінансування державних послуг та великими корпораціями для фінансування нових проєктів, що носять передусім інфраструктурний характер.

Навіть емісія облигацій державного боргу, за умови покриття за рахунок викуплених облигацій витрат на освіту, охорону природи та фінансування соціально значимих проєктів, а не фінансування товарної маси в обігу, може розцінюватися як інвестиції у СР.

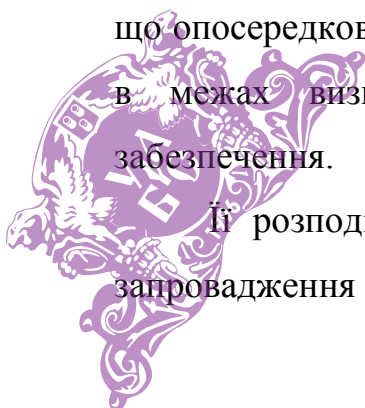
До прикладу можна привести два фонди відповідального інвестування в державний борг. Фонд Дексія (Dexia Fund, Бельгія, Нідерланди, Франція, Туреччина) включає в себе оцінку державного захисту прав людини і демократичності у своїх інвестиційних критеріях. Фонд Сарацин (Sarasin Bank Fund, Швейцарія) оцінює природоохоронну діяльність держави та екологічну продуктивність [260].

Порівняно з іншими видами об'єктів ВПІ, інвестування в інструменти капіталу надає можливість отримати найвищу фінансову віддачу, хоча й характеризується більш високим ризиком і волатильністю.

Порівняльна характеристика ВПІ за названими об'єктами наведена у таблиці 2.12.

Взаємодія суб'єктів ВПІ стосовно купівлі-продажу об'єктів інвестування, що опосередкована застосуванням методів формування портфелю та відбувається в межах визначених етапів інвестування, потребує адекватної системи забезпечення.

Її розподіл за видами пропонуємо здійснювати з урахуванням проблем запровадження ВПІ в Україні (підрозділ 2.2).

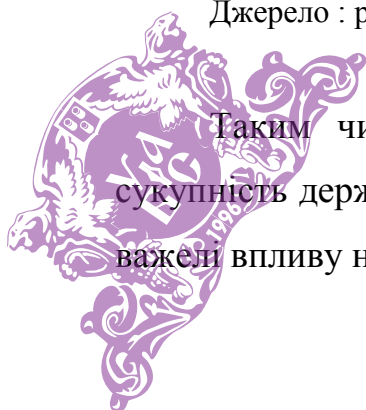


Таблиця 2.12 – Об'єкти ВПІ

Вид інструменту	Суб'єкт інвестування	Можливості	Приклади інструментів	Методи
Інструменти грошового ринку	– банки розвитку громад; – кредитні спілки розвитку громад; – мейн-стрим банки (з окремими напрямками відповідального інвестування); – індивідуальні інвестори – фізичні особи;	– підтримка громад; – екологічне кредитування; – підтримка малого місцевого бізнесу; – підвищення фінансової грамотності та освіти громадян; – підвищення якості соціальних послуг;	– кредити для малого бізнесу; – кредитування доступного житла, енергоефективних та екологічних проєктів; – мікрофінансування;	– вплив акціонерів; – інвестиції впливу; – тематичні інвестиції;
Інструменти з фіксованою дохідністю	– держава та урядові організації; – регіональні утворення, громади; – корпоративний сектор – індивідуальні інвестори юридичні особи;	– поліпшення інфраструктури; – фінансування інноваційних екологічних проєктів; – розвиток бізнесу з низьким рівнем доходу; – надання суспільних благ для найбільш вразливих;	– боргові або сек'юритизовані інструменти підтримки громад; – боргові зобов'язання уряду, емітовані під інфраструктурні проєкти; – боргові зобов'язання компаній;	– інвестиції впливу у державний та корпоративний борг; – тематичні інвестиції;
Інструменти капіталу	– корпоративний сектор – індивідуальні інвестори юридичні особи; – інституційні інвестори;	– впровадження системи екологічної та соціальної відповідальності; – інвестування у розвиток людського капіталу співробітників; – підвищення рівня культури праці;	– портфелі компаній з управління активами; – пайові інвестиційні фонди з критеріями відбору;	– вплив акціонерів; – позитивні й негативні скринінг та інші методи селекції; – тематичні інвестиції.

Джерело : розробка автора

Таким чином, до складу організаційного забезпечення віднесемо усю сукупність державних інститутів, що визначають рамки здійснення ВПІ та мають важели впливу на нього.



Крім державних служб і фондів, що безпосередньо можуть виступати як інвестори та реципієнти інвестицій у СР, до цих інститутів слід включити спеціально створений орган, що координуватиме просування принципів СР на державному рівні (Національна рада зі СР, наприклад), а також Національну комісію, що регулює ринки фінансових послуг, Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку, Міністерство фінансів України та Національний банк України, яким підзвітні відповідні фінансові посередники, що можуть провадити діяльність в межах концепції СР.

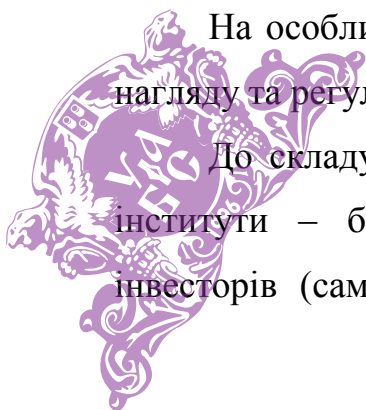
Нормативне забезпечення ВПІ передбачає створення системи законодавчих актів, якими будуть урегульовані основні питання взаємодії складових елементів концептуальних засад ВПІ.

Першочерговим документом у цьому контексті має стати Національна стратегія СР України. До речі, подібні стратегії уже тривалий час застосовуються в Росії та Білорусі.

Крім того виключно важливим у контексті комплексного запровадження концептуальних засад ВПІ на усіх рівнях є прийняття Закону України «Про суверенні фонди добробуту», внесення змін до Законів України «Про інститути спільного інвестування», «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», «Про угоди про розподіл продукції», «Про цінні папери та фондовий ринок» з метою приведення діючої в Україні нормативної бази у відповідність до процесу здійснення ВПІ з урахуванням його нових суб'єктів, способів взаємодії між ними, вибору об'єктів інвестування та формування інвестиційного портфелю тощо.

На особливу увагу у цьому контексті заслуговує впровадження механізмів нагляду та регулювання за діяльністю учасників процесу ВПІ.

До складу інфраструктурного забезпечення слід віднести інфраструктурні інститути – біржі, рейтингові, інформаційно-аналітичні установи, асоціації інвесторів (саморегульвні організації), які працюють у сфері відповідального



портфельного інвестування та інформаційні системи, що пов'язують їх між собою. До прикладу, незалежні інформаційно-аналітичні агенції є важливими учасниками процесу ВПІ та здійснюють професійний аналіз компаній з точки зору їх соціальної відповідальності – наприклад, EIRIS Services (Великобританія), ETHIBEL (Бельгія), KLD Research & Analytics (США), SAM (Sustainable Asset Management, Швеція).

Крім інформаційно-аналітичних агентств важливу роль у межах концептуальних засад мають виконувати різні асоціації та форуми, як саморегулівні організації портфельних інвесторів, що інвестують у СР та виконують інформаційні та представницькі функції, зокрема у США – US Social Investment Forum, Великобританії – UK Social Investment Forum, Азія – Association for sustainable and responsible investment [145].

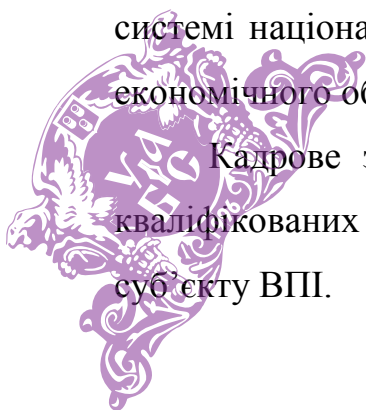
На жаль, даний елемент концептуальних засад потребує, на наш погляд, найбільших зусиль, тому що подібні інститути в Україні наразі відсутні.

Методологічне забезпечення відіграє досить важливу роль у сформованих концептуальних засадах ВПІ, оскільки передбачає створення підґрунтя для його здійснення через напрацювання методик і технологій ВПІ в Україні через інструктивні просвітницькі матеріали, наукові розробки.

Крім того, у межах інформаційного забезпечення особливої уваги потребує створення єдиних вимог до розкриття інформації суб'єктами ВПІ у вигляді корпоративних звітів про соціальну відповідальність, що містить у деталізованому вигляді не лише фінансову інформацію, але й відомості не фінансового характеру, проведення екологічного та енергетичного аудиту як основи забезпечення надійності такої інформації.

Зазначені рекомендації повинні бути доповнені ґрунтовними змінами у системі національних рахунків, які мають узгоджуватись з концепцією еколого-економічного обліку ООН та «зелених рахунків».

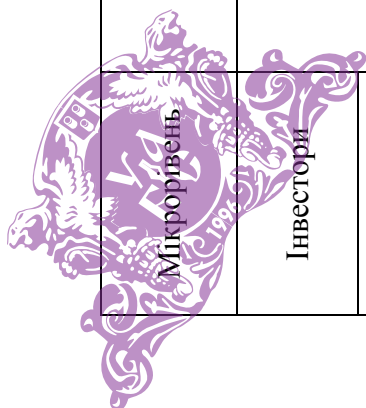
Кадрове забезпечення концентрується на наявності достатньої кількості кваліфікованих кадрів, обізнаних у сфері інвестування у СР на рівні кожного суб'єкту ВПІ.



Систематизовані рекомендації окремим суб'єктам ВПІ за структурним підходом наведені у таблиці 2.13.

Таблиця 2.13 – Узагальнені рекомендації щодо участі у формуванні концептуальних засад ВПІ для різних категорій суб'єктів цього процесу

Рівень	Суб'єкт	Рекомендації
1	2	3
Макрорівень	Держава	Ініціація інвестиційних проектів і програм СР, структурної перебудови економіки на засадах енергоефективності й екологічної безпеки та формування позитивного прикладу та іміджу серед громадськості та бізнес-кіл з урахуванням свої первинних функцій (т. зв. добровільної моди на соціальну відповідальність) [40]
		Забезпечення контролю за цільовим характером, ефективністю використання державних коштів (інвестиційних ресурсів) з позиції СР та за неухильним виконанням інвестиційними суб'єктами взятими на них соціальними, екологічними і т.п. зобов'язаннями
		Формування концепції (стратегії) СР економіки зі створенням ключових елементів системи забезпечення та регулювання концептуальних засад ВПІ, відпрацювання критеріїв такого інвестування;
		Ефективне управління інвестиційними ресурсами різних державних фондів, державних підприємств з урахуванням екологічної та соціальної політики, створення СФД для здійснення ВПІ
Мезорівень	Регіональні утворення	Розвиток інфраструктури, нормативного, методологічного, інформаційного та ін. забезпечення інвестування у СР
		Ініціація програм та проектів, що мають соціальні чи екологічні складові на рівні громади та наближення можливостей, які надає інвестування у СР до найширших верств населення
		Виконання програми заходів щодо формування сприятливого інвестиційного потенціалу регіонів України з урахуванням їх сталого розвитку
Мікрорівень	Інвестори	Створення сприятливих передумов до підвищення інвестиційного потенціалу до сталого розвитку та залучення ВПІ
		Індивідуальні
		Фізичні особи – формування громадської самосвідомості, активізації участі у соціальних процесах, зміна споживчого менталітету на менталітет турботи про майбутні покоління
		Юридичні особи: – розширення корпоративної структури власності за рахунок



1	2	3
		<p>приєднання місцевих громад, ділових партнерів, зайнятих соціальними, екологічними проектами, працівників підприємства та удосконалення корпоративного управління соціальними, фінансовими та екологічними ресурсами;</p> <p>формування достовірної, доречної та повної інформації не лише фінансового характеру, але й з урахуванням не фінансових факторів – перехід до концепції інтегрованої звітності</p>
		Збалансування паритету цілей щодо отримання доходу від інвестування та досягнення цілей СР;
		Промування концепції СР через свою діяльність на фінансовому ринку, розробка інвестиційних стратегій ВПІ
	Інституційні	<p>Сприяння розвитку фінансового ринку через підвищення його ліквідності, обсягу торгів, розширення лінійки інструментів через інвестиції у СР</p> <p>Реалізація програм підвищення фінансової грамотності населення під час продажу фінансових продуктів, створених з урахуванням ESG-критеріїв</p>

Джерело: розроблено автором

Завершальним етапом розгляду концептуальних засад ВПІ пропонуємо вважати розгляд ефекту від їх запровадження. Так, В. Якимець за вимірюванням ефекту поділяє механізми соціального інвестування на економічний, соціальний, у грошових одиницях та ін. [197].

На нашу думку, з урахуванням сутності ВПІ ефект від їх використання доцільно поділяти на фінансовий та нефінансовий. Фінансовий ефект передусім концентрується в отриманні інвестиційного доходу за здійснюваними операціями кожною з категорій суб'єктів.

При цьому, отриманий дохід може бути реінвестований, таким чином, забезпечуючи безперервну циркуляцію фінансового капіталу та створення інвестиційного середовища для відтворення людського, природного та виробничого капіталів. Нефінансовий ефект пропонуємо розглядати за суб'єктами ВПІ з урахуванням досягнення мети інвестування у той чи інший об'єкт (табл. 2.14).

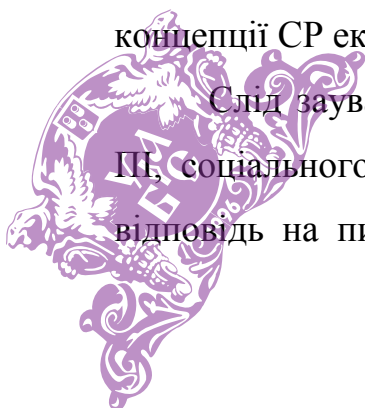
Таблиця 2.14 – Очікуваний нефінансовий ефект від реалізації запропонованих концептуальних засад ВПІ за категоріями суб'єктів

Категорії суб'єктів	Ефект
Держава, Регіональні утворення	Зростання добробуту держави
	Зростання альтернативних джерел поповнення державного та місцевих бюджетів
	Зменшення екологічного забруднення
	Налагодження ефективної взаємодії державних та муніципальних органів з приватним сектором
	Структурна перебудова економіки, підвищення її конкурентоспроможності
	Підвищення соціальної стабільності та демографічної ситуації
Індивідуальні інвестори – фізичні особи	Зростання добробуту окремо взятого громадянина
	Підвищення рівня освіти, якості охорони здоров'я
	Формування соціокультурних цінностей і переваг
Індивідуальні інвестори – юридичні особи; Інституційні інвестори	Покращення ділової репутації
	Зростання вартості бренду
	Підвищення капіталізації
	Полегшення у виході на міжнародні ринки капіталу
	Підвищення лояльності клієнтів
	Зростання чисельності кваліфікованих кадрів
	Зростання рівня продуктивності праці співробітників через зниження захворюваності
	Зниження ризиків
	Зростання прибутку

Джерело: розроблено автором

Таким чином, можна зробити висновок, що створення та впровадження концептуальних засад ВПІ є важливим кроком для України на шляху до реалізації концепції СР економіки.

Слід зауважити, що аналіз існуючих досліджень інвестиційних механізмів ПІ, соціального інвестування та інвестиційного процесу не дозволив отримати відповідь на питання щодо мети, функцій, об'єктів, суб'єктів, методів ВПІ та



показати комплексний підхід до використання їх як інструменту фінансового забезпечення сталого розвитку економіки.

Виходячи з цього у роботі з використанням структурно-функціонального підходу нами було вперше формалізовано концептуальні засади ВПП України, які структуровані за суб'єктами, принципами, об'єктами на макро-, мезо- та макрорівні, деталізовано їх функціональні особливості за взаємоузгодженими метою, функціями та забезпеченням. Запропоновані концептуальні засади ВПП дозволять створити середовище для масштабної перебудови економіки України на засадах СР, сприятимуть формуванню виваженого та комплексного підходу на усіх рівнях щодо забезпечення достатнім обсягом інвестиційних ресурсів економіки країни з урахуванням фінансової ефективності та нефінансового ефекту від його реалізації, а саме соціальної, екологічної та управлінської значимості.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 2

1. Узагальнення світового та вітчизняного досвіду інвестиційного забезпечення соціальних, екологічних заходів та СР економіки в цілому дозволило виявити значне поширення органів (Світовий банк, Міжнародна фінансова корпорація, Глобальний екологічний фонд), ініціатив, принципів (Принципи Екватора, Принципи відповідальних інвестицій ООН, Фінансової ініціативи Програми ООН з навколишнього середовища, Принципи CERES) та механізмів фінансування (пряме та ПІ, кредитування, проектне фінансування, гранти, і т. д.) СР економіки на світовому рівні. Поряд з цим, Україна лише почала імплементувати концепцію СР та розробляти механізми її фінансування і має незначні здобутки у цій сфері, що підтверджується міжнародними рейтингами, та втілюється у ряд проблем такої імплементатії.

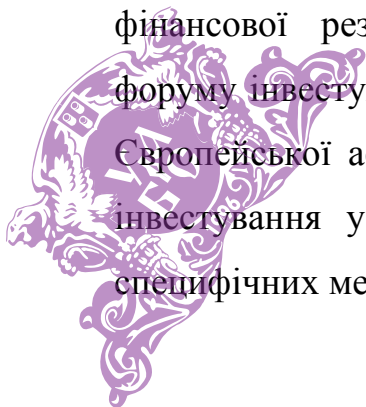
2. Впровадження практик корпоративної соціальної відповідальності та врахування екологічних, соціальних та управлінських (ESG-критеріїв) у ході

здійснення ПІ дозволяють говорити про перехід від традиційної парадигми ведення бізнесу до парадигми відповідального бізнесу. Зазначений перехід здійснюється еволюційно: від окремих видів соціального, екологічного та ін. видів відповідального інвестування до інвестування у СР, на основі якого досягається їх збалансоване поєднання з фінансовою ефективністю вкладень.

3. На основі розвинутого структурно-порівняльного підходу до сутності поняття «відповідальне інвестування», з урахуванням особливостей традиційного ПІ та сучасної триєдиної концепції ESG-критеріїв ведення бізнесу запропоновано авторське визначення поняття «відповідальне портфельне інвестування», як процесу розміщення тимчасово вільних фінансових ресурсів інвесторами (індивідуальними та інституційними) у диверсифіковану сукупність об'єктів інвестування (інструменти грошового ринку, інструменти з фіксованою дохідністю, інструменти капіталу) з метою отримання інвестиційного доходу за мінімізації рівня ризику та одночасним і неодмінним врахуванням соціальних, екологічних, етичних та управлінських критеріїв у процесі прийняття інвестиційних рішень.

Наукове обґрунтування специфічних особливостей ВПІ порівняно з традиційним ПІ та соціально-відповідальним інвестуванням здійснено за критеріями: 1) врахування соціальних, екологічних, етичних та управлінських ініціатив компанії при інвестуванні в її фінансові інструменти; 2) наявність спекулятивного мотиву при інвестуванні; 3) пріоритетність критерію фінансової доцільності при прийнятті інвестиційних рішень; 4) типи ризиків, що враховуються інвестором; 5) трактування змісту відкладеної вигоди з позиції наслідків розміщення інвестицій.

4. Підкреслюючи наявність позитивного взаємозв'язку інвестицій у СР та фінансової результативності та узагальнюючи дослідження Європейського форуму інвестування у СР, Методології Принципів відповідальних інвестицій та Європейської асоціації з управління фондами та активами, слід зауважити, що інвестування у СР на відміну від традиційного інвестування оперує рядом специфічних методів і прийомів формування інвестиційного портфелю.

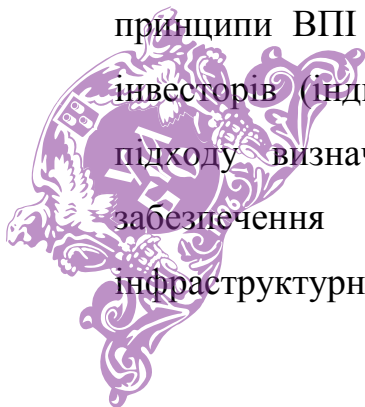


5. Їх узагальнення дало змогу сформувати методичні засади управління портфелем інвестицій у СР, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено шляхом обґрунтування домінуючого методу формування інвестиційного портфелю (концентроване інвестування, інвестування впливу, метод корпоративного впливу, метод корпоративної взаємодії, скринінг, що базується на нормах, виключення, інтеграція ESG-критеріїв, позитивний скринінг, піонерський скринінг, сегментний скринінг) залежно від типу ВПІ: юні-секторні (екологічного, соціального та корпоративного спрямування) та крос-секторні (негативного та позитивного відбору, етичні). Це дозволяє врахувати очікування та мотиви інвесторів, а також обрану ними стратегію ВПІ.

6. Статистичний аналіз масштабів, обсягу, географічної прив'язки та видової структури інвестицій у СР дозволив виявити ключові тенденції у розвитку такого виду інвестування та основні його моделі – американську та європейську. Зокрема у США спостерігається бум інвестування у СР, передусім в активи із соціальною складовою. Другим за лідерством регіоном у цьому напрямі виступає ЄС, де, натомість, переважають крос-секторні інвестиційні активи.

7. Порівняння міжнародного досвіду інвестування у СР з вітчизняним дозволило виявити ряд притаманних національній практиці такого інвестування проблем, що носять організаційний, нормативний, методологічний, інфраструктурний та кадровий характер.

З метою вирішення вказаних проблем та враховуючи структурно-функціональний підхід було вперше формалізовано концептуальні засади ВПІ, що дозволять сформувати комплексне фінансове підґрунтя для перебудови економіки України на засадах сталого розвитку. Відповідно до структурного підходу розмежовано суб'єкти, об'єкти та принципи ВПІ за трьома його рівнями: державним, регіональним та окремих інвесторів (індивідуальних та інституційних); відповідно до функціонального підходу визначено його мету, функції та напрямки реформування його забезпечення в Україні (організаційного, нормативного, інфраструктурного, кадрового, методологічного, інформаційного).



Для імплементації засад було розроблено рекомендації для різних категорій його суб'єктів та деталізовано очікуваний нефінансовий ефект від його реалізації за структурним підходом.

Основні положення розділу знайшли відображення у таких працях [74, 75,76, 78, 84].



Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING”
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

РОЗДІЛ 3

МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ТА ПРАКТИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ВІДПОВІДАЛЬНОГО ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ НА РІВНІ ДЕРЖАВИ, РЕГІОНУ ТА ОКРЕМИХ ІНВЕСТОРІВ В УКРАЇНІ

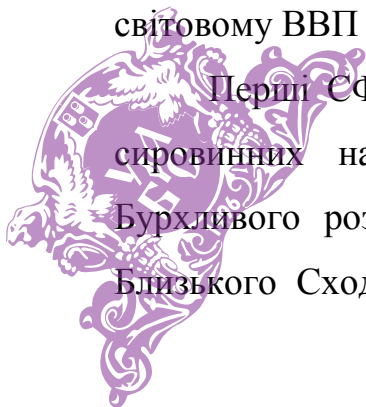
3.1 Макроекономічний підхід до фінансового забезпечення сталого розвитку економіки

Виникнення нових гравців на міжнародних ринках капіталу –суверенних фондів добробуту (СФД) з 1950-х рр. ХХ ст. спричинило гостру дискусію щодо їх впливу на рух прямих і портфельних інвестицій з огляду на можливі політичні ризики та ризики дестабілізації макроекономічної ситуації, поширення концепцій «фінансового націоналізму» та «фінансового протекціонізму» в окремих розвинутих країнах світу.

Поряд з цим одностайною є думка про те, що СФД, незалежно від їх сировинного чи несировинного походження виступають у ролі найбільших інвесторів та у майбутньому визначатимуть інвестиційну кон'юнктуру на світовому ринку капіталів.

За даними Інституту СФД (SWF Institute) на сьогодні у країнах світу нараховується понад 60 СФД, включаючи такі країни як Норвегія, Чилі, Колумбія, нафтодобуваючі країни Близького сходу, Китай, Казахстан, Росія та ін., які у сукупності володіють активами на суму понад 6 трлн. дол. США (рис. 3.1), і як очікується, їх сума становитиме 12-15 трлн. дол. США у 2015 р. Слід зауважити, що після кризового 2007 р. активи СФД зросли на 54 % й у 2012 їх частка у світовому ВВП становила 6,1 %.

Перші СФД у Кувейті (1953) та Кірибаті (1956) були створені на основі сировинних надходжень для вирішення локальних економічних проблем. Бурхливого розвитку вони набули у 1970-х рр. у нафтовидобувних країнах Близького Сходу та США (Аляска) у відповідь на нафтову кризу. Важливим



етапом у розвитку СФД стало утворення фондів ощадного типу – фондів майбутніх поколінь у Норвегії, Брунеї, Омані, Гонконзі та ін. у 80-х рр. XX ст.

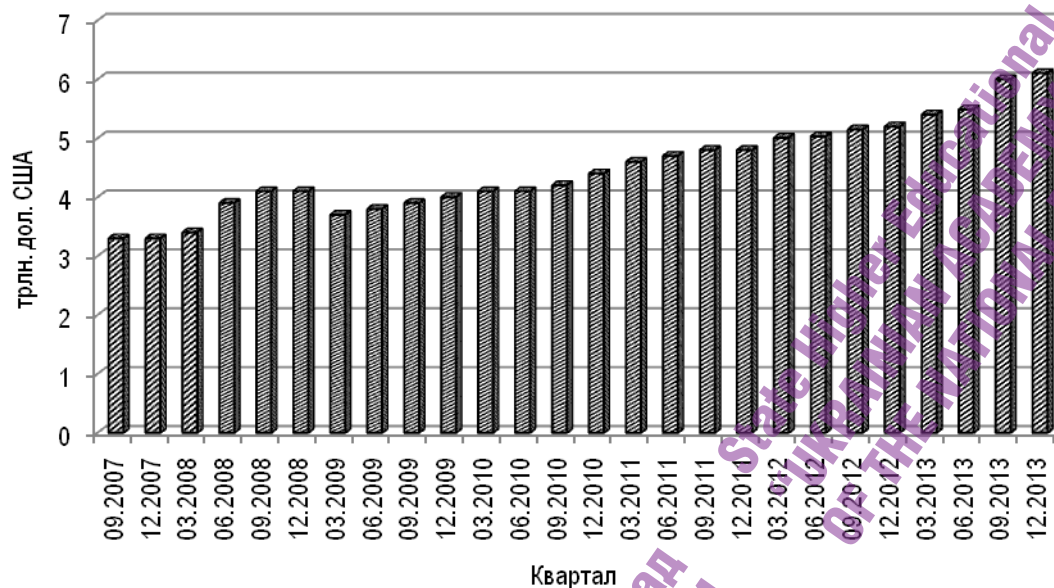


Рисунок 3.1 – Динаміка активів СФД у світі за 2007-2013 рр., дані за квартал, трлн. дол. США

Джерело : [150]

Зростання цін на нафту та економічний підйом у країнах, що розвиваються спричинили виникнення СФД на початку XXI ст. у Алжирі, Мексиці, Катарі, Росії, Лівії, Казахстані Китаї, Ірландії, Новій Зеландії, Палестині, В'єтнамі, Кореї, Австралії, Бахреїні, Індонезії. У період світової фінансової кризи 2007-2010 рр. з падінням цін на нафту та погіршенням світової економічної кон'юнктури були утворені несировинні фонди стабілізаційного типу у Франції, Бразилії, Україні та Латвії [112].

Так, функціонуючий у Росії з 2004 р. Стабілізаційний фонд у 2008 р. був розділений на Резервний фонд та Фонд національного добробуту (Фонд майбутніх поколінь) і саме з названого Резервного фонду Україною очікувалося отримання кредиту на суму 15 млрд. дол. США. Варто підкреслити, що Росія та інші країни, що мали створенні СФД не зазнали таких руйнівних наслідків від світової фінансової кризи 2007-2009 рр. передусім за рахунок задіяння стабілізаційних механізмів цих фондів.

До прикладу, максимальна кількість угод СФД за останні 10 років була укладена на піку фінансової кризи у 2008 р. – 192 угоди на суму 109 млрд. дол. США [186].

Подолання наслідків кризових явищ та необхідність підвищення стійкості фінансової системи ЄС зумовило створення у травні 2010 р. Європейського стабілізаційного фонду – фонду державних фінансових резервів у сумі 700 млрд. євро. Крім стабілізаційних чи резервних функцій, СФД виконують ощадні функції і називаються Фондами майбутніх поколінь, інвестуючи у СР економіки та суспільства.

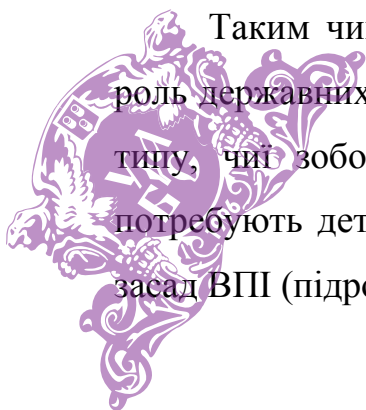
Більше того, володіючи значними обсягами активів та маючи тривалі інвестиційні горизонти зазначена категорія інституційних інвесторів характеризується врахуванням практик інвестиційного впливу (інвестицій у СР) у своїй діяльності.

До прикладу, один з найбільших СФД світу норвежський Глобальний пенсійний фонд, активи якого становлять 818 млрд. дол. США (грудень 2013 р.), розширює свій портфель за рахунок інвестицій в відновлювальну енергетику та технології і використовує методи виключення щодо компаній, які торгують зброєю [245].

Китайська інвестиційна корпорація – найбільший СФД Китаю інвестує у стійкі джерела – сонячну та вітрову енергії [207].

Використовуючи СФД «Mubadala» Об'єднані Арабські Емірати фінансують проект «Masdar City» – так зване «місто майбутнього», що побудоване на засадах «зеленої економіки» не лише в частині попередження скорочення нафтового сектору, але й з позиції досягнення стратегічних цілей, таких як забезпечення зайнятості, економічного росту та розбудови економіки знань [238].

Таким чином, можна зробити висновок, що останнім часом активізується роль державних інвестиційних фондів – СФД як інституційних інвесторів нового типу, чий зобов'язання спрямовані на фінансування СР економіки, а відтак потребують детального розгляду на макрорівні запропонованих концептуальних засад ВПІ (підрозділ 2.3) за структурним підходом.



Теоретичним підґрунтям до вивчення сутності та ролі СФД як інституційних інвесторів на макрорівні є праці знаних вчених таких як Дж. М. Кейнс, який відвів визначальну роль державним фінансам у інвестиційному процесі, Р. Харрод, який сформував перші уявлення щодо можливості стабілізаційного фонду у реалізації антициклічної політики, Дж. Акерлоф, який розробив механізм створення резервів з урахуванням концепції асиметрії інформації (теорія надлишків), Дж. Лодердейл та Е. Хансен, які обґрунтували фінансовий механізм фонду державних фінансових резервів (фонду погашення).

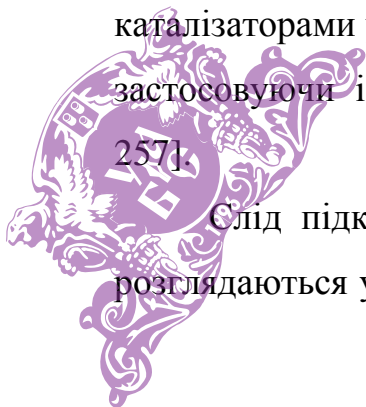
У доповіді Дж. Стігліца 2009 р. наголошується на новому значенні державних фінансових резервів у реформуванні світової валютно-фінансової системи.

Статистичні дані щодо приросту активів, що знаходяться в управлінні різних портфельних інвесторів (рис. 3.2) свідчать, що у кризовий період 2007-2008 рр. лише суверенні фонди змогли утримати позитивні темпи росту своїх портфельів (8 %), на відміну від взаємних фондів та хедж-фондів, що зазнали скорочення своїх активів на 24 і 25 % відповідно.

При цьому, у докризовий період 2000-2007 рр. темп приросту активів суверенних фондів і золотовалютних резервів, як потенційних джерел для їх створення, істотно перевищував темп приросту активів інших найбільших інституційних інвесторів: 16-19 % у СФД проти 8-12 % у інших інвесторів [157]. Це дозволило говорити про зростання у майбутньому ролі СФД як портфельних інвесторів.

Продовжуючи вказану тезу про набуття СФД виключного значення, Дж. Стігліц з іншими експертами наголошує, що СФД можуть бути катализаторами у досягненні соціальних питань, що стоять на порядку денному, як застосовуючи ісламські принципи фінансування, так і інвестиції впливу [202, 257].

Слід підкреслити, що особливості функціонування СФД більш детально розглядаються у працях зарубіжних вчених. Так, враховуючи практику існування



Резервного фонду та Фонду національного добробуту в Росії, доробок російських вчених у цій сфері є більш ґрунтовним, аніж вітчизняних.

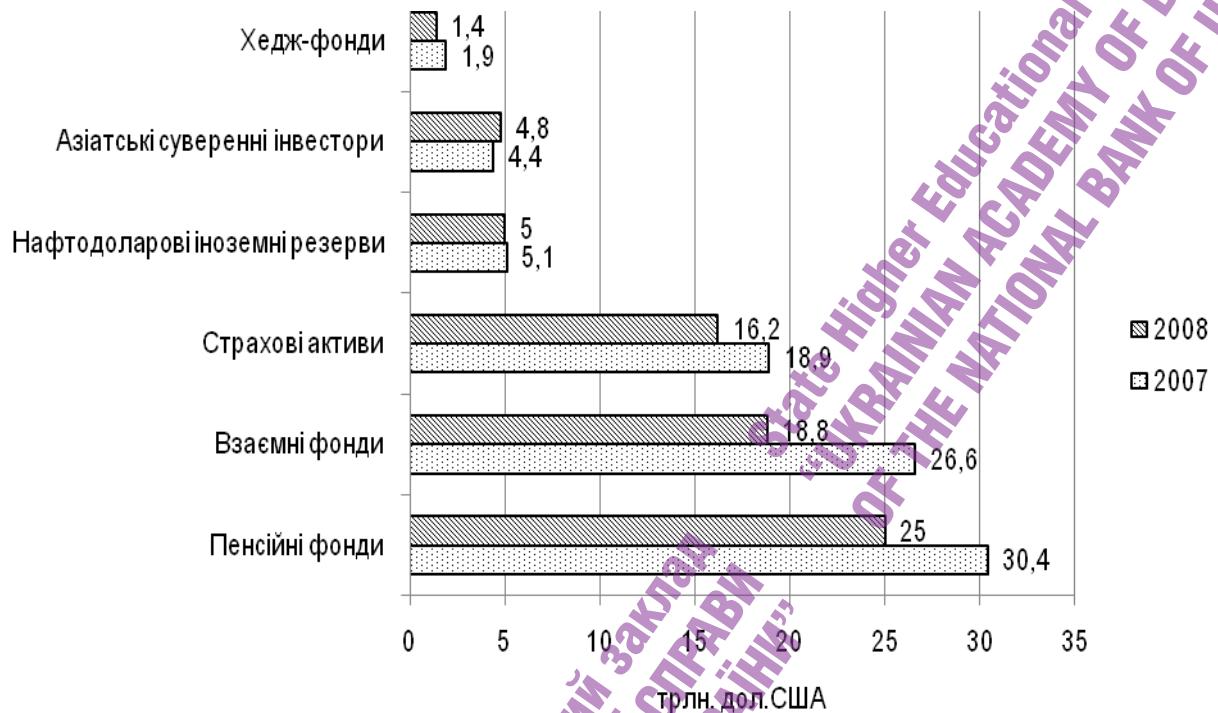


Рисунок 3.2 – Розподіл активів, що знаходяться в управлінні різних портфельних інвесторів світу у 2007-2008 рр., трлн. дол. США

Джерело: [269]

Питаннями сутності, ролі, класифікації, організаційних аспектів та прозорості діяльності СФД у Росії займалися такі вчені як О. М. Сухарев, К. М. Пупинін, П. О. Казакевич, М. В. Лепесин, Е. Т. Гайдар, М. Г. Бароновська, А. В. Левченко та ін. [73, 160, 52, 6, 128].

В Україні окреслені питання є маловивченими. Окремі аспекти запровадження Стабілізаційного фонду розкриті в працях О. В. Плотнікова, І. В. Іголкіна, В. П. Кудряшова, І. В. Запартріної, К. В. Савченка.

Розробка пропозицій щодо функціонування СФД як портфельного інвестора на рівні держави у концептуальних засадах ВПІ в Україні потребує детального розгляду сутності, класифікації, функціоналу та особливостей діяльності СФД.

На позначення суверених фондів фінансових ресурсів використовується значний перелік термінів: фонди природних ресурсів (natural resource funds),

державні резервні накопичувальні фонди, фонди невідновлюваних ресурсів (non-renewable resource funds), сировинні фонди (commodity funds), нафтові фонди (oil funds), «фонди на чорний день» (rainy days funds), стабілізаційні фонди (stabilization funds), державні інвестиційні фонди, суверенні інвестиційні фонди, суверенні фонди добробуту (sovereign wealth funds) [239].

Міжнародно визнаним терміном, закріпленим МВФ є термін суверенний фонд добробуту – Sovereign Wealth Fund (SWF). Підходи до трактування цього терміну наведені у додатку К.

Визначення регуляторів є досить загальними і потребує уточнення, особливо в частині співвідношення СФД та інших державних фондів. Трактування, надане Інститутом СФД характеризує їх з позиції структури активів.

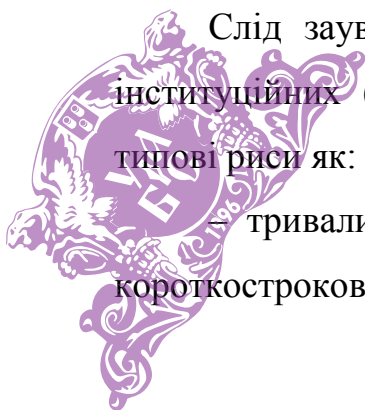
Близькими за сутністю з позиції переліку джерел формування фондів є визначення К. М. Пупиніна та П. О. Казакевича. Натомість визначення М. Г. Бароновської характеризує напрями використання коштів фонду.

Подібними є визначення Міжнародної робочої групи з СФД (International Working Group (IWG) of SWF) та Дойче банку (Deutsche Bank). Вони враховують як ознаку власності, особливості функціонування фонду, так і джерела його формування.

У своєму дослідженні зосередимо увагу саме на розумінні СФД, яке включає основні риси СФД як державного інституційного інвестора. Так, СФД чи державний інвестиційний фонд – фінансові засоби, що належать державі, які утримуються, управляються чи адмініструються публічним фондом та інвестуються ним в широкий набір активів різного виду. В основному фонд утворюється з надлишкової ліквідності у державному секторі, профіциту бюджету чи офіційних резервів центральних банків.

Слід зауважити, що з позиції розуміння СФД як одних з найбільших інституційних (портфельних) інвесторів, необхідно звернути увагу на такі їх типові риси як:

– тривалий інвестиційний горизонт – СФД орієнтуються не на короткострокові кон'юнктурні коливання вартості активів на ринку, а розміщу-



ють їх переважно на середньостроковий та довгостроковий періоди;

– поступове зростання схильності до ризику – через тривалий період часу, впродовж якого досягається максимізація доходності портфеля та відповідні довгострокові інвестиційні стратегії, СФД включають до своїх портфелів більш ризикові активи;

– відсутність чітко визначених зобов'язань – гнучкість використання коштів фонду залежно від визначеної концепції його функціонування;

– суверенність (є державними фондами);

– значні позиції в іноземній валюті – притаманна фондам, що можуть накопичувати частину золотовалютних резервів країни;

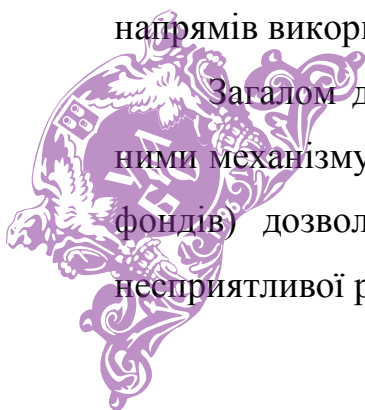
– трансформаційний характер – перетворення сировинних доходів, надлишкової ліквідності у державному секторі, профіциту бюджету з метою подолання наслідків «голландської хвороби», «ресурсного прокляття» чи стримування інфляції на доходи інвестиційного характеру;

– циклічний характер формування і використання ресурсів – СФД досить часто розглядають як вбудовані стабілізатори економічного механізму держави: у періоди сприятливої економічної кон'юнктури фонди акумулюють надлишкові доходи і не допускають перегріву економіки, у несприятливі періоди – здійснюють трансфери до бюджету для забезпечення макроекономічної стабільності.

Слід зауважити, що ознаки тривалого інвестиційного горизонту, високої схильності до ризику та відсутності чітко визначених зобов'язань є ключовими з позиції розмежування СФД від інших категорій портфельних інвесторів (рис. 3.3).

До прикладу, СФД – фонди майбутніх поколінь взагалі не мають визначеного горизонту, періоду погашення зобов'язань та заздалегідь визначених напрямів використання.

Загалом довгостроковий інвестиційний горизонт СФД та не використання ними механізму левериджу (на відміну від інших портфельних інвесторів – хедж-фондів) дозволяють не закривати відкриті позиції фонду навіть у періоди несприятливої ринкової кон'юнктури.



Часова структура (дюрація) активів та пасивів портфельного інвестора				
<ul style="list-style-type: none"> – Більший обсяг зобов'язань; – Зобов'язання перед багатьма інвесторами; – Обмеження на розміщення активів; – Часті виплати за зобов'язаннями 		<ul style="list-style-type: none"> – Менший обсяг зобов'язань; – Вузьке коло інвесторів; – Стабільні надходження капіталу, відносна незалежність від виплат; – Обмеження на розміщення активів відсутні 		
Короткий інвестиційний горизонт	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>			Тривалий інвестиційний горизонт
Хедж-фонди	Взаємні фонди	Пенсійні фонди	Активи страхових компаній	Суверенні фонди добробуту

Рисунок 3.3 – Залежність інвестиційного горизонту та дюрації активів і пасивів різних портфельних інвесторів, розробка автора

Крім того, будучи довгостроковими інвесторами зі значними позиціями, диверсифікованим портфелем як за географічною, так і за продуктовою ознакою, вони сприяють підвищенню ефективності фінансових ринків та зниженню волатильності на ньому.

Щодо аналізу структури портфелю активів (рис. 3.4), слід відмітити таку залежність: чим більше фонд орієнтований на отримання доходу (агресивна стратегія), тим більшою є частка ризикових активів в його портфелі.

Валюта, дежавні цінні папери	Активи з фіксованим доходом	Акції лістингових компаній	Нерухомість	Хедж-фонди	Акції непублічних компаній	Угоди з левериджем (викуп компаній за залучені кошти)
Більш низький ризик та стабільна дохідність		<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>			Більш високий ризик та вища дохідність	
Комбінація ризику/дохідності під час вибору інвестиційної стратегії						

Рисунок 3.4 – Залежність обраної інвестиційної стратегії та структури портфелю активів, що знаходиться в управлінні СФД, розробка автора

Наприклад, СФД Росії дотримується максимально консервативної стратегії, вкладаючи кошти у валютні цінності та державні цінні папери з найвищим інвестиційним рейтингом, у той час як СФД Катару орієнтується на максимізацію прибутковості та вкладає кошти і в більш ризикові інструменти з високим рівнем левериджу [140].

Характеризуючи СФД, також варто наголосити на необхідності їх розмежування у відношенні до інших категорій державних фондів і резервів. Зокрема, ми підтримуємо думку К. М. Пупиніна щодо відособленого врахування золотовалютних резервів для цілей монетарної політики, традиційних операцій державних підприємств, національних пенсійних фондів з договірною відповідальністю, яка не дозволяє використовувати їх для макроекономічних цілей, активів, призначених для особистої вигоди індивідуальних осіб, державних кредитних установ та державних банків, хедж-фондів [128].

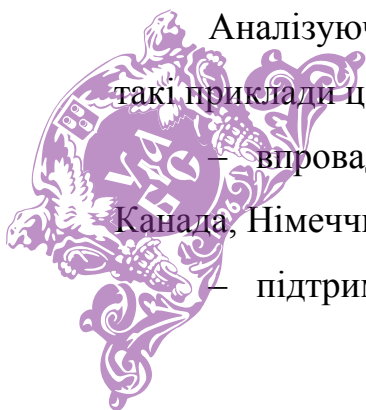
Подібна думка розвинута і у праці Левченко А. В., яка у своєму визначенні наводить ряд рис, що розмежовують СФД поряд з іншими державними фінансовими фондами, такими як фонди соціального страхування та пенсійного забезпечення, державні банки розвитку, міжнародні резерви [72].

Зазначений підхід до відокремлення СФД у структурі інших державних фондів фінансових ресурсів є безумовно виправданим з позиції чітко окресленого управління ними та цілями їх використання.

Акцентуючи увагу на відсутності прямого цільового зв'язку між джерелами формування і зобов'язаннями (цілями використання) фонду, Левченко А. В. визначає такі функції СФД – ощадну, середньострокової макроекономічної стабілізації, розвитку національної економіки, високодохідного управління державними фінансовими активами.

Аналізуючи функціональне призначення СФД різних країн варто назвати такі приклади цілей, які досягаються за рахунок ресурсів фондів:

- впровадження інноваційних технологій у промисловість (Китай, Чехія, Канада, Німеччина);
- підтримка експортно-імпортних операцій у регіоні збуту (Японія, Токіо);



- підтримка проблемних активів в країні (США, Німеччина, Франція);
- кредитування споживачів та підприємств (США, Німеччина, Угорщина);
- підтримка банківської системи в країні (США, Німеччина, Франція, Бельгія, Нідерланди, Австрія, Іспанія, Угорщина, Швейцарія та ін.);
- викуп застрахованих іпотечних кредитів (Канада);
- підтримка окремих сфер виробництва (зокрема, автомобілебудування в США, Канаді, Франції);
- підтримка малого та середнього бізнесу (Італія) [174, с. 191-246].

На нашу думку, виділення сталого переліку таких функцій не потребує детального аналізу, оскільки ці функції безпосередньо залежать від типу СФД за певною класифікаційною ознакою, детальний розгляд якого дозволить визначити необхідні завдання для СФД України.

Серед найбільш поширених класифікаційних ознак виділяють джерело формування фондів, обсяг їх активів та мету створення.

Не зважаючи на традиційну думку, що СФД створюються передусім з сировинних надходжень, питома вага активів СФД, що мають несировинне походження становить 41,0 % від загального обсягу активів фондів (рис. 3.5).

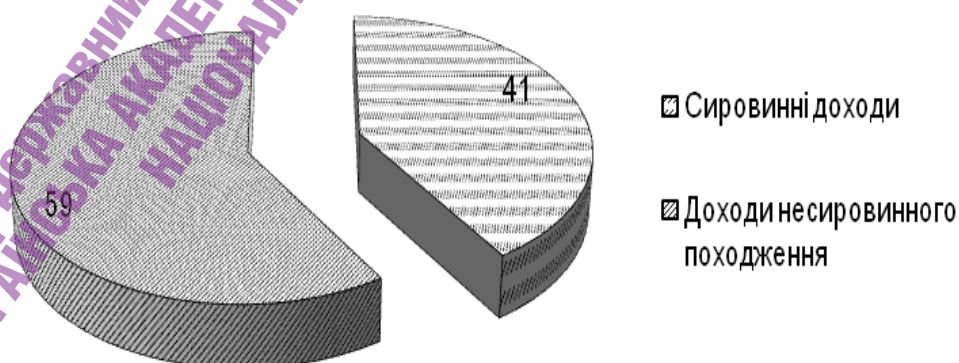


Рисунок 3.5 – Структура активів СФД за джерелами походження станом на серпень 2013 р., %, за даними [150]



Показником, що відіграє важливу роль у класифікації СФД за масштабом їх діяльності є величина активів. На рисунку 3.6 наведемо концентрацію активів 10 найбільших СФД світу.

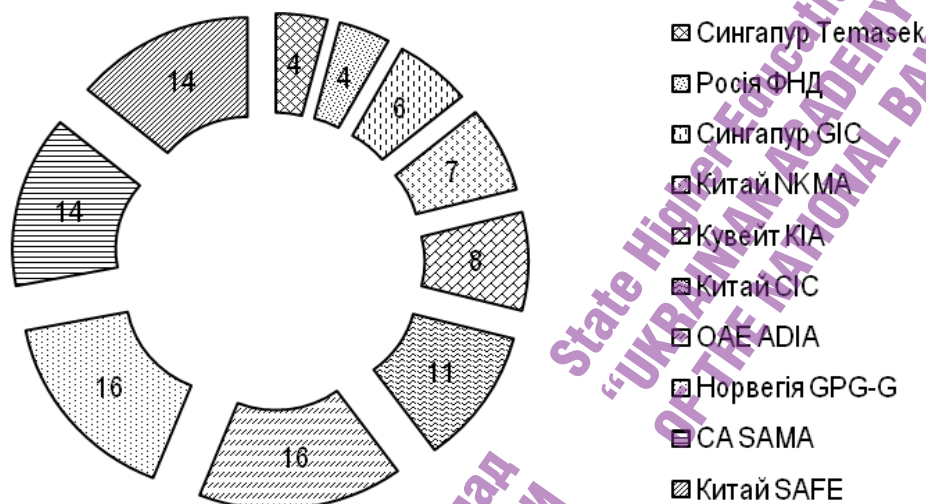


Рисунок 3.6 – Концентрація активів найбільших СФД світу у 2012 р., %, за даними [206]

При цьому із загального обсягу активів СФД світу на ці 10 фондів припадає 79,0 %, а на найбільші 20 – 93,1 %.

Детальна інформація за обсягами активів фонду, джерелами його формування, функціями наведені в додатку Л.

Основоположною, з позиції розуміння особливостей функціонування СФД, є класифікація, запропонована Інститутом СФД та МВФ, яка передбачає поділ усіх СФД на такі типи залежно від мети їх створення:

- стабілізаційні;
- ошадні (фонди майбутніх поколінь);
- пенсійні резервні фонди;
- резервні інвестиційні фонди;
- СФД стратегічного розвитку.

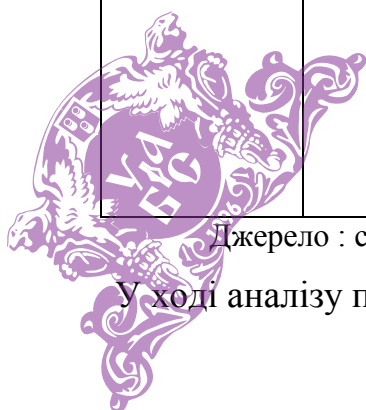
Подібної основоположної класифікації дотримуються й науковці, то ж детально представимо її у вигляді таблиці 3.1.

Таблиця 3.1 – Класифікація СФД за метою створення

Ознака порівняння	Фонд				
	Стабілізаційні	Ощадні (фонди майбутніх поколінь)	Пенсійні резервні фонди	Резервні інвестиційні фонди	СФД стратегічного розвитку
Мета створення	Антициклічне макроекономічне регулювання та стабілізація	Справедливий розподіл доходів між поколіннями громадян	Виконання довгострокових пенсійних зобов'язань поза системою індивідуального пенсійного страхування	Максимізація доходів від золотовалютних резервів країни	Фінансування соціально значимих, екологічно сприятливих та економічно доцільних проектів
Активи	Високоліквідні та високонадійні активи, передусім зарубіжні	Активи з високим рівнем доходу	Активи з фіксованим доходом, переважно в (у) національній валюті	Високоліквідні та високонадійні активи	Активи, переважно у вигляді пайових цінних паперів, передусім національні
Схильність до ризику	Низька	Висока	Низька	Низька	Низька
Превалуючий тип інвестицій	Переважно портфельні (у боргові цінні папери)	Переважно портфельні	Переважно портфельні	Прямі (переважно) та портфельні	Прямі (переважно) та портфельні
Слідування концепції СР	В цілому відповідають концепції, переважно в частині економічної складової	Пріоритет у функціонуванні, переважно у частині соціальної та екологічної складової	В цілому відповідають концепції, переважно в частині соціальної складової	В цілому відповідають концепції, переважно в частині економічної складової	Пріоритет у функціонуванні з урахуванням усіх складових
Приклади СФД за країнами	Казахстан, Алжир, Іран, Росія	Сінгапур, Бразилія, Об'єднані Арабські Емірати, та ін. нафтодобуваючі країни Близького Сходу, Канада, Росія, Казахстан	Китай, Австралія, Ірландія, Нова Зеландія	Китай, Сінгапур, Саудівська Аравія, Корея	Франція, Росія

Джерело : складено автором на основі [6, 160, 72,195]

У ході аналізу представленої таблиці, слід зауважити, що найчастіше у країнах



світу створюються ощадні фонди – фонди майбутніх поколінь, які не займаються прямими інвестиціями, оскільки країни-реципієнти вважають значні за обсягами фонди загрозою їх національному суверенітету.

Крім того, визначальною рисою фондів такого типу є трансформація експортних доходів чи доходів від невідновлюваних ресурсів з використанням диверсифікованого портфелю активів у доходи майбутніх поколінь.

Необхідно також звернути увагу на те, що особливою класифікаційною категорією фондів є СФД змішаного типу, які виконують завдання з досягнення декількох альтернативних функцій.

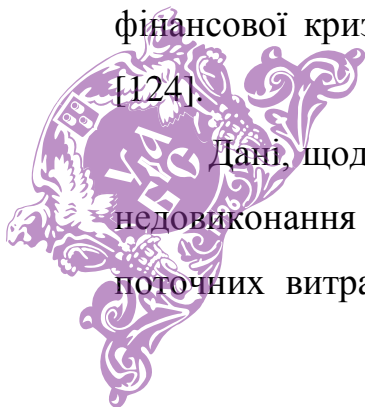
Прикладом створення таких СФД є Державний нафтовий фонд Азейбарджану, Фонд Східного Тімору, Фонд соціальної та економічної стабілізації Чилі, які поєднують функції стабілізаційних та ощадних фондів, а також Глобальний пенсійний фонд Норвегії, який крім стабілізаційних чи ощадних виконує пенсійні функції.

Екстраполюючи результати проведеного аналізу сутності, основних рис, ознак класифікації СФД у світовій практиці на вітчизняні реалії, варто відзначити, що в Україні було дві спроби утворення стабілізаційних фондів у 2006 та 2008 р., проте жодна з них не мала логічного завершення, а тим більше визначеного результату.

У 2006 р. перший Стабілізаційний фонд було утворено згідно з ЗУ «Про Державний бюджет в Україні на 2006 рік» у розмірі 3 млрд. грн., проте, він не став дієвим засобом структурної перебудови економіки України на засадах інноваційного розвитку, а був використаний для поточних потреб. У 2008 р. в Україні був створений стабілізаційний фонд державного бюджету згідно Закону України «Про першочергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України»

[124].

Дані, щодо особливостей його формування (табл. 3.2) засвідчують постійне недовиконання планових показників, а напрями використання – покриття поточних витрат державного бюджету – вказують на невиконання мети його



створення – подолання економічної кризи та макроекономічної стабілізації, фінансування інноваційних проектів. Тому, у контексті деталізації та практичної розробки концептуальних засад ВПІ на їх макrorівні в Україні, пропонуємо створити СФД та відвести йому роль довгострокового державного портфельного інвестора, що надасть поштовх до переходу нашої держави на засади СР економіки. На відміну від функціонуючого Резервного фонду Кабінету Міністрів України, запропонований СФД виконуватиме функції збереження та примноження доходів від невідновлюваних ресурсів для майбутніх поколінь, а не використовуватиметься для фінансування поточних витрат Уряду.

Таблиця 3.2 – Надходження до Стабілізаційного фонду державного бюджету України у 2008-2010 рр., млн. грн.

Стаття надходжень	Рік					
	2008		2009		2010	
	план	факт	план	факт	план	факт
За рахунок запозичень	–	–	4300,0	1528,3	–	–
За рахунок приватизації	7938,1	4823,0	–	–	10262,6	1093,4
За рахунок продажу землі несільськогосподарського призначення	1280,0	19,3	9800,0	595,6	н/д	н/д
За рахунок тимчасової цільової надбавки до ставок ввізного мита		–	Не плану-валось	216,7	–	–
За рахунок цільового розміщення державних цінних паперів	5344,1	3458,2	–	–	100,0	н/д

Джерело: [111].

На відміну від існуючої практики управління золотовалютними резервами, функціонування СФД буде прикладом реалізації сучасної теорії державних заощаджень та управління ними в умовах переходу до концепції СР.

Для обґрунтування цієї пропозиції необхідно вирішити ряд першочергових завдань:

– визначення типу фонду;

- джерел його формування;
- принципів його функціонування;
- напрямів використання коштів фонду.

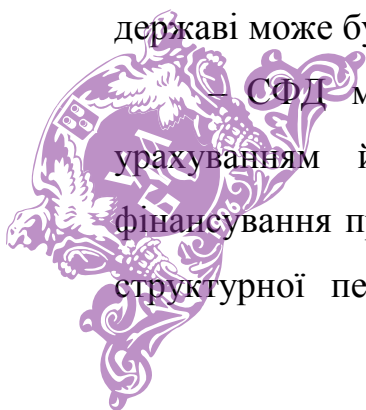
Обрання типу СФД в Україні залежно від мети його створення повинно визначатись пріоритетними задачами СР економіки та інструментарію його фінансового забезпечення.

А тому з урахуванням критичної ситуації у економічній, екологічній та соціальній сферах України (ключові проблеми розглянуті у підрозділі 2.1) та ігноруванні інтересів майбутніх генерацій громадян нашої держави пропонуємо створити СФД змішаного типу, метою якого є забезпечення стійкого розвитку держави, акумуляція ресурсів для майбутніх поколінь та захист економіки від циклічних коливань.

Як зазначає відомий дослідник СФД О. М. Сухарев, «фонди майбутніх поколінь можуть також виконувати стабілізаційні функції» [161]. Практичного втілення така теза, крім вищеназваних фондів, набула у діяльності Національного фонду Казахстану, чисті активи якого аналізуються у розрізі стабілізаційного та ощадного портфелів [56]. При цьому, на стабілізаційний портфель припадає 25 %, а на ощадний 75 % активів фонду [185].

На користь створення СФД за змішаним типом ощадного фонду майбутніх поколінь та стабілізаційного фонду в Україні слід навести наступні аргументи:

- в умовах активізації інвестиційної діяльності суверенних інвестиційних утворень інших країн Україна може втратити конкурентні переваги як гравця на національному та міжнародному ринку капіталів;
- у разі відсутності ефективно побудованих механізмів фінансового протекціонізму вплив зарубіжних СФД на розподіл інвестиційних ресурсів у державі може бути значним і негативним;
- СФД має стати джерелом «довгих грошей» в економіці держави з урахуванням його цілей та інвестиційного горизонту та основою для фінансування пріоритетних інфраструктурних, соціальних, екологічних проектів, структурної перебудови галузей господарства через неемісійні джерела, що



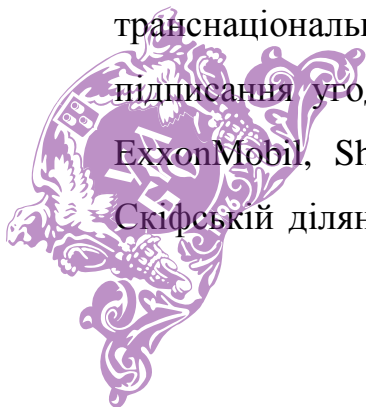
сприятиме сталому розвитку економіки та забезпечення потреб майбутніх поколінь з урахуванням дискредитації механізму нарощування державного боргу та орієнтації на фінансування поточних видатків;

– СФД може виступати у ролі драйвера розвитку фондового ринку та реального сектору України: володіючи значним обсягом активів та управляючи ними у найбільш раціональний спосіб, фонд матиме можливість здійснювати портфельні інвестиції у вітчизняні стратегічні компанії, що демонструють високі стандарти корпоративної соціальної відповідальності та враховують етичні, екологічні, соціальні та управлінські фактори у своїй діяльності, сприяти підтримці стійкості фінансової системи та вільному переміщенню капіталу;

– СФД забезпечуватиме макроекономічну стійкість та згладжування циклічних коливань, що сприятиме підвищенню суверенного рейтингу України, здешевить зовнішні інвестиційні ресурси як для державного, так і для корпоративного сектору економіки.

Наступним аспектом у запровадженні СФД в Україні має стати вибір джерел його фінансування. Зважаючи на специфічну сировинну структуру експорту України (у II кварталі 2013 р. частка в загальному експорті чорних та кольорових металів і виробів з них становила 29,4 %, продовольчі товари та сировина для їх виробництва – 20,6 %) та негативне сальдо платіжного балансу, стабільний дефіцит державного бюджету, спад в економіці, на перший погляд, жодних підстав, а тим більше джерел надходження СФД немає.

Більше того, існуючі на сьогодні податкові та неподаткові надходження уже знайшли своє відображення у Державному бюджеті України. У цьому контексті пропонуємо звернути увагу на джерела, не пов'язані з традиційними, які з'являться у ході реалізації угод про розподіл продукції з такими транснаціональними компаніями як Shell, Chevron (переможці конкурсу з підписання угоди про розподіл продукції на Олеській та Юзівській площах) і ExxonMobil, Shell, Petron та НАК «Надра України» (переможці конкурсу на Скіфській ділянці Чорноморського шельфу) згідно ЗУ «Про угоди про розподіл



продукції» [184]. Використовуючи доходи від угод з розподілу продукції з названими добувними компаніями, можна сформувати статутний капітал та первинний обсяг активів такого фонду з урахуванням кращої світової практики використання доходів від розробки національних надр на користь суспільства та формування синергетичного ефекту СР економіки від інвестування цих доходів з урахуванням соціальних, екологічних та управлінських факторів.

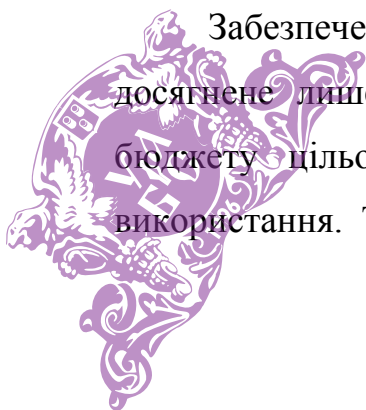
Доцільність обраного напрямку формування СФД України за рахунок доходів від видобутку нетрадиційних вуглеводнів підтверджується прийняттям Верховною Радою України 24.10.2013 проекту змін до Закону України «Про угоди про розподіл продукції», в якому пропонується затвердити частку у щонайменше 10 % від суми доходів держави, які мають надходити до місцевих бюджетів громад, на території яких здійснюється видобуток. Цей законопроект є взірцевим в частині обґрунтування створення СФД у цій площині з метою недопущення марнотратного використання значного обсягу доходів.

Крім того, безумовно корисним у цьому контексті є досвід Польщі, де паралельно зі здійсненням розробок родовищ нетрадиційних корисних копалин ініційовано процес щодо створення спеціального фонду, спрямованого на підвищення інноваційного потенціалу економіки, здійснення інвестицій в освіту, науку, охорону здоров'я.

Окремі зобов'язання мають бути виконані Україною у цій сфері з приєднанням до Ініціативи прозорості видобувних галузей (EITI).

Варто відзначити і той факт, що за шкалою міжнародних організацій у сфері видобувних галузей Revenue Watch Institute (EITI, Publish What You Pay) Україна знаходиться у перехідному положенні між підписанням вигідного контракту та забезпеченням прозорості доходів у просуванні до інвестування у СР (рис. 3.7).

Забезпечення прозорості доходів від видобувного сектора може бути досягнене лише за умови їх концентрації у відокремленому від державного бюджету цільовому фонді з чітко визначеним механізмом формування і використання. Таким чином, первинне формування статутного капіталу фонду



можливе за рахунок доходу держави, отриманого від видобутку сланцевого газу за підписаними угодами з розподілу прибутку.

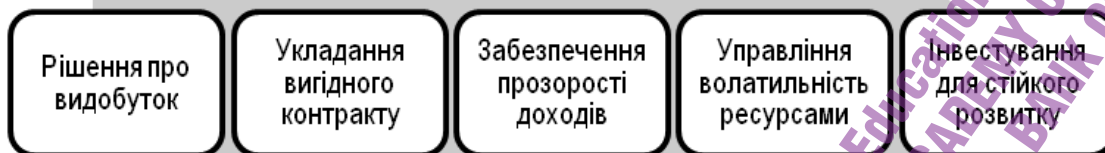


Рисунок 3.7 – Схема успішного управління доходами від видобувного сектору, за даними Revenue Watch Institute, [184]

Зокрема, за розрахунками, проведеними за положеннями угоди про розподіл прибутку, яку 5 листопада 2013 р. Україна, в особі Кабінету Міністрів України, уклала з «Шеврон Юроп Експлорейшн енд Продакшн» і ТОВ «Надра Олеська», проектний обсяг видобутку газу становить 10 млрд. куб. м на рік, при сумарному запасі 2980 млрд. куб. м. З урахуванням мінімальної частки держави у доході від реалізації сланцевого газу за середньою ринковою ціною в 300 дол. за 1 тис. куб. м. – 17 %, частки ТОВ «Надра Олеська» – 41,3 % та тієї обставини, що державі належить 90 % частка в статутному капіталі ТОВ «Надра Олеська» обсяг доходу максимально може становити 1,56 млрд. дол. щорічно.

Крім того, враховуючи можливі норми рентабельності та норми виробітку, закладеними у цій угоді [168], а також норми Закону України «Про внесення змін до Бюджетного кодексу України щодо коштів від використання (реалізації) державної частини виробленої продукції відповідно до угод про розподіл продукції» [118], щодо відрахування 10 % від доходу держави за угодою та розподілу їх між місцевими бюджетами адміністративно-територіальних одиниць, на території яких знаходиться відповідна ділянка надр і обсягів компенсаційних витрат, які отримають інвестори (Шевррон та ТОВ «Надра Олеська»), проведемо розрахунок можливих надходжень від видобутку сланцевого газу на Олеській газовій площині (табл. 3.3).

Таблиця 3.3 – Розрахунок обсягу доходів від угоди про розподіл продукції, укладеною з корпорацією Шеврон

№	Реальна норма прибутку, %	Обсяги видобутку за попередні 4 квартали, млрд. куб. м.	Частка держави		Частка інвесторів		Chevron		ТОВ «Надра Олеська»		Обсяг розподілу за вирахуванням компенсаційних витрат, млрд. куб. м.	Загальний обсяг доходу у СФД України, млрд. дол. США
			млрд. куб. м.	млрд. дол. США	млрд. куб. м.	млрд. дол. США	млрд. куб. м.	млрд. дол. США	млрд. куб. м.	млрд. дол. США		
1	< 18	X < 5	17 %		83 %		41,5 %		41,5 %			
	1 рік	4,90	0,631	0,170	3,082	1,281	1,541	0,817	1,541	0,464	3,714	0,588
	2 ... n рік	4,90	0,833	0,225	4,067	1,220	2,033 5	0,610	2,033 5	0,610	4,90	0,774
2	18 ≤ x < 25	5 ≤ X < 7.5	22 %		78 %		39 %		39 %		-	-
	1 рік	7,40	1,056	0,285	5,157	1,903	2,579	1,128	2,579	0,775	6,214	0,983
	2 ... n рік	7,40	1,258	0,340	6,142	1,843	3,071	0,921	3,071	0,921	-	1,169
3	25 ≤ x < 30	7.5 ≤ X < 10	30 %		70 %		35 %		35 %		-	-
	1 рік	9,90	1,481	0,400	7,232	2,526	3,616	1,439	3,616	1,086	8,714	1,378
	2 ... n рік	9,90	1,683	0,454	8,217	2,465	4,108 5	1,233	4,108 5	1,233	-	1,564
4	x ≥ 30	X ≥ 10	40 %		60 %		30 %		30 %		-	-
	1 рік	10,10	1,515	0,409	7,398	2,575	3,699	1,464	3,699	1,111	8,914	1,409
	2 ... n рік	10,10	1,717	0,464	8,383	2,515	4,191 5	1,257	4,191 5	1,257	-	1,595

Джерело: розрахунки автора

У ході пояснення механізму проведеного розрахунку, слід зауважити, що даною угодою передбачено проведення компенсації понесених на первинних етапах розробки родовища витрат компанії Шеврон у сумі 354,4 млн. дол. США та ТОВ «Надра Олеська» у сумі 1,6 млн. дол. США.

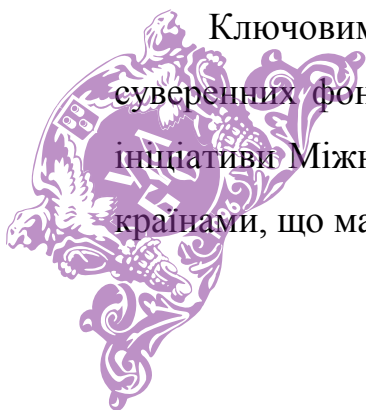
Подальше наповнення фонду пропонується здійснювати за рахунок таких джерел:

- частки надходжень від рентних платежів промисловості видобувного характеру, доходи від видачі ліцензій на розвідку та розробку родовищ корисних копалин;
- дивіденди компаній, що перебувають у державній власності;
- кон'юнктурні мита від надходжень найбільших галузей-експортерів у сприятливі періоди (для структурної перебудови та інноваційного розвитку цих галузей);
- частка щорічних платежів НБУ на користь бюджету;
- інвестиційні доходи від управління активами фонду.

Для моделювання за песимістичним сценарієм зробимо припущення, що обсяг видобутку газу у найближчі 10 років (за прогнозами аналітиків) становитиме менше 5 млрд. куб. метрів. Таким чином, обсяг доходу, який може бути спрямований до СФД України, становитиме у перший рік видобутку (за вирахуванням компенсаційних витрат корпорації Шеврон та з урахуванням компенсаційних витрат, які отримає ТОВ «Надра Олеська») дорівнюватиме 0,588 млрд. дол. США, у другий – 0,774 млрд. дол. США і т.д.

Важливим аспектом у створенні СФД в Україні є розробка рамкових принципів його функціонування, котрі були б спрямовані на цільове та ефективне використання ресурсів фонду та відповідали б загальноновизнаній світовій практиці.

Ключовими міжнародними документами, що регулюють діяльність суверенних фондів добробуту є 24 Принципи Сантьяго затверджені у 2008 р. за ініціативи Міжнародного валютно-фінансового комітету, та прийняті до уваги 26 країнами, що мають СФД.



Вказані принципи покликані сформувати практику належного управління та підзвітності СФД, а також проведення інвестиційної політики на стійкій основі [100].

Структурно принципи Сантьяго охоплюють три сфери у функціонуванні СФД:

- правова основа і координація з макроекономічною політикою;
- інституційна основа і структура управління;
- управління інвестиціями і ризиками.

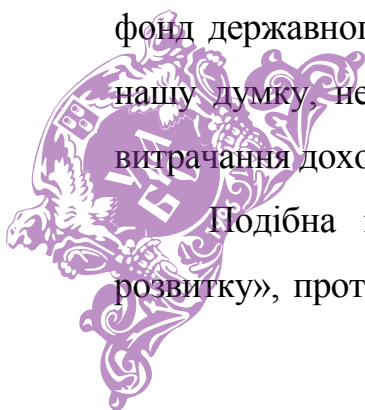
У розрізі цих трьох сфер визначимо принципи роботи запропонованого СФД для України. Принцип надійної правової основи передбачає здійснення СФД своєї діяльності у межах окресленого правового поля.

Так, з урахуванням юридичних факторів, питання створення СФД за рахунок видобутку невідновлюваних ресурсів та врахування інтересів українського народу при розподілі благ від видобутку таких ресурсів регулюється найвищим за юридичною силою документом – Конституцією України, у ст. 13 якої зазначається, що «земля, її надра, атмосферне повітря, водні та інші природні ресурси, які знаходяться в межах території України, природні ресурси її континентального шельфу, виключної (морської) економічної зони є об'єктами права власності Українського народу».

Порядок формування та використання коштів СФД повинен бути закріплений спеціальним законом «Про суверенний фонд добробуту України» та законами щодо внесення змін до Бюджетного кодексу, Кодексу України про надра, ЗУ «Про угоди про розподіл продукції», ЗУ «Про Національний банк України» у частині врегулювання питань поточного управління діяльністю фонду.

Необхідно зазначити, що внесення таких змін обумовлено діючим на сьогодні порядком розподілу та використання доходів нафтогазового сектору через загальний фонд державного та місцевих бюджетів, закріплений у Кодексі про надра. Він, на нашу думку, не відповідає вимогам щодо акумуляції, примноження та цільового витрачання доходів від невідновлюваних ресурсів.

Подібна ініціатива міститься у законопроекті «Про національний фонд розвитку», проте його статус на сьогодні невизначений [133]. Тож крім прийняття



відповідного закону, необхідним є затвердження чітких бюджетних правил, направлених на розмежування надходжень і видатків СФД виходячи з його цілей, а також надходжень і видатків державного бюджету та інших фондів.

Принцип координації з монетарною та фіскальною політикою означає збалансування довгострокових цілей фонду з діючими інституціями та практиками державного управління з метою досягнення макроекономічної стабільності.

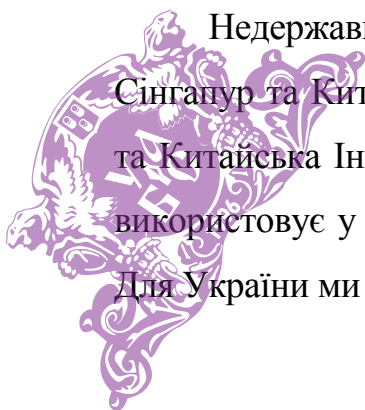
Разом з тим, на відміну від функціонуючого Резервного фонду КМУ, пропонується СФД України виконуватиме функції збереження та примноження доходів від невідновлюваних ресурсів для майбутніх поколінь українців, а не використовуватиметься для фінансування поточних витрат уряду.

Крім того, на відміну від існуючої практики управління золотовалютними резервами функціонування СФД буде прикладом реалізації сучасної теорії державних заощаджень та управління ними в умовах переходу до концепції СР економіки, а створений механізм акумулювання і використання державних заощаджень на основі СФД включатиметься до макроекономічного рівня концептуальних засад ВВП в Україні.

Принцип чіткої організаційної структури передбачає дієвий розподіл прав і обов'язків в управлінні СФД, спрямований на досягнення ефективності і прозорості в умовах збалансування незалежності та підзвітності керівних органів фонду.

Для обґрунтування даного принципу на теренах України, звернімося до світового досвіду управління СФД. Так, у межах державного управління ресурсами СФД варто відзначити Норвезький Державний пенсійний фонд – Глобальний, яким володіє Міністерство фінансів, а управління ним здійснює Центральний банк. СФД Кувейту, знаходиться в управлінні урядової інвестиційної агенції, а Національний фонд Республіки Казахстан - Центрального банку.

Недержавне управління ресурсами СФД характерне для таких країн як Сінгапур та Китай, в яких створені спеціалізовані інвестиційні корпорації (Темасек та Китайська Інвестиційна Корпорація). Також недержавні інструменти управління використовує у своїй діяльності суверенний фонд Об'єднаних Арабських Еміратів. Для України ми пропонуємо класичну дворівневу модель державного управління



СФД із залученням механізмів підзвітності та громадського контролю.

Створений у межах органів державної влади суверенний фонд добробуту України належатиме Міністерству фінансів, яке на паритетних засадах призначатиме Раду директорів фонду, а управління діяльністю фонду буде покладене на Національний банк України.

Контрольні механізми представлені відповідними незалежними органами:

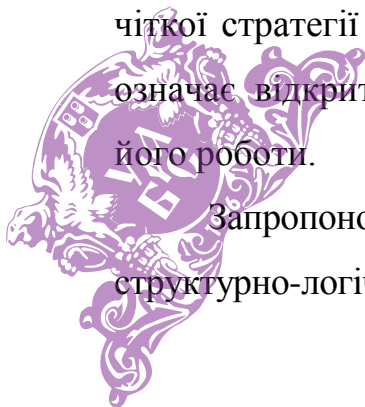
- Наглядовою радою
- Комітетом з етики
- Зовнішнім аудитором.

Принцип ефективної та надійної інвестиційної політики полягає у забезпеченні довгострокової дохідності фонду за прийнятного рівня ризику та високої надійності інвестицій. Підходи щодо формування інвестиційної стратегії та функціонування системи управління ризиками фонду мають бути задокументовані та оприлюднюватись.

Принцип прозорості засвідчує необхідність розкриття детальної інформації про основу управління та цілі СФД, актуальної фінансової звітності про результати його діяльності, що має оприлюднюватися з визначеною періодичністю, публікації щорічного звіту про його операції на основі Міжнародних стандартів фінансової звітності та проведення незалежного аудиту діяльності фонду з метою відповідності оціночним критеріям індексу прозорості (Transparency Index).

Вказаний індекс був розроблений К. Лінабургом та М. Мадуеллом в Інституті СФД. На його основі фонди ранжуються за десятибальною шкалою за критеріями, в основі яких лежить розкриття фондом інформації щодо: структури активів та їх географічної приналежності, принципів відносно етичних стандартів, чіткої стратегії і цілей фонду і т.д. [74]. Набрання максимальної кількості балів означає відкритість фонду для власних громадян та підтверджує ефективність його роботи.

Запропоновану організаційну структуру СФД України представимо у межах структурно-логічної схеми його діяльності, яка враховує ключові завдання, що



ставились у ході його створення (рис. 3.8).

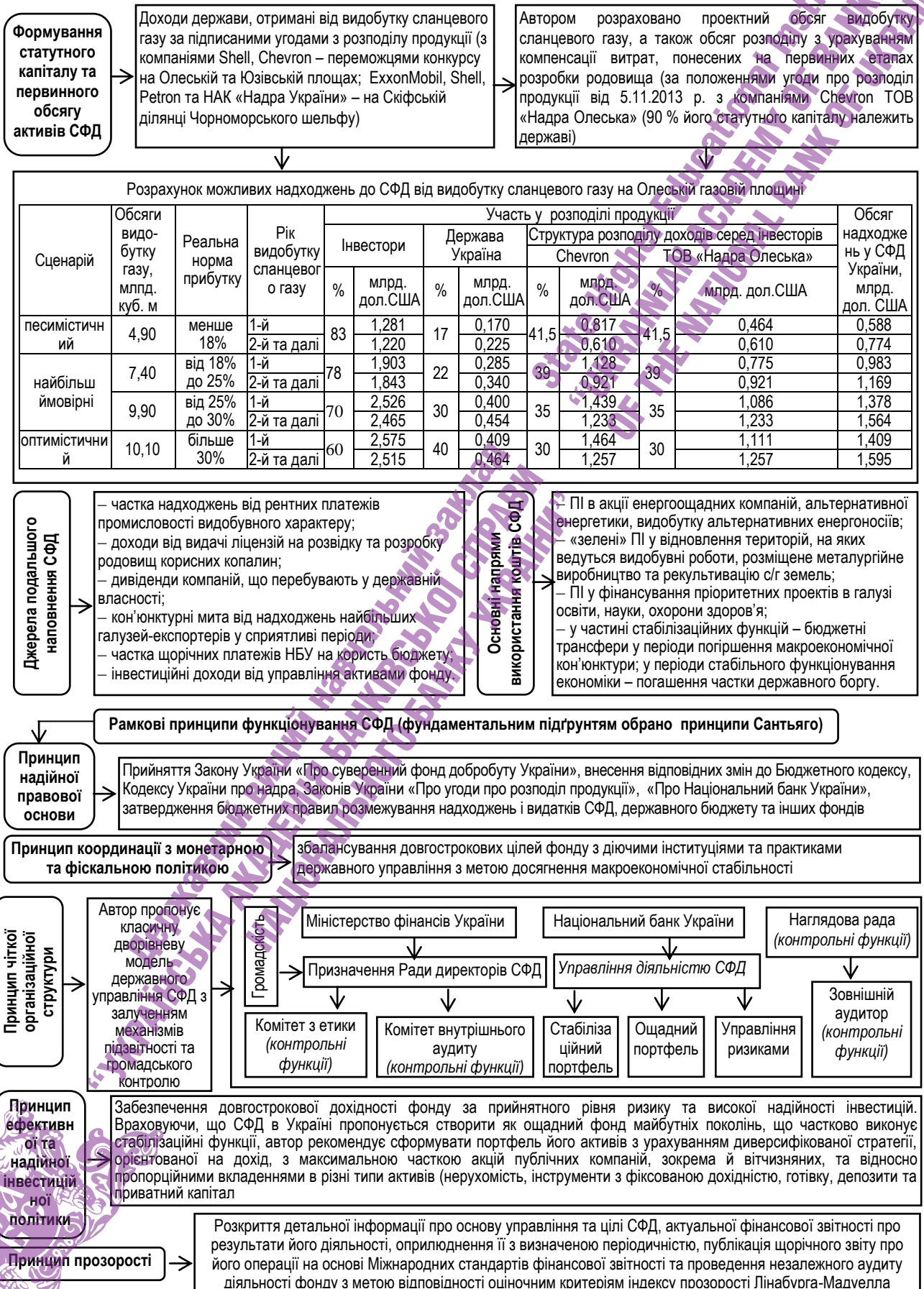


Рисунок 3.8 – Основні положення функціонування в Україні СФД

Не зважаючи на той факт, що СФД використовують значний спектр інвестиційних стратегій, їх можна згрупувати у три напрями: консервативні, орієнтовані на отримання доходу та стратегічні (табл. 3.4).

Таблиця 3.4 – Характеристика основних типів стратегій СФД

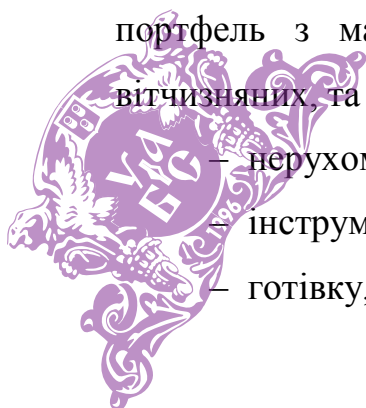
Тип інвестиційної стратегії	Сутність	Приклад фонду
Консервативні портфельні інвестори	Передбачають розміщення коштів у традиційних інструментах (депозити, інструменти з фіксованою дохідністю)	Інвестиційне управління Саудівської Аравії, Резервний фонд Росії, Інвестиційна агенція Кувейту
Портфельні інвестори, орієнтовані на отримання доходу	Націлені на отримання більш високого доходу, мають більш диверсифікований портфель переважно з акцій лістингових компаній, вкладень у хедж-фонди, нерухомість та інструменти з фіксованою дохідністю, що має більш високий рівень ризику	Державний пенсійний фонд Норвегії – Глобальний, Інвестиційна агенція Абу-Дабі
Стратегічні інвестори	Спрямовані на придбання значних пакетів акцій компаній та управління ними для просування національних інтересів через вкладення у міжнародні корпоративні активи	СФД ОАЕ Мубадала, СФД Сінгапуру Темасек, Інвестиційне управління Катару

Джерело: розроблено автором

Залежно від обраного типу інвестиційної стратегії формується портфель інструментів, що поєднує у собі різні характеристики ризику/дохідності (рис. 3.9).

Враховуючи запропонований тип СФД для України як ощадний фонд майбутніх поколінь, що частково виконує стабілізаційні функції рекомендуємо сформувати портфель його активів з урахуванням диверсифікованої стратегії, орієнтованої на дохід. Для СФД України пропонуємо сформувати інвестиційний портфель з максимальною часткою акцій публічних компаній, зокрема й вітчизняних, та відносно пропорційними вкладеннями в різні типи активів:

- нерухомість;
- інструменти з фіксованою дохідністю;
- готівку, депозити;



– приватний капітал тощо.

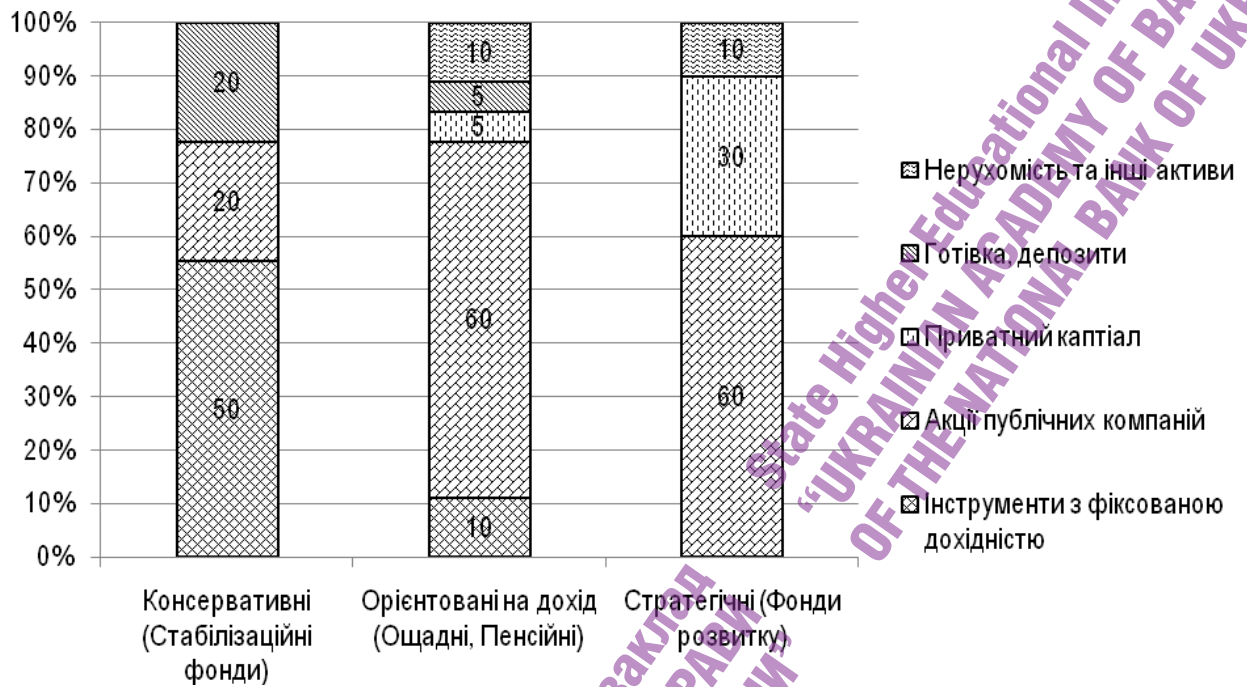


Рисунок 3.9 – Структура портфелю активів СФД з різними інвестиційними стратегіями, за даними [269]

До основних напрямів використання коштів, які мають бути обов'язково чітко визначені у законодавчих актах, які регламентують діяльність фонду, необхідно, на нашу думку, віднести такі:

– енергоефективна перебудова економіки на засадах зменшення залежності від імпортих джерел енергоресурсів та здійснення портфельних інвестицій в акції енергоощадних підприємств та компаній, що працюють у секторі альтернативної енергетики, видобутку альтернативних енергоносіїв;

– «зелені» портфельні інвестиції у відновлення територій, на яких ведуться видобувні роботи, розміщене металургійне виробництво та рекультивацію земель сільськогосподарського призначення, як основних експортних галузей України;

– інвестиції у людський капітал – фінансування пріоритетних проектів в галузі освіти, науки і охорони здоров'я;

– структурна перебудова економіки України на засадах СР;

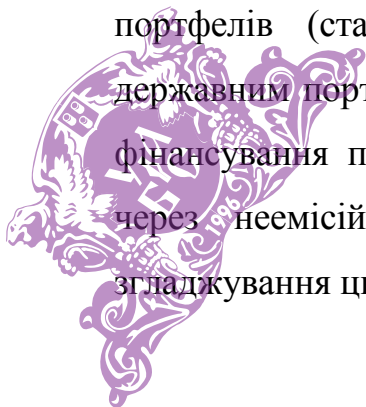
– у частині стабілізаційних функцій – спрямування чітко визначеного за розміром трансферу до бюджету у періоди погіршення макроекономічної кон'юнктури; у періоди стабільного функціонування економіки – погашення частки державного боргу.

Таким чином, розглянувши специфіку та масштаби функціонування СФД, можна зробити висновок, що цей новий тип державних інституційних інвесторів визначається як сукупність фінансових засобів, що належать державі, які утримуються, управляються чи адмініструються публічним фондом та інвестуються ним в широкий набір активів різного виду. СФД відіграє значний вплив на міжнародний рух капіталу, дозволяє виконувати функції макроекономічної стабілізації та примноження доходів для майбутніх генерацій залежно від обраного типу та мети створення фонду.

Автором досліджено еволюцію розвитку державних інвестиційних фондів як інституційних інвесторів в різних країнах світу, специфічні відмінності від інших інституційних портфельних інвесторів, функції у світовій фінансовій системі, класифікацію, організаційні механізми функціонування та джерела формування.

На основі узагальнення кращої світової практики роботи СФД у більш ніж 60 країнах світу запропоновано науково-методичний підхід щодо створення СФД України за типом фонду майбутніх поколінь з урахуванням принципів Сантьяго та на основі моделювання обсягу його надходжень від угод з розподілу продукції (нетрадиційних вуглеводнів).

У роботі запропоновано створити СФД змішаного типу, який би поєднував функції стабілізаційного фонду (захист економіки від циклічних коливань) та фонду майбутніх поколінь ощадного типу (фінансове забезпечення СР, акумуляція ресурсів для майбутніх поколінь), формував, відповідно, два типи інвестиційних портфелів (стабілізаційний та ощадний). СФД має стати довгостроковим державним портфельним інвестором нового типу, джерелом «довгих грошей» для фінансування пріоритетних інфраструктурних, соціальних, екологічних проектів через неемісійні джерела, а також забезпечення стійкості економіки та згладжування циклічних коливань.



3.2 Регіональний рівень відповідального портфельного інвестування

Забезпечення переходу України до стратегії СР економіки з урахуванням розроблених концептуальних засад ВПІ (підрозділ 2.3) як інструменту його фінансового забезпечення має враховувати не лише загальнодержавний рівень, але й охоплювати регіональний та мікрорівень з метою єдності та цілісного впровадження окресленої концепції.

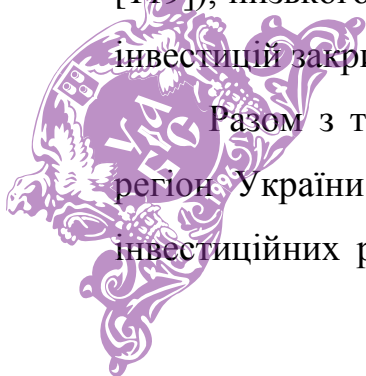
На регіональному рівні у межах структурного підходу до ВПІ в Україні суб'єктами інвестування (держава, інституційні та індивідуальні інвестори) приймаються рішення щодо доцільності здійснення вкладень у той чи інший регіон України.

Більше того, самі регіональні утворення, ініціюючи програми та проекти, що враховують екологічні, соціальні, управлінські критерії повинні оперувати актуальною і достовірною інформацією щодо інвестиційного клімату, що склався в регіоні, його інвестиційного потенціалу.

Інтегральною характеристикою, що дозволяє врахувати ці інформаційні потреби є інвестиційний потенціал регіону з урахуванням сталості його розвитку. З позиції міжнародних організацій-донорів капіталу – Міжнародної фінансової корпорації, Світового банку першочерговим критерієм для надання різного роду портфельних інвестицій, проектних інвестицій є наявність у інвестиційних пропозиціях чітко окресленої соціальної та екологічної складової.

Слід зауважити, що в умовах неврахування концепції СР як на національному, так і на регіональному рівні (у Державній стратегії регіонального розвитку України до 2015 р. відсутні чіткі заходи щодо досягнення цілей СР [119]), низького інвестиційного рейтингу держави та регіонів доступ до подібних інвестицій закритий.

Разом з тим, досягнення обґрунтованості здійснення ВПІ у той чи інший регіон України потребує науково-методичної бази для прийняття відповідних інвестиційних рішень, яка може включати як цілісні індекси СР регіонів, так і



окремі індикатори інвестиційного потенціалу регіонів за його окремими вимірами.

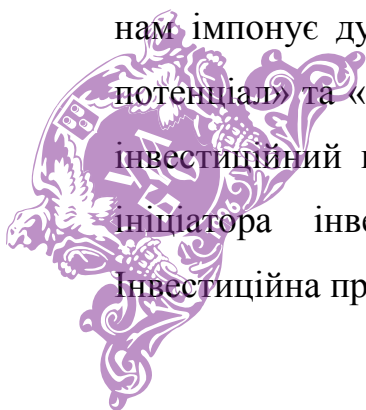
Отже, побудові науково-методичного підходу до визначення інвестиційного потенціалу регіонів України з урахуванням їх СР повинно передувати узагальнення доробку вчених у цьому напрямі досліджень.

Загалом, термін «потенціал» тлумачиться як сукупність наявних засобів, можливостей в якій-небудь галузі. У межах цього підрозділу роботи не ставиться на меті вичерпний аналіз визначення інвестиційного потенціалу регіону, а тому, у контексті його розуміння як сукупності можливостей для здійснення інвестицій у СР територіального утворення, хотілося б звернути увагу на визначення З. В. Герасимчук та В. Р. Ткачука. На їх думку, «інвестиційний потенціал регіону – це максимальні можливості регіону щодо залучення та раціонального використання інвестиційних ресурсів з урахуванням природно-геополітичних і соціально-економічних передумов для здійснення інвестиційної діяльності з метою досягнення сталого розвитку регіону» [29, с. 23, 165, с. 4].

В той же час, з погляду П. І. Мірошниченка, який відображає ресурсний підхід, інвестиційний потенціал трактується як сукупність інвестиційних ресурсів суб'єктів господарської діяльності направлених на формування комплексної бази відтворення господарчої і соціальної сфери життєдіяльності регіону на інноваційній основі з метою забезпечення стійкого економічного зростання [97].

У наведених визначеннях СР економіки регіону також відображається як кінцевий орієнтир.

Визначаючи інвестиційний потенціал регіону як можливість досягнення ним цілей СР економіки, необхідно звернути увагу на необхідність розмежування понять інвестиційного потенціалу та інвестиційної привабливості. У зв'язку з цим нам імпонує думка С. В. Леонова [86, с. 103], за якою поняття «інвестиційний потенціал» та «інвестиційна привабливість» різняться за своєю семантикою. Так, інвестиційний потенціал є інтегральним показником можливості та готовності ініціатора інвестицій (суб'єкта дослідження) до здійснення інвестицій. Інвестиційна привабливість – це інтегральний показник доцільності інвестування



економічних агентів у об'єкт інвестування (об'єкт дослідження) [86, с. 103, 57].

Варто зауважити, що за результатами систематизації праць вітчизняних і зарубіжних вчених, встановлено, що існують принципово різні підходи до дослідження інвестиційного потенціалу регіону. Результати проведеної систематизації представлені в таблиці 3.5.

Таблиця 3.5 – Підходи до визначення інвестиційного потенціалу регіону у працях вчених

Група	Вчені	Методики
1	2	3
Визначення власне інвестиційного потенціалу регіонів	Уманець Т. В.	Методика оцінки інвестиційної привабливості регіонів за допомогою інтегральних індексів
	Бланк І.	
	Стасюк О. М. Бевз І. А.	Методика інтегральної оцінки конкурентоспроможності регіонів
Визначення інвестиційного потенціалу регіонів з урахуванням окремих складових (екологічної, соціальної) СР	Караєва Н. В.	Модель оцінки інвестиційного потенціалу при реалізації комплексу природоохоронних заходів
	Вахович І. М.	Методика оцінки інвестиційного забезпечення регіону
	Мельник Ю. М.	Науково-методичний підхід до вибору ефективних стратегій росту на основі показника, який враховує соціо-еколого-економічні чинники впливу мікро- та макросередовища та дозволяє здійснити вибір відповідної екологічної функціональної стратегії суб'єктами господарювання регіонального рівня
	Кобушко Я. В.	Науково-методичний підхід до еколого-економічної оцінки відтворення інвестиційного потенціалу регіону
Визначення індексів (показників) СР регіонів	Масловська Л. Ц.	Комплексна соціо-еколого-економічна оцінка регіональних передумов переходу на засади СР з розрахунком інтегрального індексу рівня розвитку регіонів України
	Кузьменко В. В.	Методика розрахунку показників, що характеризують стан економічної безпеки регіону за соціально-економічними, науково-технологічними та екологічними компонентами
	Павліха Н. В.	Методика визначення критеріїв сталого просторового розвитку регіону, які представлені показниками екстенсивного та інтенсивного просторового розвитку
	Ускова Т. В.	Методика оцінки стійкості регіональних соціально-економічних систем

1	2	3
	Новікова О. Ф., Амоша О. І., Антонюк В. П. та інші.	Методика оцінки рівня СР на основі інтегрального індикатора ризиків СР промислових регіонів

Джерело : складено за матеріалами [30, 9, 156, 169, 4, 54, 92, 69, 96, 170, 155, 57].

На окрему увагу заслуговують методики визначення інвестиційного потенціалу територій, розроблені як національними, так і зарубіжними державними і недержавними установами. Серед них варто назвати:

– Методику оцінки рівня соціально-економічного розвитку регіону, яка оперує показниками, які відображають інвестиційний потенціал регіону, і показниками, що характеризують рівень ризику інвестування в нього [50];

– Методику визначення рейтингу інвестиційної привабливості регіонів Державного комітету статистики України (затверджена Наказом Держкомстату України №114 від 15.04.2003 року «Про затвердження Методики розрахунку інтегральних регіональних індексів економічного розвитку») [121];

– Оцінку інвестиційної привабливості регіонів згідно з Наказом Міністерства економіки України від 17.07.2006 №245 «Про затвердження Методики оцінювання роботи центральних і місцевих органів виконавчої влади щодо залучення інвестицій, здійснення заходів з поліпшення інвестиційного клімату у відповідних галузях економіки та в розрізі регіонів, рейтингової оцінки інвестиційної привабливості галузей, регіонів та суб'єктів господарювання і відповідної форми звіту» [120];

– Рейтинг стійкого розвитку регіонів Росії [132];

– Рейтинг та індекс інвестиційної привабливості регіонів, підготовлений Державним агентством з інвестицій та управління інвестиційними проектами спільно з Київським міжнародним інститутом соціології та Інститутом економічних досліджень та політичних консультацій [131].

Розгляд вищенаведених методик вчених та інституцій дозволив виявити у них спільні недоліки:



– неврахування положень концепції СР при визначенні інвестиційного потенціалу регіону (перша група вчених та методики Інституту реформ, Держкомстату, Міністерства економіки та з питань європейської інтеграції України, Державного агентства з інвестицій та управління інвестиційними проектами);

– врахування лише окремих складових СР та їх впливу на інвестиційний потенціал регіонів (друга група вчених та методика Інтерфакс);

– зосередження виключно на концепції СР без врахування особливостей формування інвестиційного потенціалу (третя група вчених);

– переважна більшість методик спирається на розрахунок вагових значень певних складових або їх інтегрування у субгрупові та зведені індекси;

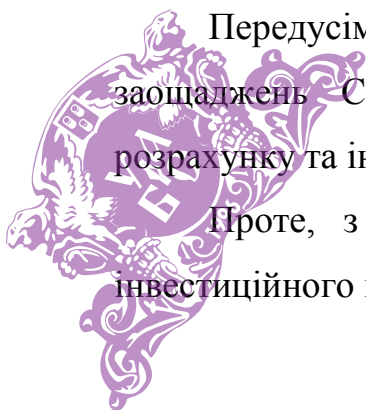
– неспівставність, складність та розпорошеність підбору статистичних показників, принципів їх зведення у методики та інтерпретації через варіативність їх переліку за вищенаведеними методиками.

Беручи до уваги вказані недоліки існуючих методик, показник інвестиційного потенціалу з урахування СР регіону повинен відповідати таким ключовим вимогам:

- мати можливість використання на макрорівні в національному масштабі;
- поєднувати екологічні, соціальні та економічні складові СР;
- бути гранично ясними і мати однозначну інтерпретацію;
- мати кількісне вираження;
- спиратися на наявну систему національної статистики і не вимагати значних витрат для збору інформації і розрахунків;
- бути репрезентативним для міжнародних співставлень;
- мати можливість оцінки в динаміці [142];

Передусім таким вимогам задовольняє показник чистих скоригованих заощаджень Світового банку, заснований на правилі Хартвіка, методика розрахунку та інтерпретації якого детально розглянута у підрозділі 1.4.

Проте, з позиції використання даного показника для характеристики інвестиційного потенціалу регіону, потрібно розглянути його модифікації запро-



поновані вченими.

Вперше методику розрахунку чистих заощаджень було викладено у працях Д. Пірса і Дж. Аткинсона та удосконалено вченими зі Світового Банку К. Гамільтоном, Д. Діксоном та ін [199, 273].

Справжні заощадження (GS) є результатом послідовної корекції економічних показників.

Скориговані чисті заощадження (GS) розраховуються за формулою 3.1:

$$GS = GNS - Dh + CSE - Dp - CD - PD \quad (3.1)$$

де GNS – валові внутрішні заощадження,

Dh – знецінення основного капіталу,

Dp – виснаження природних ресурсів,

CSE – поточні витрати на освіту,

CD – збиток від викидів CO₂,

PD – збиток від викидів твердих суспендованих частинок, діаметром менше 10 мікрон (PM10) [196].

Розрахунок показника чистих скоригованих заощаджень за цією методикою для України наведено у таблиці 3.6.

Велика частка енерго- та ресурсоінтенсивного ВВП, а також переважання викопних палив виправдовують «зелену оцінку» економіки України.

Характерно, що Україна пройшла через цикл з трьома чітко розмежованими стадіями:

- до 2001 рр. – дуже низькі або від’ємні чисті скориговані національні заощадження;
- 2002 – 2007 рр. – значне поліпшення чистих скоригованих національних заощаджень;
- 2008 – 2009 рр. – зміна тенденції та погіршення чистих скоригованих національних заощаджень. Циклічна поведінка чистих скоригованих національних заощаджень зумовлена як поведінкою нескоригованих заощаджень (які є традиційним мірилом економічних інвестицій збільшених на суму видатків



на освіту, що розглядаються як видатки в людський капітал) так і коригувальними чинниками (вичерпанням енергоносіїв та погіршенням екологічної ситуації).

Чисті скориговані національні заощадження мали від'ємне значення до 2001 р. головним чином внаслідок зменшення валових заощаджень та постійного з року в рік збільшення рівня споживання, і після врахування вичерпання природних ресурсів (зокрема, енергоносіїв) та погіршення стану довкілля [158].

Таблиця 3.6 – Розрахунок чистих скоригованих заощаджень України за методикою Світового банку за 2001-2009 рр.

Частка ВВП (у %)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Валові заощадження	23.1	25.1	25.9	28.0	28.1	31.8	25.9	23.6	22.5	20.2	15.9
– Споживання основного капіталу	18.3	18.3	17.1	16.2	14.7	13.7	11.6	10.9	10.3	9.3	9.9
= чисті національні заощадження	4.8	6.8	8.8	11.8	13.3	18.1	14.3	12.8	12.2	10.9	6.0
+ видатки на освіту	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	5.9	5.9	5.9	5.9
–вичерпання енергоносіїв	3.0	6.2	5.7	3.8	4.7	5.7	5.7	4.8	4.0	5.5	3.8
–вичерпання корисних копалин	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
–чисте скорочення лісів	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
–школа, завдана двоокисом вуглецю	6.0	6.0	5.0	4.5	4.3	3.3	2.6	2.1	1.6	1.4	2.4
– шкода, завдана викидами частинок	0.8	0.8	0.8	0.9	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
= скориговані чисті заощадження	(0.6)	(1.8)	1.7	7.0	8.2	13.0	10.1	11.6	12.3	9.7	5.6

Джерело : [158, с. 97-98].

Упродовж 2002-2007 рр. в Україні спостерігався етап дуже високих темпів економічного зростання, що привело як до збільшення валових національних заощаджень, так і певного сповільнення погіршення екологічної ситуації (у відсотках від ВНД, але не в абсолютних одиницях). Ці дані підтверджують нестійкість економіки України, яка залежить від зовнішніх чинників, з дуже незначними структурними змінами у використанні виробничих факторів та кінцевих результатах [158, с. 97-98].

У той же час, подібна методика може бути застосована і на регіональному рівні. З урахуванням наявної статистичної бази та підходів науковців зазначена формула зазнала різних модифікацій, переважно у працях російських науковців (табл. 3.7).

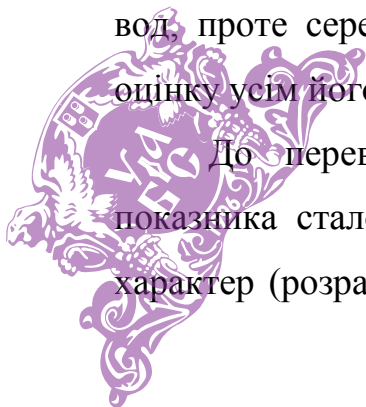
У контексті розгляду наведених методик слід зауважити, що показник чистих скоригованих заощаджень інтегрує у собі такі складові:

- економічну складову (заощадження, виснаження технічного та природного капіталу);
- екологічну складову (збитки від забруднення навколишнього середовища);
- соціальну складову (інвестування у людський капітал у вигляді витрат на освіту).

Окрім того, показник чистих скоригованих заощаджень може бути використаний як універсальний індикатор інвестиційного потенціалу регіону, бо вказує на той обсяг заощаджень, накопиченого капіталу (виробничого, природного, людського) який збережено для інвестування у майбутні покоління.

Слід зауважити, що існують і певні недоліки даного показника, оскільки він не враховує такі екологічні збитки як деградація земель чи забруднення підземних вод, проте серед існуючих індикаторів СР тільки він може надати агреговану оцінку усім його складовим.

До переваг показника чистих скоригованих заощаджень регіону як показника сталості регіонального розвитку варто віднести його універсальний характер (розрахунки ведуться за загальноприйнятою методикою з урахуванням



наявних статистичних даних), що показує можливості кожного регіону, незалежно від рівня його економічного розвитку, до трансформації заощаджень у інвестиційні ресурси за вирахуванням виснаження усіх видів капіталу та потенційного приросту людського капіталу.

Таблиця 3.7 – Підходи до розрахунку показника чистих скоригованих заощаджень

Автор	Голубецька Н.П., Макаров О. М., Бовкун В.І.	Мекуш Г.Є., Хаматханов Т. М.	Бекіш Є. Л.	Третьяков В. В., Мінаков В. С. (Фонд дикої природи UNEP)
Розрахунок	$Z = (S - DA - DP) / Y$	$ИС = ВН - КА -Иу - Ил - Усо2- Узд + Ро$	$ЧС = ВВС - Э - М- Л - СО2 + О$	$СЧН = ВН - ІД - ІПР -УЗОС + Рчк + ЗОС +ООПТ$
Пояснення	Z – індекс слабкої стійкості; S – валові внутрішні заощадження; Y – валовий регіональний продукт; DA – величина амортизації техногенного капіталу; DP – величина амортизації природного капіталу	ИС – істинні заощадження; ВН – валові заощадження; КА – амортизація капіталу; Иу – виснаження запасів вугілля; Ил – виснаження лісових ресурсів; Усо2 – збиток від викидів CO2; Узд – ушкодження здоров'ю людини від екологічного фактора; Ро – витрати на освіту	ЧС – чисті заощадження; ВВС – валові внутрішні заощадження; Э – виснаження джерел енергії; М – виснаження мінеральних запасів; Л – виснаження лісових ресурсів; СО2 – збиток від викидів CO2; О – витрати на освіту	ВН – валові нагромадження основного капіталу; ІД – інвестиції в основний капітал за видом діяльності «Видобуток корисних копалин»; ІПР – виснаження природних ресурсів; УЗОС – збиток від забруднення навколишнього середовища; Рчк – витрати бюджету на розвиток людського капіталу; ЗОС – витрати на охорону навколишнього середовища; ООПТ – оцінка особливо охоронюваних природних територій.

Джерело : [35, 177, 196]



Отже, за показником чистих скоригованих заощаджень можна робити висновки не лише про виробничий, людський, природний потенціал регіону, але й про його інвестиційний потенціал відносно майбутніх поколінь у межах концепції СР.

На основі проаналізованих методик запропонуємо власний науково-методичний підхід до групування регіонів за рівнем їх інвестиційного потенціалу.

На відміну від існуючих підходів, пропонуємо проводити групування регіонів за рівнем їх інвестиційного потенціалу на основі оцінювання рівня сталості розвитку регіону за показником чистих скоригованих регіональних заощаджень.

Реалізація означеного підходу здійснюється з урахуванням загальної методики Світового банку для розрахунку вказаного показника, коректив, внесених методикою Фонду дикої природи UNEP та особливостей регіональної статистики України.

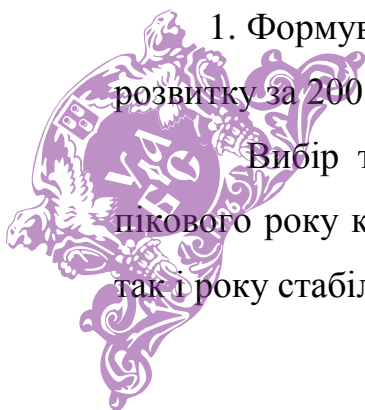
До обмежень пропонованої методики потрібно віднести нерегулярність та несвоєчасність опублікування окремих показників регіональної статистики (так, станом на 01.01.14 р. найбільш повні статистичні дані про валовий регіональний продукт наявні лише за період до 01 січня 2012 року, тобто включають інформацію за останній 2011 рік).

Серед застережень до застосування вказаної методики слід віднести також те, що усі показники для розрахунку відповідно до методики Світового банку беруться у % до валового регіонального продукту, тобто проводиться їх нормалізація за валовим регіональним продуктом, і кінцеве значення також розраховується у %.

Розглянемо послідовне застосування вказаного підходу за етапами:

1. Формування статистичної бази для дослідження показників регіонального розвитку за 2008-2011 рр.

Вибір такого періоду дослідження обумовлений наявністю в ньому як пікового року кризи – 2008, років деякого посткризового відновлення 2009-2010, так і року стабільної рецесії економіки України.



2. Розрахунок показника валових заощаджень за регіонами України (GRS), який здійснюється за аналогією до методики розрахунку валових національних заощаджень, тобто як різниця між ВВП та кінцевим споживанням. У нашому випадку пропонуємо використовувати в якості базового показника для проведення розрахунків - показник валового регіонального продукту (GRP) та коригувати його на обсяг витрат на придбання товарів і послуг у регіоні (поточне споживання - CRC). Відповідне співвідношення відображено у формулі 3.2

$$GRS = GRP - CRC \quad (3.2)$$

3. На третьому етапі, визначивши показник валових регіональних заощаджень, проведемо його коригування на суму інвестицій в основний виробничий капітал (IPAR).

IPAR за нашою методикою визначається як сума коштів вкладених у засоби виробництва для створення нового доходу в майбутньому. Згідно прийнятої у світовій практиці стандартної системи національних рахунків, вкладення в основний капітал є вкладеннями в майбутній добробут суспільства, а його споживання проілюстроване показником накопиченого зносу основних засобів.

Проте варто врахувати той факт, що обсяг накопиченого зносу основних засобів у 2011 р. за регіонами України коливається від 37,8 % у Київській області до 83,7 % у Харківській, а середній показник по Україні оцінюється у 65,4 %. Оскільки, обсяг накопиченого зносу суттєво перевищує рівень GRP, за показник IPAR було прийнято суму інвестицій в основний капітал (капітальні інвестиції за регіонами).

Таким чином, показник чистих регіональних заощаджень (NRS) утворюється шляхом послідовного коригування GRS на суму IPAR за формулою

$$NRS = GRS - IPAR \quad (3.3)$$



4. На четвертому етапі до чистих регіональних заощаджень додається сума видатків на освіту, тобто інвестиції в людський капітал, що є невід'ємним компонентом чистого накопичення капіталу (національного багатства) і прямою формою інвестування у майбутні покоління.

На відміну від методики Світового банку, до складу інвестицій у людський капітал (ІНС) пропонуємо віднести не лише видатки на інвестиції в освіту (ІЕР), але й охорону здоров'я (ІНР), надання соціальної допомоги (SAR), інвестиції у розвиток культури в регіоні (ICR), інвестиції у розвиток спорту в регіоні (ISR), узагальнивши їх у показнику CSCS, що розраховується за формулою 3.4.

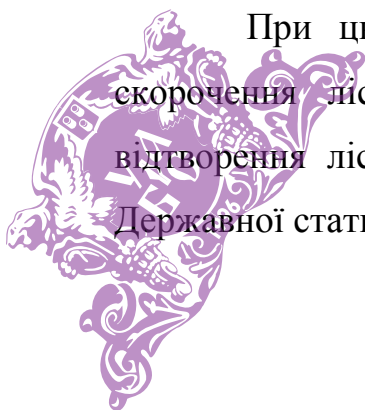
$$\text{ІНС} = \text{ІЕР} + \text{ІНР} + \text{CSCS} \quad (3.4)$$

5. П'ятий етап передбачає вирахування з суми NRS показника вичерпання корисних копалин (DNRE), який ілюструє обсяги втрат невідновлюваних ресурсів регіону.

Цей показник також відображає втрати майбутніх поколінь від видобутку ресурсів регіону в тому випадку якщо не здійснюється накопичення доходів від їх використання у спеціальних фондах національного добробуту. Пропонуємо оцінювати показник DNRE за обсягом валової доданої вартості, створеної підприємствами добувної промисловості регіону.

Слід зауважити, що обраний показник дозволяє не проводити коригування чистих регіональних заощаджень на вичерпання енергоносіїв, оскільки до переліку видів добувної промисловості включені як паливні (газ, нафта), так і мінеральні корисні копалини.

При цьому коригування чистих регіональних заощаджень на чисте скорочення лісів нами не проводиться враховуючи той факт, що площі відтворення лісів в Україні перевищують їх промислову вирубку (за даними Державної статистичної служби в 2,28 рази у 2012 р.).



6. Реалізація шостого етапу передбачає розрахунок обсягу шкоди, яка була завдана двоокисом вуглецю та викидами забруднюючих частинок.

Необхідно зазначити, що деталізовані статистичні дані за обсягами завданих збитків викидами забруднюючих частинок у грошовому виразі відсутні у розрізі регіонів. Проте у своїй методиці ми можемо спиратися на обсяги шкоди, завданої викидами з пересувних та стаціонарних джерел забруднення діоксидом вуглецю (DCPR) як найбільшого за питомою вагою джерела забруднення.

Показник DCPR математично розраховується як добуток обсягу викидів оксиду та діоксиду вуглецю (VCO₂) на величину помірних оцінок граничних збитків (ML), що становить 20 дол. США за тонну за оцінкою збитку від парникових газів світового банку (формула 3.5).

$$DCPR = VCO_2 * ML \quad (3.5)$$

7. У результаті коригувань отримуємо показник чистих скоригованих регіональних заощаджень (ANRS), що є оцінкою інвестиційного потенціалу регіону до СР.

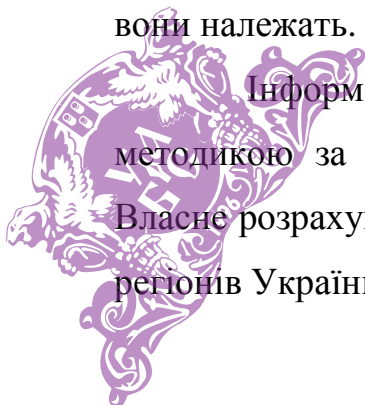
Загальна формула для розрахунку ANRS (формула 3.6) враховує усі попередні кроки і має такий вигляд:

$$ANRS = GRP - CRC - IPAR + IER + IHR + SAR + ICR + ISR - DNRE - DCPR \quad (3.6)$$

Подальшими кроками реалізації методики є:

- групування регіонів за рівнем сталості їх розвитку;
- розробка заходів інвестиційної політики регіонів в межах групи, до якої вони належать.

Інформаційна база для проведення розрахунків за запропонованою методикою за всіма передбаченими показниками представлена у додатку М. Власне розрахунок показника чистих скоригованих регіональних заощаджень для регіонів України наведені у додатку Н.



Результати проведених розрахунків представлені у таблиці 3.8.

Таблиця 3.8 – Чисті скориговані регіональні заощадження за 2008-2011 рр., % від GRP

Територіальна одиниця	2008	2009	2010	2011
Автономна Республіка Крим	-33,5	-22,1	-23,5	-51,1
Вінницька	-92,9	-20,3	-23,3	-25,0
Волинська	-75,4	-26,8	-20,0	-23,5
Дніпропетровська	2,3	2,0	2,7	3,6
Донецька	-33,3	15,4	16,2	9,0
Житомирська	-100,0	-24,4	-19,0	-29,8
Закарпатська	-83,0	-27,9	-26,4	-34,3
Запорізька	-29,5	10,0	-3,1	-4,5
Івано-Франківська	-93,6	-16,0	-27,1	-19,3
Київська	-69,3	4,4	5,4	9,7
Кіровоградська	-67,8	-15,4	-12,1	-18,3
Луганська	-47,9	13,6	8,2	3,9
Львівська	-83,3	-7,7	-16,5	-21,1
Миколаївська	-54,0	0,3	3,3	-2,1
Одеська	-36,3	-1,9	-3,4	-13,6
Полтавська	-40,5	3,2	15,3	8,1
Рівненська	-82,3	-17,9	-19,3	-24,8
Сумська	-82,2	-4,0	-3,9	-3,9
Тернопільська	-109,5	-16,3	-30,6	-27,1
Харківська	-33,3	4,0	2,4	-1,2
Херсонська	-84,7	-13,3	-13,5	-24,0
Хмельницька	-97,0	-28,7	-26,2	-25,1
Черкаська	-63,0	-7,6	-3,3	-5,6
Чернівецька	-118,2	-53,9	-47,3	-49,0
Чернігівська	-92,3	-18,2	-11,7	-11,2
Київ	-14,5	18,1	24,6	18,9
Севастополь	-28,8	-28,2	-24,1	-22,7

Джерело: розрахунки автора

Слід зауважити, що у переважній більшості регіонів найбільше зниження показника ANRS за аналізований період спостерігається саме у 2008 р. – під час розгортання масштабних кризових явищ в економіці України.

У подальшому спостерігається деяке зростання показника (2009-2010 рр.) та його поступове зниження у 2011, що пов'язано з другою хвилею кризових явищ в Україні і переходом її економіки у стан затяжної рецесії, яка спостерігається і сьогодні.

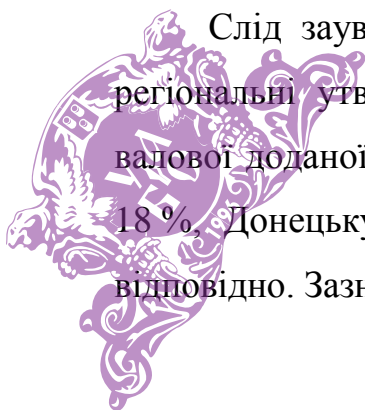
Отриманий в результаті проведених розрахунків дані по регіонах України були узагальнені за середньою арифметичною по рокам та ранжовані в розрізі областей за спаданням показника чистих скоригованих регіональних заощаджень.

Графічна візуалізація масиву даних (рис. 3.10.) дозволила зробити висновки про наявність позитивного інвестиційного потенціалу до СР лише у трьох адміністративно-територіальних одиницях – м. Києва, Дніпропетровської та Донецької областей, які є найбільш промислово розвинутими, ресурсозабезпеченими, інвестиційно активними регіонами, з найвищими показниками чисельності економічно-активного населення.

Як свідчить рис. 3.10, у 24 досліджуваних регіональних утвореннях генерований валовий регіональний продукт, навіть скомпенсований вкладеннями в людський капітал, не забезпечує зростаючі потреби майбутніх поколінь, є недостатнім для покриття збитків від виснаження корисних копалин, основного капіталу, викидів забруднюючих речовин.

GRP є узагальнюючим показником економічного та соціального розвитку регіону та включає суму валової доданої вартості усіх видів економічної діяльності, яка коригується на величину непрямо вимірюваних послуг фінансового посередництва та податків за виключенням субсидій на продукти.

Слід зауважити, що за даними Державної служби статистики на ці три регіональні утворення у сукупності припадає 40,2 % від загального обсягу валової доданої вартості України за видами економічної діяльності: на м. Київ – 18 %, Донецьку область – 11,9 % та на Дніпропетровську область – 10,3 % відповідно. Зазначені статистичні дані свідчать про домінування економічної



складової СР у цих регіонах.

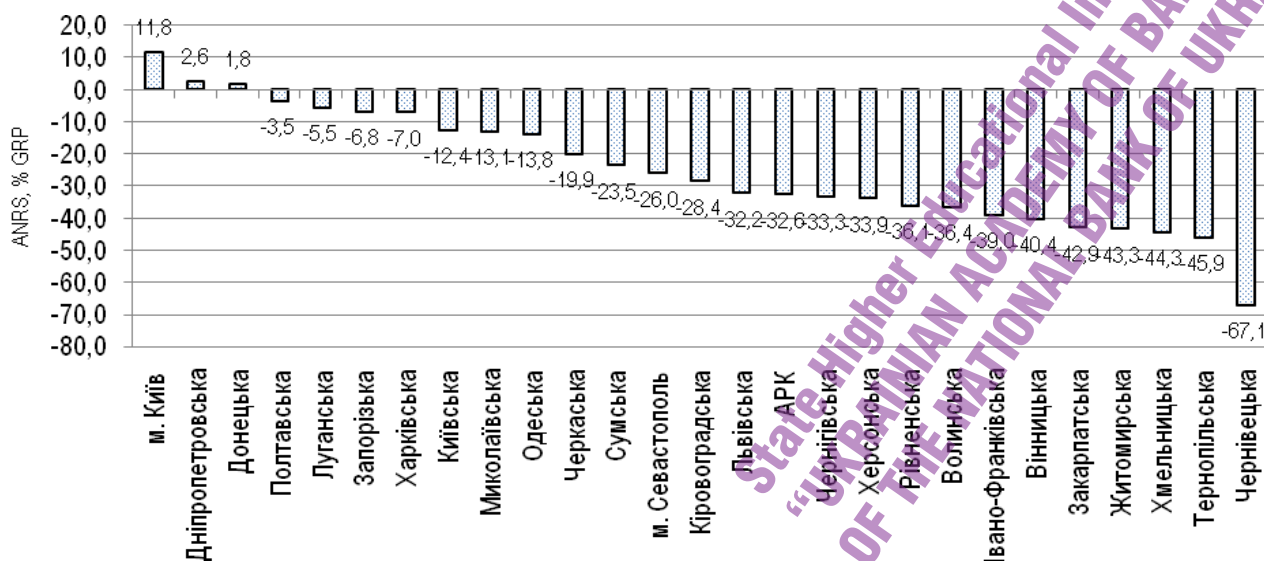


Рисунок 3.10 – Середнє значення чистих скоригованих регіональних заощаджень за 2008-2011 рр., ранжовані значення у % до GRP.

Джерело: складено за розрахунками автора

Поряд з цим, хотілося б відмітити, що за обсягами промислових викидів Донецька (67,9 тонн на 1 квадр. км) та Дніпропетровська область (38,2 тонн на 1 квадр. км) у 2011 р. мають значний техногенний вплив на навколишнє середовище.

У розрахунках за розробленою методикою збиток від техногенного впливу компенсується значним обсягом GRP з урахуванням того факту, що найбільша кількість економічно активного населення мешкає саме у Донецькій (2,2 млн. осіб) і Дніпропетровській (1,6 млн.) областях, а також у м. Києві (1,5 млн.), на відміну від тих регіонів, які мають найменшу чисельність економічно активного населення (Чернівецька (0,4 млн. осіб), Кіровоградська (0,5 млн. осіб), Волинська (0,5 млн. осіб) області) та низький рівень GRP [131]. При цьому, зазначені області мають і низькі показники ANRS.

Підводячи проміжні підсумки, підкреслимо, що група регіонів лідерів за ANRS мають досить високий рівень інвестиційного потенціалу, передусім за рахунок його економічної складової. Відповідно ці регіони мають продовжувати

реалізацію регіональної політики на засадах СР і зосередити свою увагу на портфельному інвестуванні у соціальні та екологічні проекти.

Наступним етапом нашого дослідження є аналіз інших 24 регіонів, які мають від’ємні значення GRS за наведений період, що свідчить про суттєве перевищення витрат у цих регіонах, зокрема споживчих, не лише над обсягом отриманих доходів, але і відносно обсягу GRP.

За фактом маємо ситуацію «проїдання» GRP за рахунок поточного споживання, оскільки вказані регіони витрачають більше, ніж заробляють. Ця тенденція за аналізований період підкріплюється такими статистичними даними, що у середньому по Україні витрати населення перевищують наявні доходи на 3,6 тис. грн. в розрахунку на одну особу [131]. Лише у регіонах – лідерах у 2009-2011 рр. спостерігалось відновлення перевищення доходів над витратами.

З орієнтацією економіки регіонів на споживання, генерований GRP не забезпечує їх зростаючі потреби, у зв’язку з цим чисті скориговані регіональні заощадження демонструють значне зниження за 24 територіальними одиницями (рис. 3.11).



Рисунок 3.11– Середнє значення ANRS за 24 регіонами України, % GRP

Джерело : складено за розрахунками автора

Перевищення витрат над доходами, а тим більше заощадженнями, свідчить про те, що майбутні покоління українців недоотримають частку GRP, а подальше врахування збитків від виснаження корисних копалин, основного капіталу, викидів забруднюючих речовин, навіть за умови скомпенсування вкладеннями в людський капітал, посилюють даний негативний факт.

З вищезазначеного можна зробити висновок, що аналізовані регіони мають недостатній рівень інвестиційного потенціалу та низькі показники, що характеризують окремі його складові.

З метою наступного визначення напрямів підвищення інвестиційного потенціалу за регіонами було вирішено провести їх групування.

Так, чітко прослідковується одна група регіонів з позитивними значенням ANRS, якій можна присвоїти назву – регіони-лідери. Усі інші регіони було вирішено розбити на групи з урахуванням стандартної статистичної методики побудови рядів розподілу за визначеною ознакою за такою послідовністю:

- вибір групувальної ознаки;
- оцінка варіації в сукупності та вибір інтервалів групування (рівних або нерівних);
- визначення та представлення величини (ширини) інтервалу;
- розмежування інтервалів.

Коротко зупинимось на ключових етапах цієї методики. Групувальною ознакою за нашою методикою виступають чисті скориговані регіональні заощадження (ANRS). Кількість груп, визначена за формулою Стерджиса, дорівнює 6 (з урахуванням чисельності сукупності, що складається з 24 одиниць). Оцінку варіації в сукупності проведемо за формулою 3.7.

$$K_g = \frac{x_{\max}}{x_{\min}} \quad (3.7)$$

де x_{\max} , x_{\min} - відповідно найбільше та найменше значення групувальної ознаки.



При $K_g > 0,1$ сукупність можна групувати у ряд розподілу з рівними інтервалами. У нашому випадку $K_g = 0,05$, тому ряд розподілу буде побудовано за нерівними інтервалами.

Величина інтервалу розраховується за формулою 3.8

$$h = \frac{x_{\max} - x_{\min}}{n} = \frac{R}{n}, \quad (3.8)$$

де h – величина інтервалу;

x_{\max} – максимальне значення ознаки;

x_{\min} – мінімальне значення ознаки;

R – розмах варіації;

n – кількість груп.

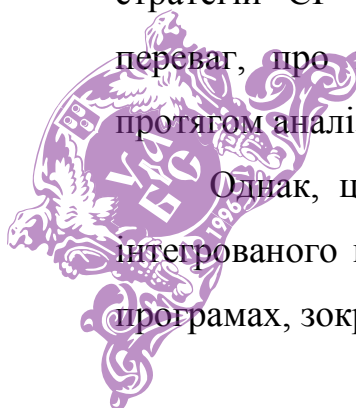
Мінімальне значення групувальної ознаки серед одиниць сукупності характерне Полтавській області ($-3,5\%$), максимальне – Чернівецькій області ($-67,1\%$).

Після первинного групування було отримано 6 груп, але використаний механізм перегрупування дозволив усунути пусту групу, приєднати групу з однією областю (Чернівецькою) та групу з двома областями (Черкаською і Сумською) до попередніх, близьких за рівнем аналізованого показника груп. Таким чином, було отримано три групи регіонів з нерівними інтервалами, верхні межі яких визначено за принципом «включно».

Результати групування, представлені у табл. 3.9 дають змогу визначити 3 групи регіонів за рівнем їх інвестиційного потенціалу.

Група потенційних лідерів має сприятливі передумови для реалізації стратегій СР за рахунок існуючих економічних, соціальних та екологічних переваг, про що свідчить наявність позитивних значень ANRS у динаміці протягом аналізованого періоду.

Однак, ця група регіонів потребує певного інвестиційного імпульсу для інтегрованого використання елементів концепції СР у регіональних проектах та програмах, зокрема шляхом залучення ВПІ.



Таблиця 3.9 – Групування окремих регіонів України за середнім значенням ANRS у 2008-2011 р., % GRP (оцінка інвестиційного потенціалу)

Інтервал	Територіальна одиниця	Рік				Середнє значення	Група
		2008	2009	2010	2011		
(3,5) – (14,1)	Полтавська	-40,5	3,2	15,3	8,1	-3,5	Потенційні лідери
	Луганська	-47,9	13,6	8,2	3,9	-5,5	
	Запорізька	-29,5	10,0	-3,1	-4,5	-6,8	
	Харківська	-33,3	4,0	2,4	-1,2	-7,0	
	Київська	-69,3	4,4	5,4	9,7	-12,4	
	Миколаївська	-54,0	0,3	3,3	-2,1	-13,1	
	Одеська	-36,3	-1,9	-3,4	-13,6	-13,8	
(14,2) – (35,3)	Черкаська	-63,0	-7,6	-3,3	-5,6	-19,9	Опорні регіони
	Сумська	-82,2	-4,0	-3,9	-3,9	-23,5	
	Севастополь	-28,8	-28,2	-24,1	-22,7	-26,0	
	Кіровоградська	-67,8	-15,4	-12,1	-18,3	-28,4	
	Львівська	-83,3	-7,7	-16,5	-21,1	-32,2	
	АРК	-33,5	-22,1	-23,5	-51,1	-32,6	
	Чернігівська	-92,3	-18,2	-11,7	-11,2	-33,3	
	Херсонська	-84,7	-13,3	-13,5	-24,0	-33,9	
(35,4) – (67,1)	Рівненська	-82,3	-17,9	-19,3	-24,8	-36,1	Депресивні регіони
	Волинська	-75,4	-26,8	-20,0	-23,5	-36,4	
	Івано-Франківська	-93,6	-16,0	-27,1	-19,3	-39,0	
	Вінницька	-92,9	-20,3	-23,3	-25,0	-40,4	
	Закарпатська	-83,0	-27,9	-26,4	-34,3	-42,9	
	Житомирська	-100,0	-24,4	-19,0	-29,8	-43,3	
	Хмельницька	-97,0	-28,7	-26,2	-25,1	-44,3	
	Тернопільська	-109,5	-16,3	-30,6	-27,1	-45,9	
	Чернівецька	-118,2	-53,9	-47,3	-49,0	-67,1	

Джерело: розроблено за розрахунками автора

Аналізуючи групу опорних регіонів, до якої згідно методики було віднесено Черкаську, Сумську, Кіровоградську, Львівську, Чернігівську, Херсонську області, АРК та м. Севастополь слід зауважити, що вона має недостатній рівень інвестиційного потенціалу у порівнянні з регіонами лідерами та потенційними



лідерами. Проте, рівень ANRS у цих регіонах вищий, а динаміка їх краща у порівнянні з депресивними адміністративно – територіальними утвореннями.

У опорних регіонах створені лише базові умови для розбудови їх економіки та реалізації інвестиційного потенціалу. Тому, для поживлення процесу переходу цих регіонів на засади СР економіки рекомендуємо суттєво активізувати механізм залучення ВПІ.

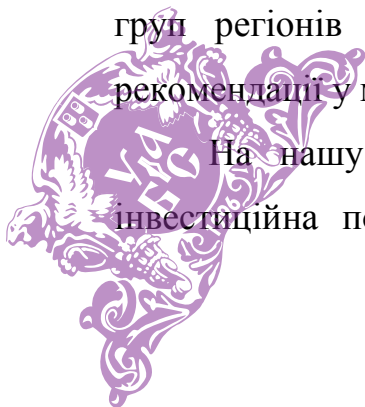
До депресивних регіонів з позиції інвестиційного потенціалу за реалізованою методикою віднесено Рівненську, Волинську, Івано-Франківську, Вінницьку, Закарпатську, Житомирську, Хмельницьку, Тернопільську, Чернівецьку області. Вони відповідно мають найменш обсяги залучених прямих інвестицій у 2011 р. – Чернівецька область (61,9 млн. дол. США), Тернопільська (61,9 млн. дол. США), Закарпатська область характеризується максимальним відтоком цих інвестицій на одну особу (-12,9 дол. США), Рівненська (-12,3 дол. США) [131].

Варто зауважити, що для таких регіонів підвищення інвестиційного потенціалу є життєво важливим для забезпечення подальшого розвитку. Для створення передумов переходу до СР у цих регіонах рекомендуємо впровадити механізм залучення портфельних інвестицій.

Отримані результати групувань регіонів та характеристики їх становища з урахуванням економічної, екологічної та соціальної складових в цілому узгоджуються з альтернативними дослідженнями інвестиційного клімату та інвестиційної привабливості регіонів України, Міжнародної фінансової корпорації та Державного агентства з інвестицій та управління інвестиційними проектами [131, 51].

На основі проведених розрахунків та аналітичних узагальнень для кожної з груп регіонів залежно від рівня їх інвестиційного потенціалу, розроблено рекомендації у межах перспективної регіональної політики СР (табл. 3.10).

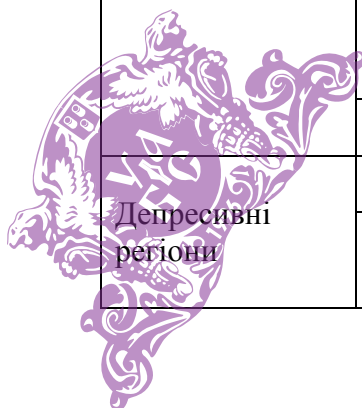
На нашу думку, варто підкреслити той факт, що існуюча державна інвестиційна політика у регіональному розрізі не є досить ефективною. На



підтвердження цього можна навести дані за одним з інструментів її реалізації – субвенцій з державного бюджету.

Таблиця 3.10 – Рекомендації щодо стратегічних напрямів політики регіонального СР та підвищення інвестиційного потенціалу

Групи регіонів	Заходи з поліпшення інвестиційного потенціалу
1	2
Регіони– лідери	Посилення орієнтації існуючої інвестиційної політики на фінансування проектів і програм з очікуваним соціальним та екологічним ефектом, передусім за рахунок проектного фінансування, створення «зелених» фондів, інших ВПІ
	Мінімізація екологічних збитків та максимізація соціального ефекту від вже існуючих інвестиційних проектів, посилення контролю за взятими інвесторами соціальними та екологічними зобов'язаннями
	Більш жорстке врахування екологічних, соціальних та управлінських критеріїв у роботі з інвесторами на засадах позитивного відбору проектів (скринінгу)
	Формування регіональних фондів СР (за аналогією з СФД), джерелами фінансування яких є сировинні доходи
Потенційні лідери	Удосконалення регіональної інвестиційної політики шляхом активізації співпраці з потенційними інвесторами на засадах позитивного скринінгу ВПІ
	Посилення співпраці з інституційними інвесторами з довгостроковими горизонтами та залучення тематичних ВПІ
	Сприяння залученню такого виду ВПІ як інвестиції впливу
	Забезпечення подальшого розвитку регіональної інвестиційної інфраструктури, кластерів, індустріальних парків, технологічних платформ
Опорні регіони	Доповнення існуючої регіональної політики розвитку економіки складовими концепції СР
	Проведення конкурсів інвестиційних проектів з урахуванням окремих екологічних чи соціальних критеріїв
	Використання елементів позитивного скринінгу інвестиційних проектів та розробка стратегії співпраці з інвесторами на основі ESG-критеріїв
	Збільшення обсягів мікрофінансування, венчурного фінансування малого бізнесу, створення бізнес-інкубаторів та сприяння молодіжним інвестиційним ініціативам – стартапам, інших ВПІ
Депресивні регіони	Залучення громадськості до обговорення питань СР та ВПІ
	Розробка комплексної регіональної політики на засадах СР
	Створення механізму інвестування економіки, що враховує не лише економічні параметри, але й соціальну та екологічну складові



1	2
	Формування позитивного інвестиційного клімату в регіоні: механізми «єдиного вікна», каталогу регіональних інвестиційних проектів
	Дотримання принаймні негативних принципів відбору інвестиційних проектів (негативний скринінг)
	Інформування про потенційні інвестиційні можливості регіону, участь у презентаційних заходах, ярмарках, просування та реклама в Інтернет-середовищі
	Формування фінансової культури громадян, збільшення обсягів заощаджень індивідуальних інвесторів

Джерело : розроблено автором

За даними Інституту громадянського суспільства у державному бюджеті на 2011 рік було передбачено субвенції місцевим бюджетам на здійснення заходів щодо соціально-економічного розвитку окремих територій на загальну суму 1,786 млрд. грн. Найбільша питома вага субвенції припадає на Донецьку область (32,1 % від загального обсягу). При цьому, парадоксальним є той факт, що такі депресивні області, як Вінницька, Тернопільська, м. Севастополь не отримали субвенції взагалі.

Таким чином, загальною рекомендацією на рівні найвищих органів державної влади є необхідність проведення інвестиційної реформи та активізація інвестиційного потенціалу регіонів з метою переходу до СР економіки. Крім того на регіональному рівні, за усіма групами регіонів без виключення, доцільним, на нашу думку, є сприяння громадським ініціативам у частині створення регіональних банків розвитку, фондів підтримки малих підприємств, кредитних спілок місцевих громад, венчурних фондів, розвитку фондів некомерційних організацій (ендаумент-фондів) як ключових інститутів, що могли б здійснювати ВПІ у регіональні проекти на засадах СР. І нарешті останнім та одним із основних напрямів державної інвестиційної політики на регіональному рівні має стати поширення механізмів державно-приватного партнерства у фінансуванні соціально і екологічно значимих регіональних проектів і програм.

Окреслені заходи, на нашу думку, мають бути органічно вписані у існуючу або перспективну інвестиційну політику кожного регіону.

Таким чином, на основі аналізу існуючих методик визначення інвестиційної привабливості, потенціалу чи рівня СР регіонів були виявлені їх основні недоліки, пов'язані з недостатнім врахування усіх складових СР, складністю реалізації та інтерпретації.

У зв'язку з цим нами було запропоновано визначати інвестиційний потенціал регіону, як його максимальну здатність акумулювати інвестиційні ресурси та здійснювати інвестиційну політику (розподіл, розміщення, оцінку ефективності інвестицій) з урахуванням його СР.

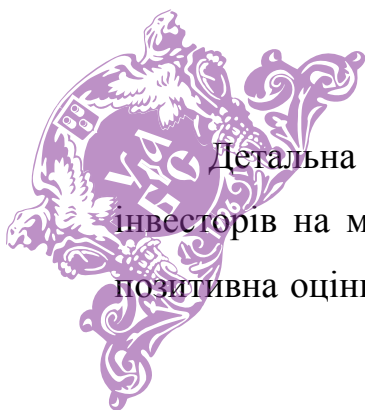
З метою усунення недоліків існуючих методик на основі підходів Світового банку запропоновано розраховувати показник «чисті скориговані регіональні заощадження», який може бути використаний як універсальний індикатор інвестиційного потенціалу регіону.

На основі розрахованих значень показника чистих скоригованих регіональних заощаджень було проведено групування регіонів України. Були розроблені першочергові заходи для стимулювання розвитку інвестиційного потенціалу та залучення ВПП за групами: регіони – лідери; потенційні лідери; опорні регіони; депресивні регіони.

Окрім того, було створено інформаційну базу для прийняття управлінських рішень щодо інвестування органами державної та регіональної влади, співставлення показників економіко-еколого-соціального розвитку різних регіонів, інформування і залучення громадськості до розробки концепцій сталого регіонального розвитку.

3.3 Оцінювання інвестиційної привабливості компаній на мікрорівні фінансового забезпечення сталого розвитку економіки

Детальна розробка пропозицій щодо функціонування інституційних інвесторів на мікрорівні концептуальних засад ВПП (підрозділ 2.3) та отримана позитивна оцінка впливу ПІ на сталий економічний розвиток в цілому (підрозділ



1.4), необхідність переосмислення ролі портфельних інвесторів та принципів організації фінансових ринків на засадах СР (підрозділ 1.3) засвідчила необхідність збалансування паритету цілей щодо отримання доходу від інвестування та досягнення СР.

Відтак, ключовою тенденцією у розвитку ВПІ як інструменту забезпечення СР економіки має стати розробка інвестиційних стратегій інституційних інвесторів, що враховують критерії СР (компаній-емітентів цінних паперів – об'єктів інвестування).

Важливі здобутки у виявленні взаємозв'язку між ESG-критеріями, прибутковістю та інвестиційною привабливістю компанії висвітлені у працях багатьох зарубіжних вчених, на відміну від вітчизняних (додаток П).

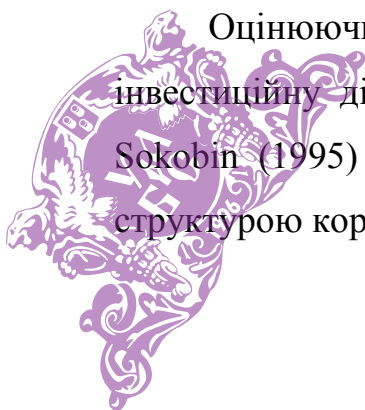
З аналізованих досліджень у переважній більшості наявні достатні докази існування позитивного зв'язку між врахуванням компанією ESG-критеріїв та ефективністю її інвестиційної діяльності. Лише у трьох з проаналізованих праць вказується на негативний характер такого зв'язку.

Щодо групування досліджень за превалюючими типами критеріїв, що враховуються, слід зауважити, що найменша увага приділена науковцями впливу екологічних критеріїв (праці Derwall et al. (2005) та Van de Velde (2005)).

Деякі з праць, що метою дослідження мали встановлення взаємозв'язку між соціальними факторами та інвестиційною прибутковістю компанії, демонструють негативний зв'язок (Chong et al., 2006; Geczy et al., 2005; Hong & Kaszperczyk, 2006).

Проте, у працях інших науковців (Statman 2000; 2006) переконливо доводиться тісний зв'язок між соціальною активністю компанії та формуванням нею довгострокової цінності для акціонерів.

Оцінюючи вплив кращих практик корпоративного управління на інвестиційну діяльність компанії такі вчені як Gompers et al. (2003), Opler & Sokobin (1995) та Smith (1996) свідчать про успішність компаній з прозорою структурою корпоративного управління на ринку акцій.



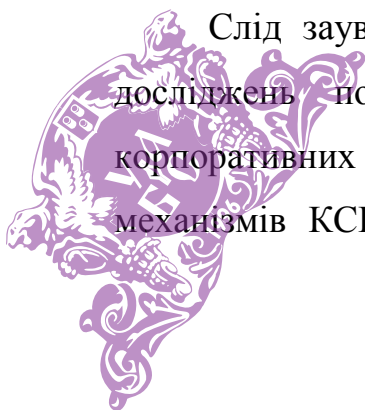
Інтегрованими за своїм характером можна назвати групу досліджень, які присвячені встановленню та вимірюванню взаємозв'язків між рівнем корпоративної соціальної відповідальності, практиками відповідального бізнесу та їх фінансовими результатами. Вплив покращення репутації, підвищення вартості бренду і зростання довіри в межах КСВ та концепції відповідального бізнесу на реальні фінансові показники компаній досліджували Barney, 1991 [200], Hart, 1995 [225], Porter, 1991 [250], Porter і Kramer 2006, 2011 [248], Russo і Fouts, 1997 [255].

Хрестоматійними стали приклади з бізнес-практики компаній Google, Intel, Johnson&Johnson, Marks&Spencer, Nestle та ін. Внаслідок активного запровадження у діяльність програм КСВ (підтримка клієнтів, соціальне чи «зелене» споживання») перелічені компанії отримували переваги від створення акціонерної вартості, зростання вартості бренду чи обсягу прибутку [248]. Так, компанія роздрібної торгівлі Marks&Spencer, озвучивши у 2007 р. амбітну ціль стати найбільш відповідальним роздрібним торговцем світу, через 5 років отримала 185 млн. фунтів стерлінгів чистого прибутку від впровадження своїх ініціатив у сфері СР [243].

На особливу увагу серед досліджень цієї групи заслуговує праця американського науковця Caroline Flammer (2013), нагороджене престижною відзнакою Мілтона Московіца у сфері відповідального бізнесу, яка вручається щорічно у Центрі відповідального бізнесу Школи Хаас (Haas School's Center for Responsible Business) [259].

На думку дослідниці, КСВ суттєво збільшує акціонерну вартість компанії та її фінансові результати. Так, впроваджені пропозиції КСВ збільшують прибуток компанії на 52 % [212].

Слід зауважити той негативний факт, що на пострадянському просторі досліджень подібного спрямування (в силу недостатньої сформованості корпоративних інститутів, становлення фондового ринку, впровадження механізмів КСВ і принципів СР) бракує. Серед російських вчених, у сферу



наукових інтересів яких входить управління діяльністю компанії на засадах СР, варто назвати О. Ю. Перцеву [109].

Однак вичерпних напрацювань щодо інвестиційної привабливості компанії з позиції доцільності включення їх цінних паперів у інвестиційний портфель виявлено не було і серед українських вчених.

Згідно з аналітичним дослідженнями поведеними компанією Ernst&Young, діяльність в галузі соціального та екологічного розвитку компанії стабільно відноситься до десяти найбільш значущих чинників вартості, які обумовлюють 90 % відхилень в її оцінках [268]. Максимізація вартості компанії є визначальним фактором її інвестиційної привабливості та можливості залучати портфельні інвестиції, а врахування ESG-критеріїв та стандартів КСВ у своїй діяльності є новим інструментом у такій максимізації з точки зору інвесторів.

Оцінка доцільності здійснення інвестицій у компанії, що імплементують КСВ та окремі критерії СР з боку портфельних інвесторів забезпечується мережею відповідних рейтингових, інформаційних, аналітичних установ та агентств, що складають так зване інфраструктурне забезпечення концептуальних засад ВП.

До прикладу, незалежні інформаційно-аналітичні агенції є важливими учасниками ВП та здійснюють професійний аналіз компаній з точки зору їх соціальної відповідальності – наприклад, EIRIS Services (Великобританія), ETHIBEL (Бельгія), KLD Research&Analytics (США), SAM (Sustainable Asset Management, RobecoSam, Швеція), Dow Jones Global Total Stock Market Index, Corporate Knights та ін.

Серед ключових областей оцінки рівня СР компаній та їх інвестиційної привабливості Dow Jones Global Total Stock Market Index (додаток Р) виділяють

такі:

- економічний вплив (корпоративне управління, ризик-менеджмент, ділова етика);
- соціальний вплив (розвиток людського капіталу, залучення та збереження талановитих співробітників, трудові відносини, корпоративна соціальна відпові-



дальність та філантропія, соціальна звітність);

- навколишнє середовище (якість звітності у сфері СР).

Подібний поділ на економічний, соціальний та екологічний розвиток у розрізі загальних та галузевих критеріїв зберігається і в методиці SAM, яка охоплює понад 100 питань в анкеті компанії.

За 12 показниками у подібному ракурсі здійснює свою оцінку і Corporate Knights (додаток С). До числа скринінгових показників, за якими обираються компанії, що демонструють ініціативи СР, належать:

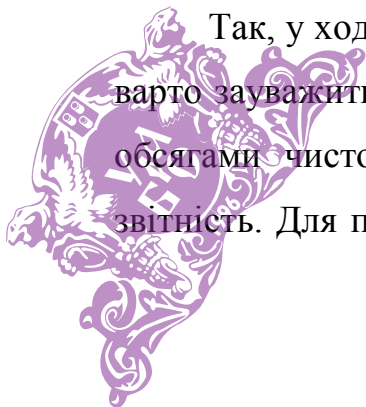
- енергоефективність;
- ефективність у поводженні з відходами та забрудненням навколишнього середовища;
- інвестиційний потенціал;
- питома вага сплачених податків;
- плінність кадрів тощо.

На наш погляд, групування критеріїв для такої оцінки за наведеними методиками компаній є безумовно виправданим з урахуванням триєдиної структури концепції СР та врахуванням ESG-критеріїв у межах ВПІ.

За більшістю з вказаних критеріїв провести оцінку інвестиційної привабливості українських підприємств з метою здійснення в них ВПІ неможливо зважаючи на наступні причини:

- низький рівень сприйняття важливості КСВ українськими компаніями;
- брак відповідного інфраструктурного забезпечення для збору, обробки, аналізу інформації про діяльність компаній у сфері СР;
- недостатній рівень розкриття інформації у фінансовій та, передусім, нефінансовій звітності про використання ESG-критеріїв у своїй практиці.

Так, у ході розгляду стану розкриття відомостей про нефінансові ініціативи, варто зауважити, що в Україні лише кожна десята компанія зі 100 найбільших за обсягами чистого доходу в 2008 році, складає та оприлюднює нефінансову звітність. Для порівняння: з 250 найбільших компаній у розвинених країнах такі



звіти у 2013 р. готували 93 % компаній, а з 4100 найбільших компаній у країнах, що розвиваються – 71 % [268].

Попри це негативне порівняння, сукупна частка компаній, що здійснюють розкриття інформації в межах обраної стратегії КСВ в Україні, все ж складає 11,44 % ВВП (або 108,774 млрд. грн. за сукупним доходом) [189].

Слід зауважити, що компанії, які займаються поширенням основ КСВ в Україні та намагаються вести бізнес відповідально, є передусім дочірніми структурами відомих світових корпорацій з аналогічною практикою або ж найбільшими українськими компаніями, активними учасниками зарубіжних фінансових ринків, які в свій час залучали іноземні інвестиції та перейняли відповідні ініціативи СР.

У зарубіжній практиці інвестицій у СР здійснюються передусім через пайові інвестиційні фонди. У середині 2010 р. в Європі налічувалося 879 подібних фондів, які управляли активами на суму понад 75 млрд. євро. У США в 2010 році було 250 взаємних фондів ВПІ, в управлінні яких знаходилося близько 316 млрд. доларів США [58].

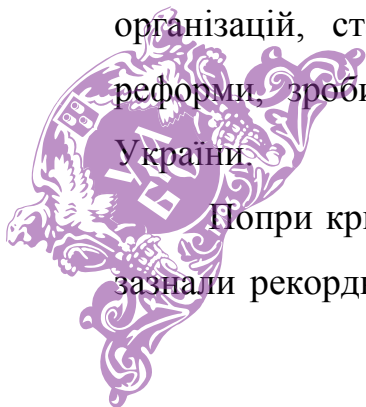
Що ж стосується України, як уже зазначалося у попередніх розділах роботи (2.1, 2.2), ВПІ не набули свого поширення через ряд проблем нормативного, організаційного, кадрового, методологічного характеру.

Разом з тим, в Україні формується значний за обсягами активів та операцій сектор інституційних інвесторів, які могли б активно впроваджувати ВПІ.

До таких інституційних інвесторів, передусім, варто віднести так званих «інвесторів з довгостроковим горизонтом»: недержавні пенсійні фонди та інститути спільного інвестування (ІСІ).

Враховуючи специфіку недержавних пенсійних фондів як неприбуткових організацій, становлення яких відбувається в умовах проведення пенсійної реформи, зробимо акцент на ІСІ, що є дієвим сегментом фондового ринку України.

Попри кризові для нього 2011-2012 рр., коли основні індекси ПФТС та УБ зазнали рекордних падінь – на 38,5 % та 34,8 % відповідно, тільки ІСІ зберегли



позитивну динаміку як у відношенні кількості фондів, так і за обсягом активів (рис. 3.12), розмір яких у 2012 сягав 157,2 млрд. грн.

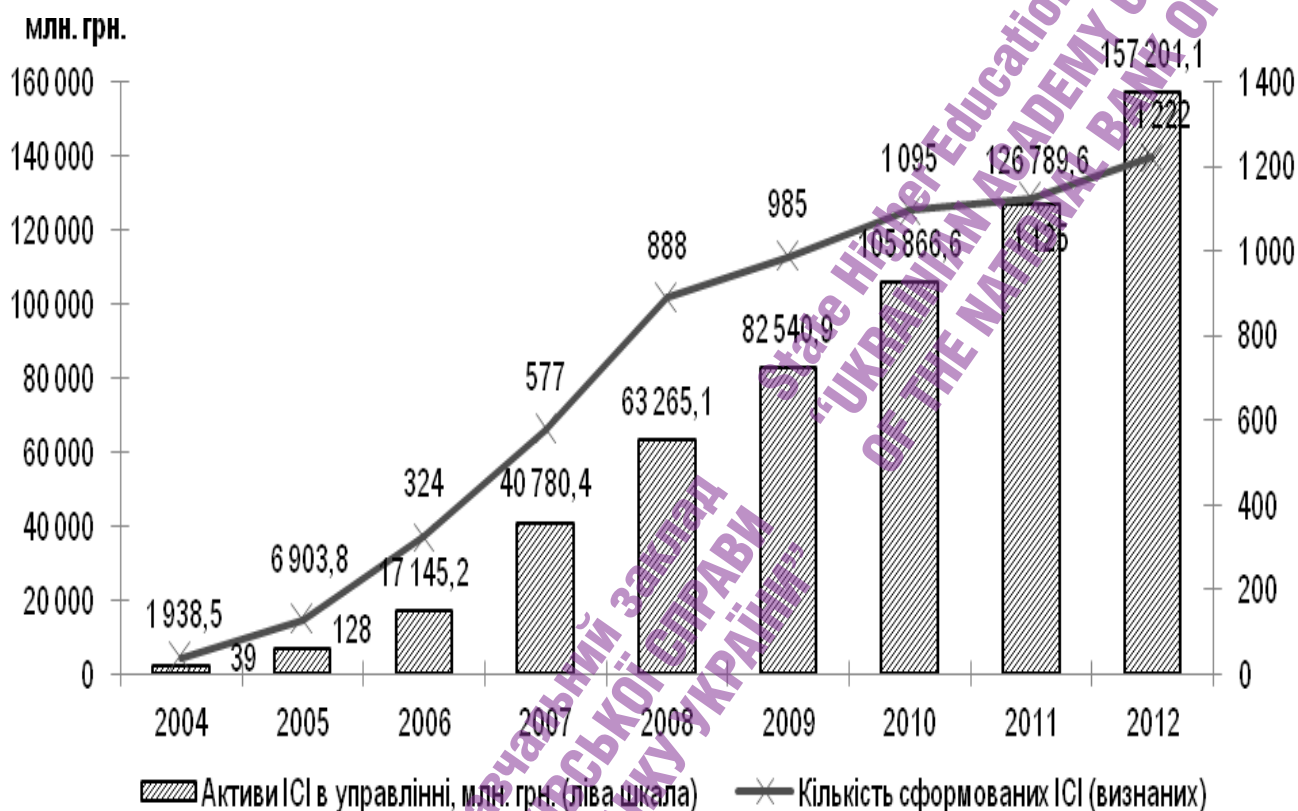


Рисунок 3.12 – Динаміка ринку управління активами ІСІ у 2004-2012 рр., за даними [1]

Необхідно акцентувати увагу, що венчурні фонди є найбільш значимою когортою портфельних інвесторів серед ІСІ за обсягами активів (рис. 3.13) та вартістю операцій за фактом.

Саме венчурні фонди потенційно можуть бути драйверами індустрії ВПІ, виконуючи своє первісне призначення – фінансування ризикованих, інноваційних проєктів.

Згідно ЗУ «Про інститути спільного інвестування» венчурний фонд визначається як недиверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів інституту спільного інвестування серед юридичних та фізичних осіб [123].



Рисунок 3.13 – Розподіл вартості чистих активів ІСІ станом на 31.12. 2011 та 31.12. 2012 р., за даними [1]

Проте, назва венчурних фондів в Україні відповідає міжнародній практиці лише опосередковано. Серед найбільш затребуваних сфер венчурного інвестування в Україні виступають харчова промисловість, роздрібна торгівля, обробка агропромислової продукції тощо. У той же час, у ЄС та США об'єктами венчурного інвестування є інновації.

Венчурні фонди в Україні використовуються переважно для оптимізації управління активами фінансово-промислових холдингів та зниження податкового навантаження, тоді як венчурне інвестування у світі залишається одним із найважливіших джерел капіталу для компаній, швидкий ріст та розвиток яких постійно потребує додаткових зовнішніх інвестицій (як правило до них відносяться підприємства малого та середнього бізнесу, ризиковані проекти, нетрадиційні інвестиції) [102].

На нашу думку, саме венчурні фонди, як превалюючий тип інституційних інвесторів, вкладення коштів яких здійснюється у портфелі цінних паперів різної структури, можуть стати портфельними інвесторами нового типу, підтримуючи СР соціально-відповідальних українських компаній.

Варто підкреслити, що для цього венчурні фонди як фінансові посередники мають сприятливі передумови, що пов'язані зі структурою їх портфелів (рис. 3.14).

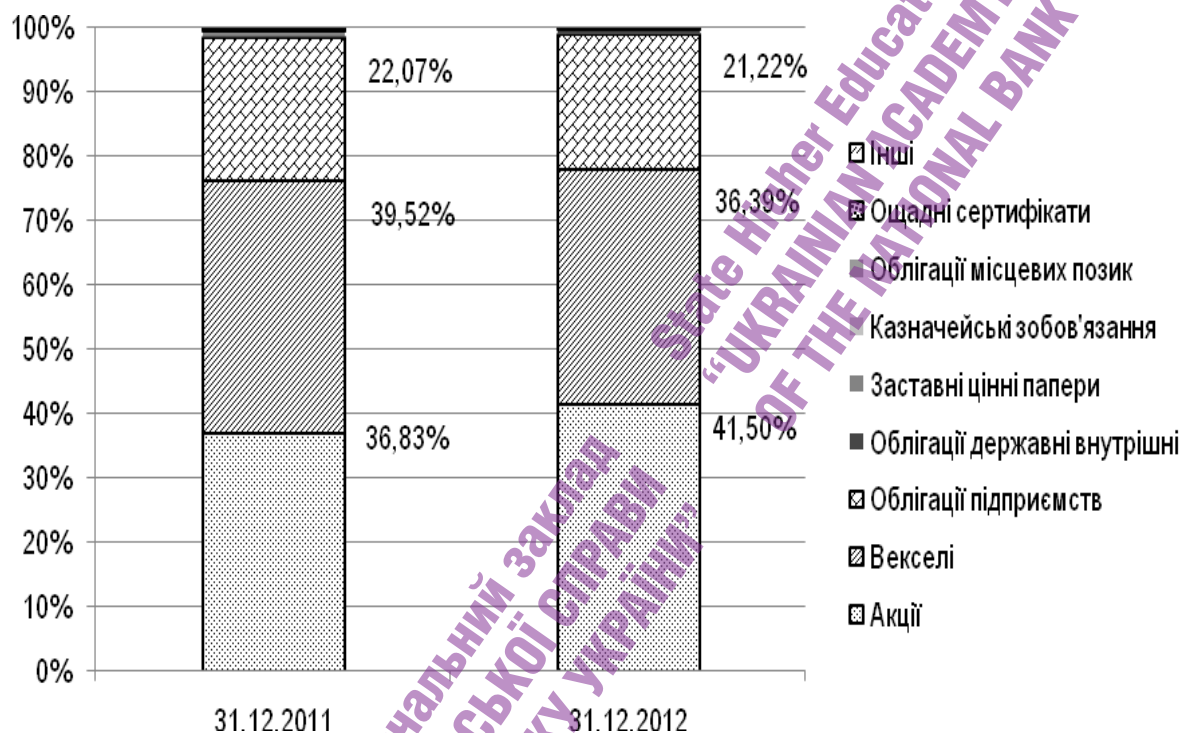


Рисунок 3.14 – Розподіл різних типів інструментів у портфелях ІСІ за 2012 р., %, за даними [1]

На відміну від 2011 р., найбільшу питому вагу в портфелях ІСІ в Україні у 2012 р. займали акції (41,5 % проти 36,8 %). Така тенденція мала місце насамперед через зміну інвестиційних пріоритетів венчурних фондів.

Крім того, існують й інші особливості законодавчого регулювання діяльності венчурних фондів в Україні, які надають їм переваги серед інших інституційних інвесторів для здійснення ВПІ:

— відсутність обмежень на формування складу активів (венчурні фонди можуть здійснювати інвестиції у цінні папери, які не знаходяться у лістингу, і мають низьку ліквідність, тобто такі, які можуть випускатись компаніями під екологічні проекти чи соціальні програми);

- можливість значної диверсифікації портфелю через відсутність обмежень щодо часток активів певного класу, у т. ч. й боргових зобов'язань компаній, що дотримуються принципів КСВ;
- додаткове залучення коштів іноземних інвесторів для реалізації соціально-відповідальних проектів без ускладнення процедури їх юридичного оформлення;
- можливість обрання більш ризикованих стратегій, що особливо актуально при реалізації екологічних проектів;
- можливість надання позик за рахунок активів фонду для фінансування значущих ініціатив з урахуванням ESG-критеріїв.

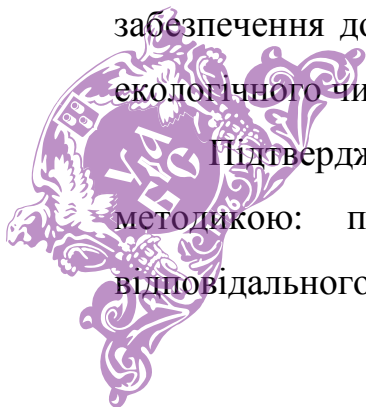
Проте, відсутність відповідних інфраструктурних учасників та низький рівень КСВ суб'єктів господарювання не дають змоги формувати виважену інвестиційну стратегію з урахуванням дотримання тією чи іншою компанією-емітентом критеріїв СР.

У межах оцінки інвестиційної привабливості при визначенні доцільності вкладень у ті чи інші компанії рекомендуємо венчурним фондам враховувати відповідність діяльності тієї чи іншої компанії-емітента цінних паперів екологічним, соціальним та управлінським критеріям.

Більше того, з метою підтвердження економічної обґрунтованості такої інвестиційної стратегії, систематизувавши дослідження зарубіжних фахівців, висуваємо гіпотезу щодо наявності значного позитивного зв'язку між дотриманням компанією практики соціально відповідального бізнесу та її прибутковістю, а отже інвестиційною привабливістю.

Таким чином, позитивний ефект від удосконаленої інвестиційної стратегії інституційного інвестора буде мати дуалістичний характер: по-перше, забезпечення доходності інвестицій інвестора, по-друге, створення сприятливого екологічного чи соціального ефекту.

Підтвердження висунутої гіпотези пропонуємо здійснити за наступною методикою: провести оцінку взаємозв'язку між практикою соціально-відповідального ведення бізнесу в межах обраної вибірки українських компаній та



їх фінансовими результатами, які є основою для прийняття інституційними інвесторами рішень щодо доцільності здійснення портфельних інвестицій у такі компанії.

З урахуванням наявності факторної ознаки, що носить якісний характер, та результативної кількісної ознаки, пропонуємо використовувати непрараметричні методи оцінки взаємозв'язку.

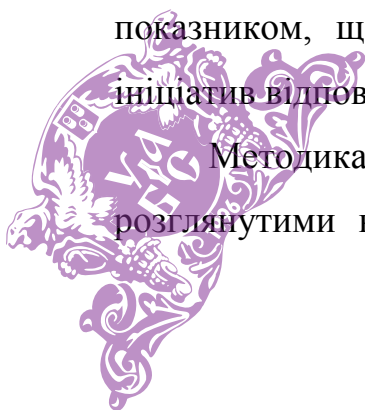
До вибірки підприємств-емітентів цінних паперів потрапили ті суб'єкти господарювання, які представлені в Рейтингу відкритості і системності КСВ, і здебільшого входять у рейтинг Форбс Україна «200 найбільших українських компаній». Загальна чисельність вибірки становить 37 суб'єктів. З первісної вибірки, в якій налічувалась 41 компанія, нами було виключено такі компанії як Ернст&Янг Україна, БДО Україна та ін., обсяг виручки яких за 2012 рік був опублікований лише як складова глобального звіту компаній.

Враховуючи відсутність повноцінних та вичерпних даних про реалізацію принципів СР та відповідального бізнесу українськими компаніями та відповідно до окреслених вище причин, факторною ознакою в межах нашого дослідження було обрано такий інтегральний показник як рівень відкритості і активності компаній в сфері КСВ, що розраховується на постійній основі Всеукраїнським рейтинговим журналом «Гвардія».

Даний рейтинг складається на підставі аналізу анкет надісланих на адресу редакції рейтингового журналу, публічних звітів компаній, та незалежних оцінок експертів – членів Експертної ради.

Оцінка передбачає використання інтегрованого методу та системного аналізу рівня розкриття інформації, а також діяльності компаній у сфері КСВ (взаємодії з усіма зацікавленими особами) і виражається підсумковим бальним показником, що у свою чергу ілюструє прихильність бізнесу до підтримки ініціатив відповідального бізнесу [26].

Методика визначення рейтингу компанії в цілому узгоджується з розглянутими вище методиками Dow Jones Global Total Stock Market Index,



Corporate Knights, базується на аналізі показників, що всебічно висвітлюють практику ведення бізнесу на засадах СР тією чи іншою компанією.

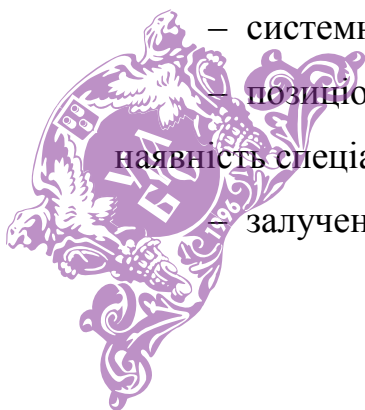
Показники в рамках методики визначення рейтингу компанії згруповані за чотирьма блоками. В межах першого блоку, що має назву «Соціальний звіт як інструмент діалогу з суспільством», компанія оцінюється за п'ятибальною шкалою щодо таких ініціатив:

- зобов'язання бути підзвітною за вплив на суспільство і навколишнє середовище;
- надання соціального звіту на розгляд громадськості, який передбачає реалізацію належної політики зі звітності;
- використання в діяльності принципів Посібника зі звітності у сфері СР, розробленого Глобальною ініціативою зі звітності;
- результативність діяльності у сфері СР, що поширюється на всі аспекти діяльності компанії, включаючи її політику, прийняті рішення та дії, які призводять до соціальних, екологічних або економічних (у тому числі фінансовим) наслідкам;
- надання звіту про прогрес по Глобальному договору ООН, який також включає розкриття інформації про форми КСВ і соціального партнерства [26].

При чому варто зауважити, що найвищі бали отримують лише ті компанії, звіти з перелічених ініціатив яких є публічно доступними (на офіційному сайті компанії та у друкованому вигляді).

Показники другого блоку рейтингу характеризують системність в управлінні КСВ. До них відносять:

- існування єдиних механізмів управління та підвищення ефективності в сфері КСВ;
- системність ініціатив щодо впровадження практик КСВ;
- позиціонування компанією КСВ як частини своєї корпоративної стратегії, наявність спеціального структурного підрозділу і стратегії розвитку у сфері КСВ;
- залучення всіх співробітників у сферу КСВ [26].



Лідуючі позиції за цим блоком утримують компанії, в яких процес КСВ інтегрований в загальну корпоративну стратегію.

Третій блок, в рамках якого аналізується відкритість і системність у взаємодії із зацікавленими сторонами, передбачає наявність чіткої взаємодії компанії з усіма зацікавленими сторонами (міжнародними соціальними інвесторами, національними інвесторами; державними органами влади, громадянським суспільством, акціонерами, кредиторами, власниками облігацій, постачальниками і споживачами продукції, консультантами, представниками медіа, міжнародними інститутами та організаціями), розділяючи їх на ключовий, первинний і вторинний рівні. Також проводиться оцінка ступеня впливу зацікавленими сторонами на процес прийняття рішень у компанії.

За показниками четвертого блоку визначається відкритість і постійність діяльності компанії за основними напрямками КСВ, що передбачає оцінювання системності діяльності щодо:

- розвитку персоналу (розкриття обсягів фінансування проектів і програм та окремих заходів у сфері HR-менеджменту);
- охорони праці та здоров'я працівників;
- охорони навколишнього середовища та ресурсозбереження;
- підтримки добросовісної ділової практики і етичної поведінки;
- удосконалення продукції і відносин зі споживачами;
- участі у розвитку громад;
- співпраці з благодійними фондами або реалізації власних благодійних та меценатських проектів [26].

За результатами рейтингу найвищий рівень відкритості має компанія ДТЕК (89,3 бали зі 100 можливих). Лідерами у цьому рейтингу виступають також компанії «АрселорМіттал Кривий Ріг» (87,6 бали), Платинум Банк (86,9), СКМ (85,4).

Перші десять лідерів наведені на рис. 3.15.



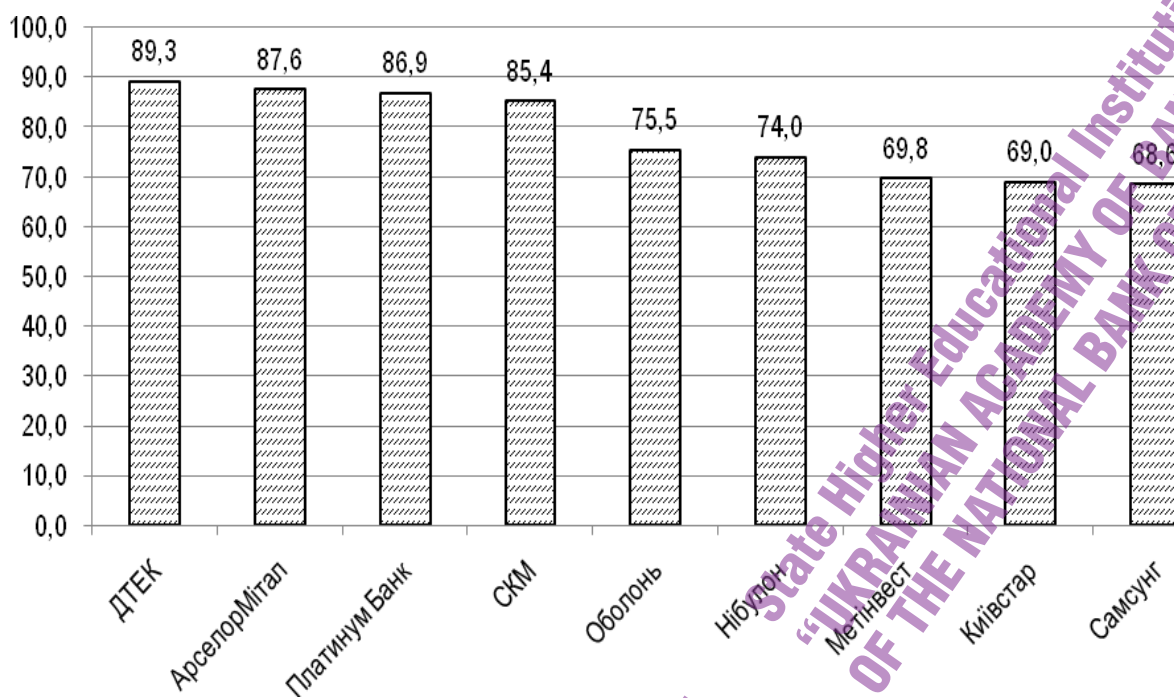


Рисунок 3.15 – Компанії лідери за рейтингом відкритості і системності в КСВ
2013 р. бали

Джерело : складено автором за [26]

Вибір результативної ознаки в рамках нашого дослідження лежить у площині встановлення найбільш об'єктивних показників, що характеризують ефективність діяльності компанії. У зарубіжних наукових працях для взаємозв'язку із показниками, що характеризують рівень КСВ та СР компаній найчастіше розглядають три групи показників:

- Q Тобіна, який розраховується відношенням ринкової вартості компанії до вартості заміщення її активів;
- показники ефективності діяльності компанії, засновані на фінансовій звітності, зокрема, обсяг виручки, розмір чистого прибутку, рентабельність активів (ROA) та рентабельність капіталу (ROE), які використовуються окремо або як доповнення до аналізу Q Тобіна;
- показники продуктивності праці.

Зважаючи на той факт, що показник Q Тобіна досить проблематично розрахувати для українських компаній, оскільки достовірно неможливо визначити

як їх ринкову вартість, так і вартість їх активів при заміщенні, через відсутність потрібних аналітичних даних, а показники продуктивності праці розкривають не усі компанії, зосередимо свою увагу на показниках групи ефективності діяльності, що є більшою мірою загальнодоступними.

Варто зауважити, що за підсумками 2012 р., які висвітлюються у рейтингу системності і відкритості українських компаній у сфері КСВ, більшість з учасників рейтингу отримали збитки, тому показники рентабельності розрахувати за всіма компаніями не видається можливим.

Тому, для проведення співставлення рівня відкритості і системності українських компаній у сфері КСВ та їх фінансової результативності, нами було обрано показник виручки (доходу) від реалізації.

Як метод оцінки взаємозв'язку між факторною та результативною ознакою нами було обрано непараметричну оцінку ρ Спірмена, яка є мірою зв'язку для порядкових змінних, що мають широкий діапазон значень і невелику кількість взаємних збігів (що робить недоцільним представлення таких даних у таблицях взаємної спряженості). Для її застосування значенням обох змінних присвоюють ранги та використовують формулу 3.9. Ранжовані дані для розрахунку наведені у додатку Т.

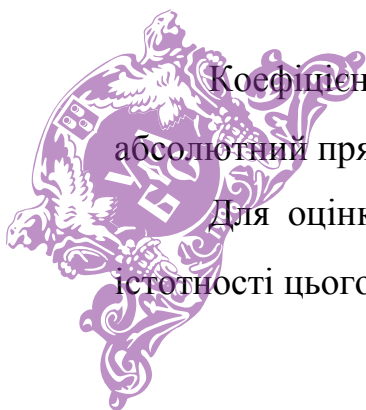
$$\rho = 1 - \frac{6 \sum_{j=1}^n d_j^2}{n(n^2 - 1)} \quad (3.9)$$

де d_j – різниця рангів факторної і результативної ознак;

n – кількість пар рангів.

Коефіцієнт ρ набуває значення від 0 (зв'язок відсутній) до +1 (зв'язок абсолютний прямий), або -1 (зв'язок абсолютний обернений).

Для оцінки статистичної істотності ρ Спірмена розрахунковий критерій істотності цього коефіцієнта порівнюють з критичним – критерієм Стюдента



(для заданої ймовірності із $df = n - 2$ ступенями свободи) за формулою 3.10.

$$t_p = \rho \sqrt{\frac{n-2}{1-\rho^2}} \quad (3.10)$$

У результаті проведених розрахунків за формулою 3.9 нами було отримано значення ρ Спірмена, що дорівнює 73,9 %.

Інтерпретацію отриманого значення ρ Спірмена проведемо за загальновідомою шкалою Чеддока (табл. 3.11).

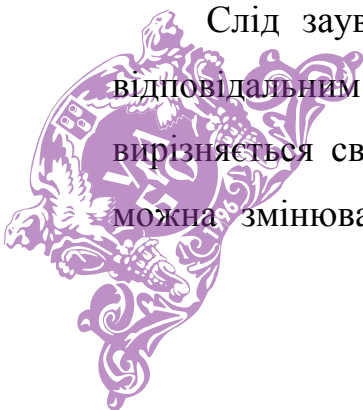
Таблиця 3.11 – Оцінка тісноти зв'язку за шкалою Чеддока

Кількісна міра тісноти зв'язку	0,1 – 0,3	0,3 – 0,5	0,5 – 0,7	0,7 – 0,9	0,9 – 0,99
Якісна характеристика сили зв'язку	Слабкий	Помірний	Помітний	Тісний	Дуже тісний

За цією шкалою зв'язок між рівнем відкритості та системності КСВ досліджуваної вибірки 37 найбільших українських компаній і їх обсягом виручки є тісним.

За формулою 3.10 здійснимо оцінку статистичної значимості отриманого зв'язку. За рівня істотності $\alpha = 0,05$ для вибірки з 37 елементів $t_p = 6,48$, а $t_{кр} = 2,021$. При цьому $t_p > t_{кр}$, тобто розраховане ρ Спірмена є значущим, а зв'язок – адекватним.

Слід зауважити, що запропонована методика оцінки взаємозв'язку між відповідальним веденням бізнесу компанії і її фінансовими результатами вирізняється своєю універсальністю, оскільки факторну і результативну ознаку можна змінювати з урахуванням потреб оцінки інвестиційної привабливості



суб'єкта господарювання з позиції врахування ним у своїй діяльності критеріїв СР.

Так, факторними ознаками можуть виступати будь-які показники СР, що ілюструють ту чи іншу складову СР: екологічну, економічну чи соціальну.

Крім того, ця методика має досить високий рівень об'єктивності, так як будується шляхом ранжування вибірки компаній за досліджуваними ознаками.

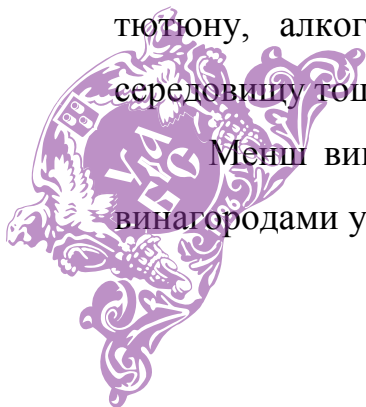
Серед досліджуваної вибірки компанії значна кількість є емітентами цінних паперів, а тому вказана методика розрахунку взаємозв'язку може бути використана інституційними інвесторами при оцінці інвестиційної привабливості зазначених компаній з позиції досягнення ними не лише економічної ефективності діяльності, але й цілей відповідального бізнесу у межах концепції СР.

Враховуючи отримані значимі результати оцінки взаємозв'язку між рівнем КСВ та фінансовими результатами компаній повною мірою можемо рекомендувати венчурним фондам, як превалюючому типу інвесторів в Україні, взяти до уваги такий взаємозв'язок при здійсненні ВПІ.

Серед методів побудови інвестиційної стратегії венчурних фондів в Україні відносно включення до свого портфелю компаній, що підтримують ініціативи КСВ та здійснення ВПІ пропонуємо використати найпростіший з методів – виключення (негативний скринінг). Цей метод є найбільш популярним на етапах становлення стратегії ВПІ для інституційних інвесторів, які не займалися подібною практикою.

Слід також відзначити, що за даними Якимця В. М., метод негативного скринінгу найчастіше застосовується для відсіювання компаній, продукція чи політика яких не узгоджується з концепцією СР, зокрема компаній з виробництва тютюну, алкоголю, компанії, що завдають значної шкоди навколишньому середовищу тощо (табл. 3.12).

Менш використовуваними є фільтри, пов'язані з трудовими відносинами, винагородами управлінському персоналу, доброчинністю.



Отже, аналізований рівень відкритості та системності у КСВ українських компаній та розгляд їх фінансових результатів може бути доповнений методом негативного відбору при здійсненні ВПІ.

Таблиця 3.12 – Групи фільтрів, що застосовуються при формуванні портфельів соціально-відповідальних інвестицій

Використані при формуванні понад 50 % портфельів	Використані при формуванні від 30 % до 49 % портфельів	Спеціалізовані фільтри (30 % портфельів)
<ul style="list-style-type: none"> – тютюн – алкоголь – екологічні збитки – дотримання прав людини – відсутність дискримінації при реалізації політики зайнятості – азартні ігри – зброя 	<ul style="list-style-type: none"> – трудові відносини – експерименти на тваринах – розвиток місцевих громад – доброчинність 	<ul style="list-style-type: none"> – винагороди управлінському персоналу – аборти та контроль над народжуваністю – міжнародні стандарти праці

Джерело : [197]

Підсумовуючи вищенаведене, можна зробити висновок про актуальність проблематики відбору об'єктів ВПІ інституційними інвесторами.

На світових фінансових ринках, де значну роль відіграють пайові інвестиційні фонди як портфельні інвестори, що здійснюють вкладення у компанії з високим рівнем КСВ, існують різноманітні методики визначення інвестиційної привабливості таких компаній.

Питання доцільності здійснення ВПІ у окремі компанії лежить у площині встановлення взаємозв'язку між рівнем їх КСВ, відповідального ведення ними бізнесу та врахування ESG-критеріїв у своїй діяльності та її фінансовими результатами. Поряд з цим існують численні зарубіжні теоретичні підтвердження факту наявності такого зв'язку.

Що стосується українських інституційних інвесторів, то для найбільшої їх групи – венчурних фондів, нами розроблено методичні засади оцінювання інвестиційної привабливості емітента цінних паперів як об'єкта ВПІ та



формування їх стратегії ВПП, шляхом здійснення інвестицій у ті компанії, які демонструють високий рівень зв'язку між рівнем КСВ та обсягом виручки.

Оцінку такого зв'язку пропонується здійснювати на основі непараметричного методу розрахунку ρ Спірмена, що дозволяє комбінувати як якісні, так і кількісні ознаки, має адекватну математичну інтерпретацію та є статистично значущим.

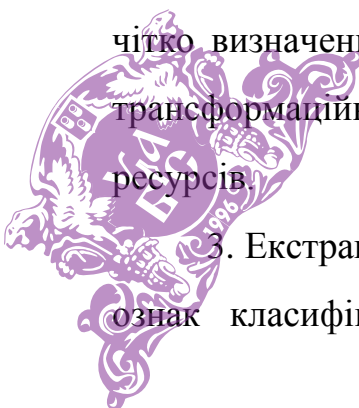
ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 3

1. Деталізація концептуальних засад ВПП за структурним підходом дозволила розвинути та обґрунтувати рекомендації щодо його імплементації у розрізі ключових його суб'єктів.

Зі зміною парадигми інвестування на фінансових ринках після останньої кризи активізується роль СФД як інституційних інвесторів нового типу, чії зобов'язання спрямовані на фінансування СР економіки, та потребують детального розгляду на макрорівні запропонованих концептуальних засад ВПП.

2. Спираючись на визначення СФД як державного інституційного інвестора – сукупності фінансових засобів, що належать державі, які утримуються, управляються чи адмініструються публічним фондом та інвестуються ним в широкий набір активів різного виду, зауважимо, що на відміну від інших суб'єктів процесу ПІ СФД мають ряд типових рис, що дозволяють говорити про СФД як про драйверів СР економіки. Серед таких рис визначено тривалий інвестиційний горизонт, поступове зростання схильності до ризику, відсутність чітко визначених зобов'язань, суверенність, значна позиція в іноземній валюті, трансформаційний характер, циклічний характер формування і використання ресурсів.

3. Екстраполюючи результати проведеного аналізу сутності, основних рис, ознак класифікації СФД у світовій практиці, масштабів їх діяльності на



міжнародних ринках капіталу відповідно до вітчизняних реалій, варто відзначити, що в Україні доцільним є створення СФД.

У зв'язку з цим автором удосконалено організаційні та методичні основи функціонування в Україні державних інвестиційних фондів як інституційних портфельних інвесторів, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено шляхом обґрунтування механізму формування СФД за змішаним типом (поєднання функцій стабілізаційних фондів та ощадних фондів майбутніх поколінь).

Автором також запропоновано формувати джерела створення та поповнення цього фонду з урахуванням кращої світової практики використання доходів від розробки родовищ нетрадиційних корисних копалин на користь суспільства (згідно угод про розподіл продукції) відповідно до змодельованих сценаріїв (песимістичного, оптимістичного та найбільш ймовірного); обґрунтовано напрями використання його коштів та формування портфелю його активів, визначено принципи функціонування (з урахуванням принципів Сантьяго та вимог індексу Лінабурга-Мадуселла). Управління фондом запропоновано здійснювати на основі дворівневої моделі з його організаційною підпорядкованістю Міністерству фінансів України, та здійсненням функціонального управління з боку Національного банку України на засадах підзвітності та громадського контролю.

4. На мезорівні концептуальних засад ВПІ з метою досягнення обґрунтованості здійснення ВПІ у той чи інший регіон України розроблено науково-методичний підхід щодо оцінювання інвестиційного потенціалу регіонів за його окремими вимірами (економічним, екологічним, соціальним) на основі показника чистих скоригованих регіональних заощаджень.

Розроблений підхід дозволяє визначити потенційну здатність регіонів України до залучення та ефективного використання інвестиційних ресурсів, що співвідноситься з потребами майбутніх поколінь.



5. За результатами розрахунків усі регіони було згруповано залежно від рівня їх інвестиційного потенціалу до СР: регіони-лідери, потенційні лідери, опорні регіони, депресивні регіони, а також розроблено рекомендації щодо стратегічних напрямів політики забезпечення регіонального СР та підвищення інвестиційного потенціалу для кожної з груп.

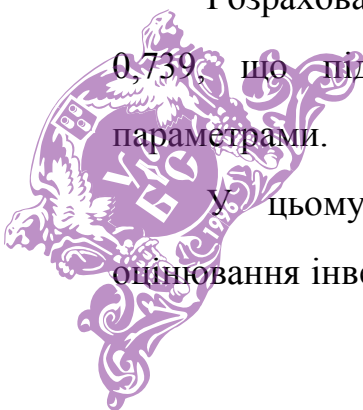
6. Зосереджуючи увагу на тому факті, що ключовою тенденцією у розвитку ПІ як інструменту забезпечення СР економіки має стати розробка інвестиційних стратегій інституційних інвесторів, що враховують критерії СР компаній-емітентів цінних паперів – об'єктів інвестування.

Враховуючи особливості реалізації ВПІ на мікрорівні, автором було запропоновано методичний підхід до оцінювання взаємозв'язку між рівнем доходу компаній – об'єктів ПІ та рівнем впровадження ними концепції корпоративної соціальної відповідальності. До вибірки досліджуваних компаній були включені найбільші українські компанії, що представлені у «Рейтингу відкритості і активності компаній в сфері КСВ», що розраховується на постійній основі Всеукраїнським рейтинговим журналом «ГВардія».

Враховуючи обрання автором в рамках визначеної методики показника виручки (доходу) від реалізації в якості результативної ознаки, що може бути оцінений лише кількісними методами, і рівня впровадження практик КСВ в якості факторної ознаки (що вимірюється лише якісними методами), формалізацію наявності зв'язку між ними запропоновано здійснювати за допомогою непараметричних методів з використанням рангового коефіцієнта кореляції Спірмена.

Розраховане значення рангового коефіцієнту кореляції Спірмена склало 0,739, що підтверджує наявність тісного зв'язку між досліджуваними параметрами.

У цьому контексті набули подальшого розвитку методичні засади оцінювання інвестиційної привабливості емітента цінних паперів як об'єкта ВПІ з



урахуванням виявленого за допомогою названого непараметричного методу тісного зв'язку між рівнем імплементації сучасних практик КСВ та фінансовими показниками компанії.

Основні положення розділу знайшли відображення у таких працях [203, 235, 15, 77, 79, 85].



Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

ВИСНОВКИ

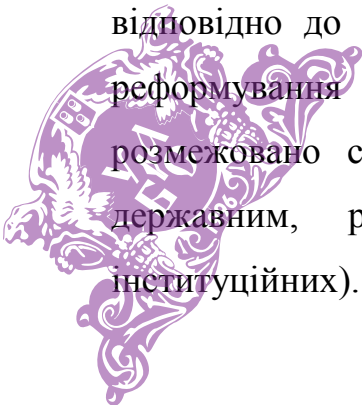
У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення науково-прикладної задачі розвитку методичного підґрунтя організації портфельного інвестування з метою забезпечення сталого розвитку економіки України.

За результатами дисертаційного дослідження зроблено такі висновки:

1. Фінансиалізація економічного простору обумовлює трансформаційні зміни в інструментах фінансування програм СР. Інструментом забезпечення дешевих і довгострокових ресурсів для фінансування економічних, соціальних та екологічних програм слід вважати ВПІ. Воно суттєво відрізняється від традиційного ПІ та соціально-відповідального інвестування врахуванням ESG-ініціатив об'єкта ПІ; відсутністю спекулятивного мотиву при інвестуванні; паритетністю фінансових та нефінансових мотивів при інвестуванні, специфічністю ризиків, що враховуються інвестором; трактуванням змісту відкладеної вигоди з позиції наслідків розміщення інвестицій.

2. В Україні сьогодні ПІ не можна вважати стабільним джерелом фінансового забезпечення СР, оскільки: 1) протягом 2002–2011 рр. спостерігалися значні та часті коливання їх обсягу; 2) протягом 1996–2011 рр. існував суттєвий зв'язок чистих ПІ в пайові інструменти лише з індикаторами економічної складової реалізації концепції СР (коефіцієнт кореляції склав близько 0,7), а з інтегральним – рівнем чистих скоригованих заощаджень незначний (коефіцієнт кореляції 0,5). В той же час аналогічне дослідження для різних країн світу за 1975–2011 рр. засвідчило значний вплив ПІ на рівень сталості економіки.

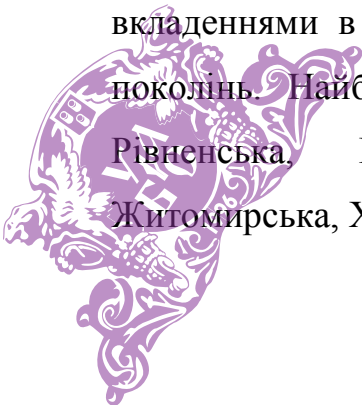
3. ВПІ досліджено з використанням структурно-функціонального підходу: відповідно до функціонального – визначено його мету, функції та напрямки реформування його забезпечення в Україні; відповідно до структурного – розмежовано суб'єкти, об'єкти та принципи ВПІ за трьома його рівнями: державним, регіональним та окремих інвесторів (індивідуальних та інституційних).



4. Всі ВПІ можна поділити на: юні-секторні (екологічного, соціального та корпоративного спрямування) та крос-секторні (негативного та позитивного відбору, етичні). Для кожного типу ВПІ слід використовувати специфічні методи формування інвестиційного портфеля: концентроване інвестування, інвестування впливу, метод корпоративного впливу, метод корпоративної взаємодії, скринінг, що базується на нормах, виключення, інтеграція ESG-критеріїв, позитивний скринінг, піонерський скринінг, сегментний скринінг.

5. Останнім часом активізується роль державних інвестиційних фондів як портфельних інвесторів нового типу, які спрямовують свою діяльність на фінансування потреб СР та здійснюють значний вплив на рух прямих і портфельних інвестицій на світовому інвестиційному ринку. В Україні було дві спроби утворення стабілізаційних фондів (у 2006 та 2008 роках), проте їх ресурси використовувалися переважно для покриття поточних витрат державного бюджету. Обґрунтовано необхідність створення СФД за змішаним типом (поєднання функцій стабілізаційних фондів та ощадних фондів майбутніх поколінь). Джерелом його поповнення слід вважати доходи держави від угод з розподілу продукції (нетрадиційних вуглеводнів) на Олеській та Юзівській газових площинах. Лише за рахунок видобутку газу на Олеській газовій площині обсяг коштів СФД може складати щорічно від 0,774 млрд дол. США при песимістичному сценарії (залежно від видобутку газу та прибутковості його реалізації) до 1,595 млрд дол. США – при оптимістичному. Модель управління цим фондом має бути дворівневою та базуватися на засадах підзвітності та громадського контролю.

6. За обсягом чистих скоригованих регіональних заощаджень за 2008–2011 рр. лідерами є м. Київ, Дніпропетровська та Донецька області. У всіх інших 24 регіонах генерований валовий регіональний продукт, навіть скомпенсований вкладеннями в людський капітал, не забезпечує зростаючі потреби майбутніх поколінь. Найбільш депресивними регіонами за цим показником виявилися Рівненська, Волинська, Івано-Франківська, Вінницька, Закарпатська, Житомирська, Хмельницька, Тернопільська та Чернівецька області.



7. На основі розрахунку рангового коефіцієнта кореляції Спірмена для 37 вітчизняних компаній різних галузей економіки – емітентів цінних паперів, які представлені в Рейтингу відкритості і системності корпоративної соціальної відповідальності, обґрунтовано наявність тісного зв'язку між рівнем доходу компаній та рівнем впровадження ними концепції корпоративної соціальної відповідальності (коефіцієнт склав 0,739).

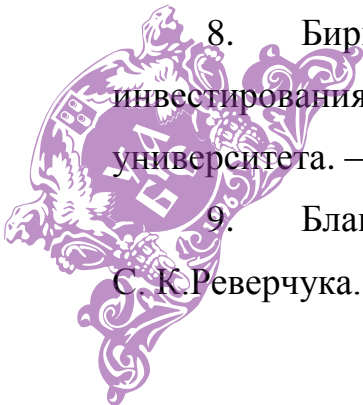


Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING”
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аналітичний огляд ринку управління активами України у 2012 р. – Українська асоціація інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart.html.
2. Андрос С. В. Стратегії відповідального інвестування: теоретичний аспект / С. В. Андрос, Т. В. Романьок // Економічні проблеми сталого розвитку : матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції, присвяченої 20-річчю наукової діяльності ф-ту економіки та менеджменту СумДУ, м. Суми, 3-5 квітня 2012 р. / Відп. за вип. О. В. Прокопенко. – Суми : СумДУ, 2012. – Т.3. – С. 15-16.
3. Аннаев А. А. Инвестирование на рынке ценных бумаг с учетом принципов социальной ответственности [Текст] : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Аннаев Александр Аннамуратович. – М., 2011. – 23 с.
4. Артеменко В. Індикатори стійкого соціально-економічного розвитку регіонів / В. Артеменко // Регіональна економіка. – 2006. – № 2. – С. 90-97.
5. Бакатанов О. Г. Портфельное инвестирование в условиях высоко нестабильных финансовых рынков : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Бакатанов Олег Георгиевич. – Москва, 2008. – 148 с.
6. Бароновская М. Г. Инвестирование средств фондов национального благосостояния в ценные бумаги [Текст] : дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Бароновская Маргарита Геннадьевна. – М., 2011. – 149 с.
7. Бахтараева К. Б. Социально ответственное инвестирование на рынке ценных бумаг [Текст] : дис. канд. экон. наук : 08.00.10 / Бахтараева Карина Борисовна. – М., 2009. – 218 с.
8. Бирюкова Е. А. Альтернативные теории риска портфельного инвестирования / Е. А. Бирюкова // Вестник Челябинского государственного университета. – 2010. – № 27. – С. 208-291.
9. Бланк І. О. та ін. Інвестологія: наука про інвестування / За ред. проф. С. К. Реверчука. – К. : Атіка, 2001. – 264 с.



10. Бондаренко А. В. Соціальне інвестування як фактор забезпечення соціально-економічного розвитку держави / Бондаренко А. В., Омелянович Л. О. // Вісник Донбаської національної академії будівництва і архітектури. – 2009. – № 5(79). – С.201- 203

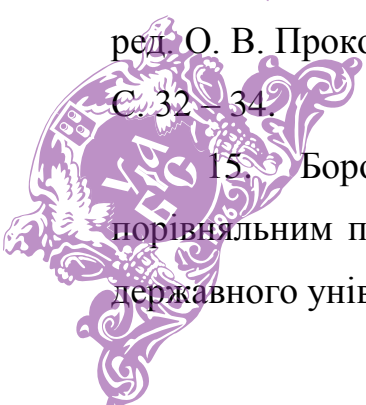
11. Боронос Д. В. Вибір та застосування інструментів регулювання процентного ризику банку / Д. В. Боронос, О. М. Пожар, М. Б. Перзеке // Управління ризиками банків : монографія у 2 томах. Т. 2: Управління ринковими ризиками та ризиками системних характеристик / [А. О. Єпіфанов, Т. А. Васильєва, С. М. Козьменко та ін.] / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. О. Єпіфанова та д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – С. 56 – 82.

12. Боронос Д. В. Вплив фондового ринку на фінансову систему держави / І. М. Кобушко, Д. В. Боронос // Економіка: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць. – Випуск 253. в 7 т. – Т. III. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2009. – С. 647-653.

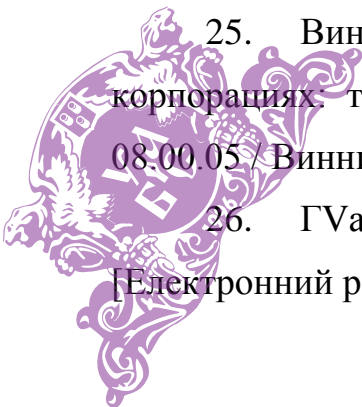
13. Боронос Д. В. Методологічні засади формування ефективних інвестиційних портфельів / С. В. Дубовик, Д. В. Боронос, П. М. Рубанов // Управління ризиками банків : монографія у 2 томах. Т. 1: Управління ризиками базових банківських операцій / [А. О. Єпіфанов, Т. А. Васильєва, С. М. Козьменко та ін.] / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. О. Єпіфанова та д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – С. 180 – 193.

14. Боронос Д. В. Розвиток фондового ринку як основа для залучення інвестиційних ресурсів в економіку України / Д. В. Боронос, Ж. Пронікова // Економічні проблеми сталого розвитку : матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції, присвяченої 20-річчю наукової діяльності ф-ту економіки та менеджменту СумДУ (м. Суми, 3-5 квітня 2012 року) : у 8 т. / за заг. ред. О. В. Прокопенко. – Суми : Сумський державний університет, 2012. – Т. 2. – С. 32 – 34.

15. Боронос Д. В. Розроблення моделі оцінки ринкової вартості бізнесу за порівняльним підходом / Д. Г. Михайленко, Д. В. Боронос // Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка. – 2010. – № 1, Т. 2. — С. 53-57.



16. Борщук І. В. Управління портфельними інвестиціями комерційних банків в Україні [Текст] : автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.02.03 / І.В.Борщук. – Львів. нац. ун-т ім. І.Франка. – Л., 2003. – 20 с.
17. Боярко І. М. Інвестиційний аналіз: навчальний посібник / І. М. Боярко, Л. Л. Гриценко. – Мін-во освіти і науки України, ДВНЗ «УАБС НБУ». – К. : Центр учбової літератури, 2011. – 400 с.
18. Буренин А. Н. Управление портфелем ценных бумаг / Буренин А. Н. – М., Научно-техническое общество имени академика С.И. Вавилова, 2008. – 440 с.
19. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов / А. Н. Буренин. – М. : НТО, 2011. – 394 с.
20. Быстряков И. К. Проективно-деятельностная модель устойчивого развития общества / И. К. Быстряков // Механізм регулювання економіки. – 2004. – №4. – С. 47–55.
21. В фокусе: корпоративное управление и устойчивое развитие. – KPMG. – 2013. – № 3. – 14 с.
22. В фокусе: корпоративное управление и устойчивое развитие. Вестник KPMG. – 2013. – № 3. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.kpmg.com/ru/ru/issuesandinsights/articlespublications/in-focus-corporate-governance-sustainability/pages/default.aspx>
23. Вахович І. М. Теоретико-методологічні засади формування та реалізації регіональної політики фінансового забезпечення сталого розвитку : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : спец. 08.00.05 - розвиток продуктивних сил і регіональна економіка / І. М. Вахович. – Одеса, 2008. – 35с.
24. Веревочкина А. А. Социальное инвестирование в системе корпоративной ответственности бизнеса : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.01 / Веревочкина Анна Александровна. – М., 2011. – 23 с.
25. Винников В. С. Управление социальным инвестированием в корпорациях: теоретико-методологический аспект : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.05 / Винников Виталий Сергеевич. – М., 2007. – 201 с.
26. ГВардия. Рейтинг социально ответственных компаний – 2013 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://kontrakty.ua/article/62569>



27. Гаврилишин Б. Стратегія сталого розвитку та європейська модель «еко-соціальної ринкової економіки» як основа конкурентоздатності України в сучасну епоху / Б. Гаврилишин, В. Вовк [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.clubofrome.org.ua/arkh-v/anal-tichna-zapiska-podana-ker-vnitstyu-sekretar-ata-prezidenta-ukra-ni-v.yushchenko-ta-prem-r-m-n-stru-ukra-ni-yu.timoshenko-v-lyutomu-2005-r..html>.

28. Галушкин С. В. Выгоды устойчивого развития: выход на рынок «устойчивых» инвестиций / Галушкин С. В., Головачев С. С., Наквасин С. Ю. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ir-russia.ru/news/Sustainable-investment-14022011.htm>.

29. Герасимчук З. В. Інвестиційний потенціал регіону: методика оцінки, механізми нарощення : монографія / З. В. Герасимчук, В. Р. Ткачук. – Луцьк : Надстир'я, 2009. – 232 с.

30. Герасимчук З. Комплексна оцінка рівня сталого розвитку регіонів України // Економіка України. – 2002. – № 2. – С. 34-42.

31. Гилман Р. Проект устойчивой экономики [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.greensalvation.org/old/Russian/Publish/03_rus/03_10.htm

32. Гитман Л. Основы инвестирования / Гитман Л., Джонк М.; [пер. с англ.]. – Дело, 1997. – 1008 с.

33. Глобалізація і безпека розвитку : монографія / Нац. акад. наук України, Ін-т світової економіки і міжнар. відносин, Київ. нац. екон. ун-т; / кер. авт. кол., наук. ред. О. Г. Білорус. – К. : [Б. в.], 2001. – 734 с.

34. Голуб А. А. Экономика природных ресурсов: Учебн. пособие для вузов / Голуб А. А., Струкова Е. Б. – М. : Аспект-Пресс, 1999. – 319 с.

35. Голубецкая Н. П. и др. Чистые сбережения как индикатор оценки устойчивого развития регионов различных типов в России / Голубецкая Н. П. Макаров О. М., Бовкун В. И. Мекуш Г. Е.; Бекиш Е. Л. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.sworld.com.ua/index.php/ru/economy-311/environmental-economics-and-the-environment-311/7496-net-savings-as-an-indicator-of-sustainable-development-evaluation-of-different-types-of-regions-in-russia>.



36. Даниленко Л. Финансиаризация современной экономики / Л. Даниленко // Инновации. – 2008. – № 9. – С. 86-91.

37. Данилишин Б. М. Устойчивое развитие в системе природно-ресурсных ограничений / Данилишин Б. М. Шостак Л. Б. – К. : СОПС Украины НАНУ, 1999. – 324 с.

38. Девуйст Д. Измерение и оценка устойчивого развития на локальном уровне / Д. Девуйст // Механізм регулювання економіки, економіка природокористування, економіка підприємства та організації виробництва. – 2002. – № 1-2. – С. 63-75.

39. Дейлі Г. Поза зростанням. Економічна теорія сталого розвитку. К. : Интелсфера, 2001. – 234 с.

40. Доклад о социальных инвестициях в России за 2004 год / Под общей ред. С. Е. Литовченко – М. : Ассоциация Менеджеров, 2004 г. – 80 с.

41. Дорогунцов С. Сталість розвитку еколого-економічного потенціалу України та її регіонів / Дорогунцов С., Федорищева А. // Економіка України. – 1996. – №7. – С. 4-17

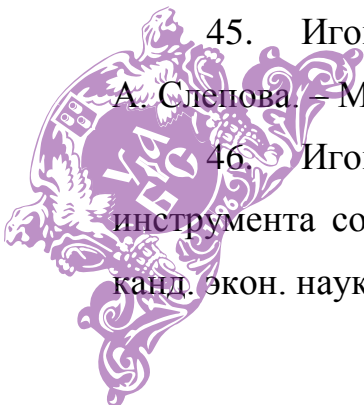
42. Д'яконова І. І. Теоретичні та економічні основи інвестиційної діяльності. – Суми : Слобожанщина, 1998. – 68 с.

43. Замлелый А. Ю. Финансирование устойчивых инвестиций : автореф. дис. на соиск. ученой степ. канд. экон. наук : 08.00.10 / А. Ю. Замлелый. – М., 2013. – 26 с.

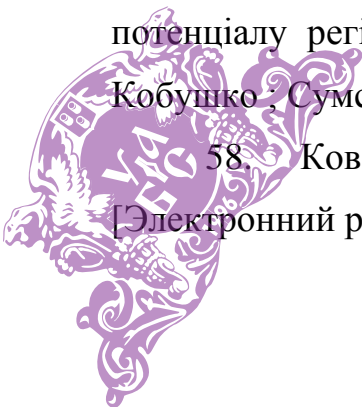
44. Згуровський М. З. Моделювання процесів сталого розвитку в глобальному та регіональному контекстах / Згуровський М. З., Болдак А. О., Єфремов К. В. // Інститут прикладного системного аналізу НТУУ МОН і НАН України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://wdc.org.ua/uk/category/data/data>.

45. Игонина Л. Л. Инвестиции: Учеб. пособие / Л.Л. Игонина; Под ред. В. А. Слепова. – М. : Юрист, 2012. – 480 с.

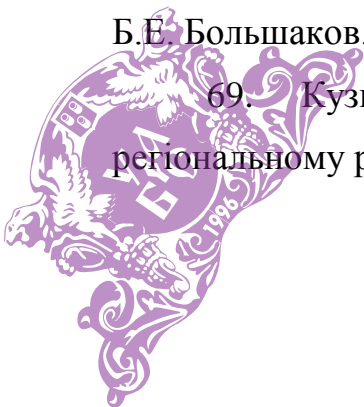
46. Игошкина Л. В. Развитие социальной ответственности бизнеса как инструмента совершенствования корпоративного управления : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / Игошкина Лариса Владимировна. – М., 2008. – 25 с.



47. Инвестиции: учебное пособие / Г.П. Подшиваленко, Н.И. Лахметкина, М.В. Макарова [и др.]. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : КНОРУС, 2006. – 200 с.
48. Индекс процветания стран мира [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.prosperity.com/>.
49. Исаева Х. Д. Управление портфельным инвестированием в условиях становления фондового рынка : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10. – Махачкала, 2004. – 150 с.
50. Інвестиційна політика України на регіональному рівні / Інститут Реформ. Недержавний аналітичний центр. – К., 2003. – Вип. 16. – 88 с.
51. Інвестиційний клімат в Україні: яким його бачить бізнес. – Міжнародна фінансова корпорація, 2011. – 126 с.
52. Інвестування : підручник / В. М. Гриньова [та ін.]. – К. : Знання, 2008. – 452 с.
53. Казакевич П. А. Суверенные фонды благосостояния на рынках ценных бумаг: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Казакевич Петр Александрович. – М., 2009. – 203 с.
54. Караєва Н. В. Комплексна оцінка ефективності механізмів екологічного регулювання, спрямованих на забезпечення сталого розвитку території : дис. ... канд. экон. наук : 08.08.01 – 2005. – 209 с.
55. Каранашев А. Х. Моделирование и оптимизация стратегий портфельного инвестирования: автореферат дис. ... д-ра экономических наук: 08.00.13 / Каранашев Анзор Хасанбиевич. – Кисловодск, 2012. – 35 с.
56. Келимбетов К. Н. Суверенные фонды: опыт создания и функционирования на примере Казахстана / К. Н. Келимбетов // «Международная экономика». – 2011. – №10. – С.20-27.
57. Кобушко Я. В. Еколого-економічна оцінка відтворення інвестиційного потенціалу регіону : дис. ... канд. экон. наук: 08.00.06 / Яна Володимирівна Кобушко ; Сумський держ. ун-т. – Суми, 2012. – 237 с.
58. Коваленко В. Инвестиции: не проходите мимо! / Виктор Коваленко [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://kontrakty.ua/article/52940>



59. Коваленко В. Рейтинг социально ответственных компаний – 2012 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://kontrakty.ua/article/52940>
60. Коваленко Ю. М. Портфельні теорії крізь призму сучасних кризових явищ / Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки : науковий економічний журнал. – 2010. – N 8. – С. 5-9.
61. Козьменко О. В. Страховий ринок України у контексті сталого розвитку : монографія / О. В. Козьменко. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. – 350 с.
62. Конєва І. І. Розвиток портфельного інвестування екологізації агропромислового виробництва : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Конєва Ірина Іванівна ; ННЦ «Ін-т аграр. економіки». – К., 2010. – 20 с.
63. Концепція сталого розвитку України // Світ. – 1997. – № 12. – С. 5–7
64. Костерін В. О. Сталий розвиток продуктивних сил України в умовах соціально-економічних трансформацій / В. О. Костерін // Механізм регулювання економіки. – 2006. – № 2. – С. 24-32.
65. Костюк О. М. Соціально-відповідальне інвестування: основні тренди в американській та європейській практиці [Текст] / О. М. Костюк, Я. І. Мозговий // Вісник УАБС. – 2011. – № 2(31). – С. 79–83.
66. Кох И. А. Теория и методология портфельного инвестирования на российском рынке ценных бумаг : дис. ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Кох Игорь Анатольевич. – Саратов, 2009. – 321 с.
67. Красильников О. Ю. Портфельное инвестирование как способ финансирования инноваций на российских предприятиях / О. Ю. Красильников // Управление корпоративными финансами. – 2012. – № 4. – С. 190-195
68. Кузнецов О. Л. Устойчивое развитие: научные основы проектирования в системе природа-общество-человек : учебник / О.Л. Кузнецов, Б.Е. Большаков. – СПб.; М.; Дубна, 2001. – 616 с.
69. Кузьменко В. В. Економічна безпека та сталий розвиток: взаємодія на регіональному рівні : дис. ... канд. наук: 08.00.01 – 2007. – 190 с.



70. Кухта П. Тракткування поняття «інвестиції»: класичний і сучасний підходи / П. Кухта // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2011. – № 121–122. – С. 29-33.

71. Левина И. К вопросу о соотношении реального и финансового секторов / И. К. Левина // Вопросы экономики. – 2006. – № 9. – С. 83-103.

72. Левченко А. В. Суверенные инвестиционные фонды: организация и роль на финансовом рынке : автореф. дис. ... кандидата экон. наук, спец. 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит / Левченко Анна Викторовна. – М, 2012. – 149 с.

73. Лепесин М. В. Реализация инвестиционного потенциала стабилизационного фонда Российской Федерации : дисс. ... канд. экономических наук : 08.00.10 / Лепесин Михаил Викторович. – Москва, 2008. – 154 с.

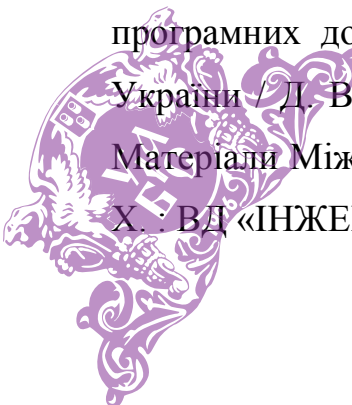
74. Леус Д. В. Аналіз науково-методичних підходів до портфельного інвестування як інструменту фінансового забезпечення сталого розвитку економіки / Д. В. Леус // БІЗНЕС ІНФОРМ. – 2013. – №12. – С. 318 – 322.

75. Леус Д. В. Врахування ESG - критеріїв при здійсненні портфельного інвестування у сталий розвиток / Д. В. Леус // Інвестиції: практика та досвід. – 2014. – №2. – С. 72-76.

76. Леус Д. В. Механізм портфельного інвестування у сталий економічний розвиток: процесний підхід / Д. В. Леус // Економічний простір. – 2014. – № 81. – С. 82-90.

77. Леус Д. В. Моделирование потребности региона у финансовых ресурсах для обеспечения устойчивого экономического развития территории / В. Г. Боронос, І. В. Карпенко, Д. В. Леус // Вісник Сумського національного аграрного університету. Серія: фінанси і кредит. – 2012. – №2. – С. 30-41.

78. Леус Д. В. Особливості застосування регулятивних механізмів та програмних документів фінансового забезпечення сталого розвитку економіки України / Д. В. Леус // Сучасні проблеми та механізми фінансового управління. Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції 12 - 13 грудня 2013 р. – Х. : ВД «ІНЖЕК», 2013. – С. 554 – 556.1



79. Леус Д. В. Порівняльний (ринковий) підхід до оцінки вартості бізнесу / Д. В. Леус // Фінансовий менеджмент : навчальний посібник / В. М. Боронос, І. Д. Скляр, І. М. Кобушко та ін.; за заг. ред. В. М. Бороноса. – Суми : Сумський державний університет, 2012. – С. 524 – 527.

80. Леус Д. В. Проблеми та перспективи розвитку інвестиційних банківських послуг в умовах глобальної фінансової нестабільності / Д. В. Леус, Н. М. Власенко, С. В. Дубовик // Держава, підприємства та банки в системі антикризового управління: монографія / за ред. д.е.н., проф. Т. А. Васильєвої, к.е.н. О. Б. Афанасьєвої. – Суми: «Ярославна», 2013. – С. 300 – 308.

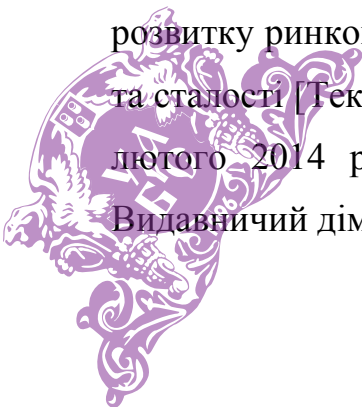
81. Леус Д. В. Стійкість фінансової системи як основа економіки сталого розвитку / Д. В. Леус // Фінансова політика та забезпечення економічної стабільності держави : Матеріали Всеукраїнської науково-практичної Інтернет-конференції студентів, аспірантів та молодих вчених, 3 грудня 2013 р. – Полтава : ПолтНТУ, 2013. – С. 43 – 44.

82. Леус Д. В. Фінансове забезпечення економічної складової концепції сталого розвитку / Д. В. Леус // Механізм регулювання економіки. – 2013. – №4. – Том 1. – С. 47-56.

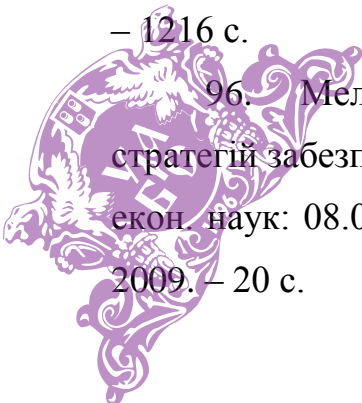
83. Леус Д. В. Фінансування сталого розвитку економіки: світовий та вітчизняний досвід / Д. В. Леус // Менеджер. Вісник Донецького державного університету управління. – 2013. – № 4(66). С. 264 – 267.

84. Леус Д. В. Формалізація впливу механізму портфельного інвестування на сталий розвиток економіки / Д. В. Леус // Ефективна економіка. – 2014. – №1. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2688>.

85. Леус Д. В. Формалізація підходу до визначення інвестиційного потенціалу регіону з урахуванням сталого розвитку / Д. В. Леус // Перспективи розвитку ринкової економіки на засадах конкурентоспроможності, інноваційності та сталості [Текст] : матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, 14-15 лютого 2014 р. // Національний гірничий університет. – Дніпропетровськ : Видавничий дім «Гельветика», 2014. – С. 162-163.



86. Леонов С. В. Інвестиційний потенціал банківської системи України : монографія / С. В. Леонов. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – 375 с.
87. Лосев М. Ю. Проектное управление портфельным инвестированием средств предприятия : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05. – Москва, 2004. – 214 с.
88. Лютий І. Вплив фінансового сектору на функціонування економічної системи / І. Лютий, С. Міщенко // Фінанси України. – 2007. – №3. – С. 14– 29.
89. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність: підручник / Т.В.Майорова. – К. : ЦУЛ, 2009. –472 с.
90. Малютін О. К. Портфельне інвестування в умовах розвитку фінансового ринку України: автореф. дис... канд. экон. наук: 08.00.08 / О.К.Малютін ; Н.-д. фінанс. ін-т при М-ві фінансів України. – К., 2007. – 20 с. – укр.
91. Мальтус Т. Опыт о законе народонаселения. Петрозаводск : Петроком, 1993 (Шедевры мировой экономической мысли. Т. 4).
92. Масловська Л. Ц. Сталый розвиток продуктивних сил регіонів: теорія, методологія, практика: дис. ... д-ра экон. наук: 08.10.01 / Масловська Людмила Цезарівна; НАН України; Рада по вивченню продуктивних сил України. – К., 2004. – 414 с.
93. Масловська Л. Ц. Сталый розвиток продуктивних сил регіонів: теорія, методологія, практика / Київський національний торговельно-економічний ун-т. – К. : Видавництво КНТЕУ, 2003. – 365с.
94. Мельник Л. Г. Досвід Європейського Союзу у формуванні інноваційної стратегії сталого розвитку / Л. Г. Мельник, І. Б. Дегтярьова // Маркетинг і менеджмент інновацій. – 2012. – № 1. – С. 190 - 200.
95. Мельник Л. Г. Устойчивое развитие: теория, методология, практика: учебник / под ред. проф. Л. Г. Мельника. — Сумы : Университетская книга, 2009. – 1216 с.
96. Мельник Ю. М. Організаційно-економічні основи формування стратегій забезпечення екологічно сталого розвитку регіону: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.06 / Юлія Миколаївна Мельник ; Сумський держ. ун-т. – Суми, 2009. – 20 с.



97. Мірошниченко П. І. Активізація використання інвестиційного потенціалу регіону: автореф. дис. к-та ек. наук: 08.00.05/ Інститут економіко-правових досліджень НАН України. – Донецьк, 2007. – 20 с.

98. Мошенський С. З. Соціально відповідальне інвестування: сутність та перспективи розвитку / С. З Мошенський // Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу. – 2011. Випуск 3. – Ч. 1. – С. 258-265.

99. Національна парадигма сталого розвитку України / за заг. ред. академіка НАН України, д.т.н., проф., засл. діяча науки і техніки України Б. Є. Патона. – К. : Державна установа «Інститут економіки природокористування та сталого розвитку Національної академії наук України», 2012. – 72 с.

100. Общепринятые принципы и практика – Принципы Сантьяго. – МВФ, 2008. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.iwg-swf.org/pr/pdf/rus/pr0804r.pdf.

101. Організаційно-методичні підходи до запровадження в НБУ системи оцінки стійкості фінансової системи – інформаційно-аналітичні матеріали / За редакцією В. І. Міщенко, О. І. Кірсева, М. М. Шаповалової. – Київ : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 97с.

102. Особливості та можливості венчурних інвестиційних фондів в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/195.htm.

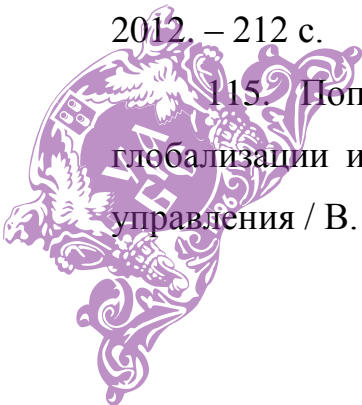
103. Павленко І.І. Міжнародна торгівля та інвестиції : навчальний посібник / Павленко І.І., Варяниченко О.В., Навроцька Н.А.. – К. : Центр учбової літератури, 2012. – 256 с. – ISBN 978-611-01-0329-9.

104. Павліха Н. В. Регіональна соціально- економічна система в зоні радіаційного забруднення (особливості формування і розвитку) : дис. ... канд. екон. наук. 08.08.03 / Павліха Наталія Володимирівна ; Луцький індустріальний ін-т. – Львів, 1996. – 159 с.

105. Пан Ги Мун призвал увеличить финансирование на цели развития : Новости ООН [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.un.org/russian/news/story.asp?newsID=20391#.UmKKzHw4KE4>



106. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом / А. А. Пересада – К. : Лібра, 2002. – 472 с.
107. Пересада А. А. Інвестиційне кредитування : навч. посіб. / А. А. Пересада, Т. В. Майорова ; Київ. нац. екон. ун-т. - К. : КНЕУ, 2002. – 271 с.
108. Пересада А. А. Фінансові інвестиції: підручник/ А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко; Мін-во освіти і науки України, КНЕУ ім. Вадима Гетьмана. – К. : КНЕУ, 2006. – 728 с.
109. Перцева Е. Ю. Реализация концепции устойчивого развития компании на основе проектно-портфельной методологии : автореферат дис. ... кандидата экономических наук : 08.00.05 / Перцева Елена Юрьевна, [Место защиты: Нац. исслед. ун-т «Высш. шк. экономики»]. – Москва, 2013. – 30 с.
110. Петербургская Н. А. Повышение эффективности портфельного инвестирования на фондовом рынке России : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10. – СПб., 2000. – 139 с.
111. Питання використання коштів Стабілізаційного фонду: постанова Кабінету Міністрів України від 4 листопада 2008 р. №961. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=961-2008-%EF>
112. Підгурська О. І. Сутність та етапи розвитку фондів суверенного добробуту / О.І. Підгурська. – Ефективна економіка. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1457>
113. План дій «Україна – Європейський Союз». Європейська політика сусідства від 12.02.2005 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/994_693/conv
114. Пластун В.Л. Інституційні інвестори: роль у розвитку фондового ринку / В. Л. Пластун, О. Л. Пластун. – Суми : ТОВ «Друкарський дім «Папірус», 2012. – 212 с.
115. Попков В. В. Устойчивое экономическое развитие в условиях глобализации и экономики знаний: концептуальные основы теории и практики управления / В. В. Попков. – М. : Экономика, 2007. – 295 с.



116. Портфельне інвестування: навчальний посібник / А. А. Пересада [та ін.]; Мін-во освіти і науки України, КНЕУ. – К. : КНЕУ, 2004. – 408 с.

117. Примостка Л.О. Фінансовий менеджмент у банку Підручник. – 2-ге вид., доп. і перероб. – К. : КНЕУ, 2004. – 468 с.

118. Про внесення змін до Бюджетного кодексу України щодо коштів від використання (реалізації) державної частини виробленої продукції відповідно до угод про розподіл продукції [Електронний ресурс]: Закон України від 05.12.2013 № 665-VII. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/665-18/print1382546196481020>.

119. Про затвердження Державної стратегії регіонального розвитку на період до 2015 року [Електронний ресурс] : постанова Кабінету Міністрів України; від 21.07.2006 № 1001. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1001-2006-п>.

120. Про затвердження Методики оцінювання роботи центральних і місцевих органів виконавчої влади щодо залучення інвестицій, здійснення заходів з поліпшення інвестиційного клімату у відповідних галузях економіки та в розрізі регіонів, рейтингової оцінки інвестиційної привабливості галузей, регіонів та суб'єктів господарювання і відповідної форми звіту [Електронний ресурс] : Наказ Міністерства економіки України від 17.07.2006 № 245. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0913-06>.

121. Про затвердження Методики розрахунку інтегральних регіональних індексів економічного розвитку [Електронний ресурс] : Наказ Держкомстату України №114 від 15.04.2003 року. – Режим доступу : http://search.ligazakon.ua/1_doc2.nsf/link1/FIN7184.html.

122. Про інвестиційну діяльність [Електронний ресурс] : Закон України від 18.09.1991 № 1560-XII. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1560-12>.

123. Про інститути спільного інвестування [Електронний ресурс] : Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>.



124. Про першочергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України [Електронний ресурс] : Закон України від 31.10.2008 № 639-VI. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/639-17>

125. Про угоди про розподіл продукції [Електронний ресурс]: Закон України від 14.09.1999 № 1039-XIV. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1039-14>.

126. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс] : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

127. Прыткин Б. В. Глобальная экономика – ключ к самосохранению. Деятельность эколого-экономических систем / Б. В. Прыткин. – М. : Изд-во ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 335 с.

128. Пупынин К. Н. Применение зарубежного опыта функционирования суверенных инвестиционных фондов для Резервного фонда и Фонда национального благосостояния РФ : дис. ... канд. экон. наук: 08.00.14 / Пупынин, Кирилл Николаевич. – М., 2011. – 171 с.

129. Ратушная Е. А. Модели портфельного инвестирования с риск-упреждающей оценкой доходности : диссертация... кандидата экономических наук : 08.00.13 / Ратушная Елена Анатольевна. – Воронеж, 2010. – 152 с.

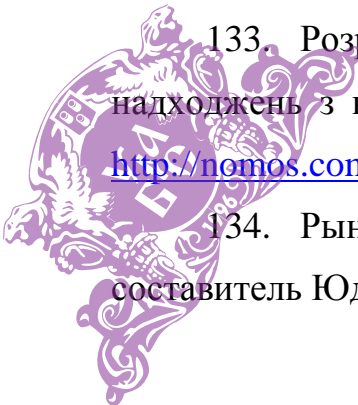
130. Рейтинг Global 100. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.global100.org/

131. Рейтинг інвестиційної привабливості регіонів. – Державне агентство з інвестицій та управління інвестиційними проектами – 2013. – 356 с.

132. Рейтинги устойчивого развития регионов Российской Федерации. – ЗАО «ИНТЕРФАКС», 2011. – 96 с.

133. Розробка засад створення Національного Фонду Розвитку від надходжень з видобутку вуглеводнів [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://nomos.com.ua/content/view/436/74/>.

134. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Опорный конспект лекций / составитель Юдина И. Н. – Барнаул. Изд-во «Азбука», 2006. – 119 с.



135. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учеб. пособие для студ. экон. вузов и коммерческих школ / Под ред. В. С. Торкановского. – СПб. Комплект, 1994. – 422 с.

136. Рябкова С. А. Возникновение и основные проблемы становления понятия «устойчивое развитие» / С. А. Рябкова // Устойчивое развитие: наука и практика. – 2013. – № 1 (10). – С. 9-23.

137. Рябушенко, А. В. Системне моделювання задач портфельного інвестування : автореф. дис. ... канд. техн. наук : 01.05.04 / Рябушенко Андрій Віталійович ; Нац. техн. ун-т України «Київ. політехн. ін-т». – К., 2012. – 29 с.

138. Салова Н. Ю. Развитие системы социального инвестирования в современной России : дис. канд. экон. наук : 08.00.01 / Салова, Наталья Юрьевна. – М., 2011. – 217 с.

139. Самойлова Я. В. Стратегия развития портфельного инвестирования на фондовом рынке : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10. – СПб., 2005. – 160 с.

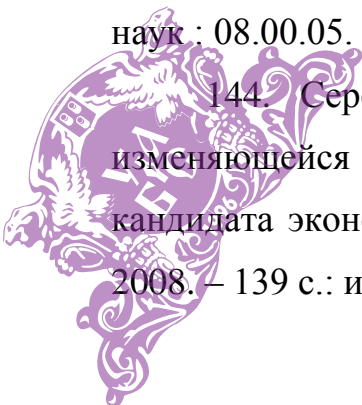
140. Сахаров А. А. Суверенные фонды благосостояния. Опыт России / А. А. Сахаров [Электронный ресурс] // Регламентация банковских операций: Документы и комментарии. – 2008. – № 6. – Режим доступа : http://www.reglament.net/bank/reglament/2008_6_article.htm.

141. Світовий центр даних з геоінформатики і сталого розвитку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://hdr.undp.org/en/media/HDR2013_EN_Summary.pdf.

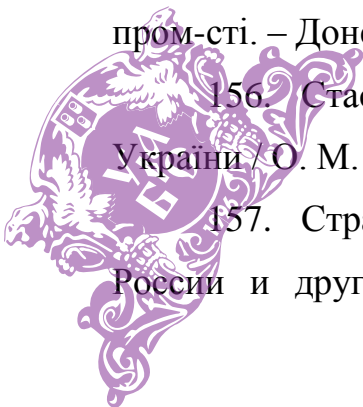
142. Седов Б. Концепция устойчивого развития и индикаторы устойчивого развития экономики [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.edit.muh.ru/content/mag/trudy/02_2009/10.pdf.

143. Селянин К. П. Оценка инвестиционной привлекательности российских предприятий при портфельном инвестировании : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05. – Екатеринбург, 2004. – 161 с.

144. Серeda А. Ю. Оценка показателя VaR на основе моделей изменяющейся вариации в задачах портфельного инвестирования : диссертация... кандидата экономических наук : 08.00.13 / Серeda Андрей Юрьевич. – Воронеж, 2008. – 139 с.: ил.



145. Смирнова К. Обзор Социально-ответственные инвестиции. Опыт развитых стран [Электронный ресурс] / К. Смирнова. – Режим доступа www.cloudwatcher.ru/userfiles/investirovanie.pdf
146. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. – М.: Эксмо, 2007. – (Серия: Антология экономической мысли) – 960 с.
147. Солтисік О. О. Моделювання стратегій сталого розвитку регіону: автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.03.02 / Солтисік Оксана Орестівна ; Хмельницький національний ун-т. – Хмельницький, 2005. – 18 с.
148. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности : пер. с англ. / Дж. Сорос. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 148 с.
149. Социально-ответственные инвестиции на рынке ценных бумагах : Аналитический обзор. – 2007 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.eufn.ru/download/analytics/main/social_07_23_2007.pdf
150. Спасут ли Фонды национального благосостояния мировую финансовую систему? – Новости WOC [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://woc-org.com/news-view-2573.html>
151. Список інвесторів – учасників CEPES [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.cdproject.net/en-US/Programmes/Pages/Members-List.aspx>.
152. Список організацій, які взяли ПВІ ООН [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.unpri.org/signatories>.
153. Список організацій, які прийняли Принципи Екватора [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.equator-principles.com>.
154. Список учасників ФІ ЮНЕП [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.unepfi.org/signatories/mdex.html?&no_cache=1.
155. Сталий розвиток промислового регіону: соціальні аспекти: моногр. / О. Ф. Новікова, О. І. Амоша, В. П. Антонюк та ін.; НАН України, Ін-т економіки пром-сті. – Донецьк, 2012. – 534 с.
156. Стасюк О. М. Інтегральна оцінка конкурентоспроможності регіонів України / О. М. Стасюк, І. А. Бевз // Економіка і прогнозування. – 2012. – С. 75-86.
157. Стратегии управления суверенными инвестиционными фондами России и других стран с развивающимися рынками в условиях коррекции



глобальных дисбалансов. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ», № 210. Москва, Московский общественный научный фонд; Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, 2010. – 128 с.

158. Стратегія партнерства з Україною на період 2012-2016 фінансових років. – Міжнародний банк реконструкції та розвитку, Міжнародна фінансова корпорація, Представництво Світового банку в Україні, Білорусі та Молдові Регіон Європи та Центральної Азії. – 2012. – 130 с.

159. Суворов П. В. Взаимодействие реального и фиктивного капитала в условиях глобализации : автореф. дис. на соиск. учен. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.01 – «Экономическая теория (общая экономическая теория)» / П. В. Суворов – Москва : МГУ имени М.В. Ломоносова, 2007. – 25 с.

160. Сухарев А. Н. Государственные финансовые резервы как потенциал модернизационного развития экономики России : автореф. дис. ... д-ра эконом. наук : спец. 08.00.10 - финансы, денежное обращение и кредит / А. Н. Сухарев ; Российская академия наук. – М., 2011. – 38 с.

161. Сухарев А. Н. Финансовые механизмы формирования и использования суверенных фондов // Финансы и кредит. – 2010. – №18. – С. 28-33.

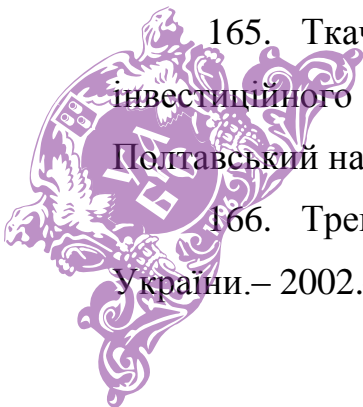
162. Тарасова Н. П. Индексы и индикаторы устойчивого развития / Н. П. Тарасова, Е. Б. Кручинина // Устойчивое развитие: природа – общество – человек: материалы международной конференции – М., 2006. – Т. 1. – С. 127-144.

163. Тарханов Н. В. Формирование и развитие системы социального инвестирования : дис. канд. экон. наук : 08.00.05 / Тарханов, Николай Владимирович. – Сп-б., 2005. – 175 с.

164. Тарханова Н. О. Пошук оптимальної моделі соціального інвестування в Україні [Електронний ресурс] / Н. О. Тарханова. – Режим доступу http://www.rusnauka.com/3_ANR_2013/Economics/4_125735.doc.htm.

165. Ткачук В. Р. Організаційний механізм формування та нарощування інвестиційного потенціалу регіону: Автореф. дис. к-та ек. наук: 08.00.05 / Полтавський національний технічний університет. – Полтава, 2008. – 20 с.

166. Трегобчук В. Концепція сталого розвитку для України // Вісник НАН України. – 2002. – № 2. – С. 33–34.



167. Трофимова, В. В. Концепція сталого розвитку як основа постіндустріальних моделей розвитку / В. В. Трофимова // Інвестиції: практика та досвід, 2010. – №8. – С. 33- 37.

168. Угода про розподіл прибутку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eimg.pravda.com.ua/files/b/8/b808b48-psa-ukraine-chevron.pdf>.

169. Уманець Т. В. Оцінка інвестиційної привабливості регіону за допомогою інтегральних індексів / Т. В. Уманець // Економіка і прогнозування. – 2006. – № 4. – С. 133-146.

170. Ускова Т.В. Управление устойчивым развитием региона : монография / Т.В. Ускова. – Вологда: ИСЭРТ РАН, 2009. – 355 с.

171. Фабоцци Ф. Дж. Управление инвестициями: Пер. с англ. – М., 2000 – С. 65 - 90.

172. Финансироване устойчивого развития: Материалы ООН [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.un.org/ru/development/sustainable/finance.shtml>.

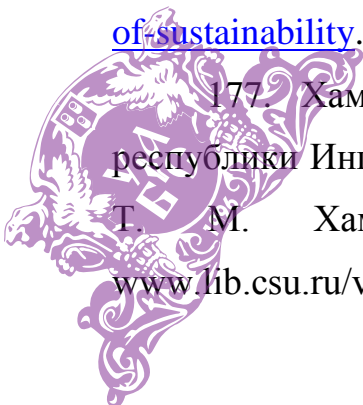
173. Финансироване устойчивого развития: Материалы ООН [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.un.org/ru/development/sustainable/finance.shtml>.

174. Финансовый кризис в России и в мире / Под ред. Е.Т. Гайдара – М. : Проспект, 2009. – 256 с

175. Фоміна М.В. Сталій економічний розвиток та особливості його реалізації в умовах глобалізації. // Науковий вісник НЛТУ України. – 2011. – вип. 21.19. – С. 39 – 45.

176. Фондовые рынки в контексте устойчивого развития [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ey.com/RU/ru/Services/Specialty-Services/Climate-Change-and-Sustainability-Services/Capital-markets-in-the-context-of-sustainability>.

177. Хаматханов Т. М. Оценка эколого-экономической устойчивости республики Ингушетия на основе применения показателя истинных сбережений / Т. М. Хаматханов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.lib.csu.ru/vch/130/010.pdf.



178. Хоняев С. Н. Развитие социального инвестирования в России : дис. канд. экон. наук : 08.00.05 / Хоняев, Санджи Николаевич. – Волгоград, 2008. – 167 с.

179. Циганюк Д. Л. Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування : автореф. дис.... канд. экон. наук : 08.00.08 / Циганюк Дмитро Леонідович ; ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». – Суми, 2011. – 22 с.

180. Циганюк Д. Л. Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування: дис. на здоб. наук. ступ. к. е. н. : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Д. Л. Циганюк. – Суми : УАБС НБУ, 2011. – 261 с.

181. Черних О. В. Сутність та значення політики соціальних інвестицій в діяльності підприємств / О. В. Черних // Економічний вісник НГУ. – 2008. – № 1-2. – С. 80-86.

182. Чимитова А. Б., Микульчинова Е.А. Вопросы устойчивого и безопасного развития экономики региона. Учебное пособие. – Улан-Удэ: Изд-во ВСГТУ, 2007. – 216 с.

183. Чистая выгода для России: преимущества ответственного финансирования. Доклад Программы по экологизации рынков и инвестиций WWF /Под ред. И. Герасимчук, К. Илюмжиновой, А. Шорна. – Москва – Франкфурт-на-Майне – Йоханнесбург: – WWF, 2010. – 133 с.

184. Чубик А. Не той багатий, хто багато заробляє, а той, хто ощадливо витрачає [Електронний ресурс] / Андрій Чубик // Дзеркало тижня. – 2013. – Режим доступу : http://gazeta.dt.ua/energy_market/ne-toy-bagatiy-hto-bagato-zaroblyaye-a-toy-hto-oschadlivo-vitrachaye-.html.

185. Шапагатова Б. Национальный фонд Республики Казахстан: инвестиции в устойчивое развитие [Электронный ресурс] / Б. Шапагатова. – Алматы, 2011. – Режим доступа: http://budget.kz/publikatsii/issledovatelskie-otchety/NF_sikhimbaeva_web.pdf.

186. Шарипова Е. Как запустить конвейер долгосрочных инвестиций в инфраструктуру? Роль институциональных инвесторов / Елена Шарипова



(Внешэкономбанк). – 2013 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.pppinrussia.ru/userfiles/upload/files/FINAL%20DOKLAD2-A4.pdf.

187. Шарп У. Инвестиции : пер. с англ. / Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. – М. : ИНФРА–М, 2001. – XII. – 1028 с.

188. Шевчук В.Я. Макроекономічні проблеми сталого розвитку / Шевчук В.Я. – К. : Геопринт, 2006. – 200 с.

189. Шигун М. М. Корпоративна соціальна звітність як перспектива інформування про людський капітал вітчизняних компаній / М. М. Шигун, Т.В. Давидюк // Вісник Запорізького національного університету. – 2011. – № 1. – С. 173-178. – Економічні науки.

190. Шинази Г. Дж. Сохранение финансовой стабильности / Гарри Дж. Шинази // Вопросы экономики (Международный валютный фонд). – 2005. – № 36. – С. 22–25.

191. Шихвердиев А.П., Серяков А.В. Качественный индекс социальных инвестиций как показатель эффективности корпоративной социальной ответственности // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета // Сыктывкарский государственный университет. – Электрон. вестник – Сыктывкар: СыктГУ, 2008. – № 4. – С.121-134.

192. Шкодкіна Ю. М. Механізм фінансової трансмісії у забезпеченні екологічного сталого розвитку / Ю. М. Шкодкіна // Інноваційна економіка. – 2012. – № 11. – С. 160-164.

193. Шкодкіна Ю. М. Концепція сталого розвитку у вимірах фінансової глобалізації / Ю. М. Шкодкіна // Економічні проблеми сталого розвитку : матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, присвяченої пам'яті проф. Балацького О.Ф., м. Суми, 24-26 квітня 2013 р. / За заг. ред. О.В. Прокопенко. – Суми : СумДУ, 2013. – Т.2. – С. 269-271.

194. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан та стратегія розвитку : монографія / І. О. Школьник. – Суми : Мрія, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.



195. Шмарловская Г. Международные инвестиции суверенных фондов национального благосостояния / Г. Шмарловская, Е. Петрушкевич // Банкаўскі веснік. – Вересень 2010. – С. 35-41.

196. Эколого-экономический индекс регионов РФ. Методика и показатели для расчета / С.Н. Бобылев, В.С. Минаков, С.В. Соловьева, В.В. Третьяков, / Под редакцией: А.Я. Резниченко и др. – М., 2012. – 156 с.

197. Якимец В. Н. Социальные инвестиции российского бизнеса: механизмы, примеры, проблемы, перспективы. Труды института системного анализа Российской академии наук (ИСА РАН). – 2005. – 184 с. – Т 18.

198. Agenda 21. – United Nations Environment Programme. – Access : <http://www.unep.org/Documents.Multilingual/Default.asp?documentid=52>.

199. Atkinson G. Measuring sustainable development: macroeconomics and the environment. / Atkinson G., Duburg R., Pearce D. and others // The Economic Journal. – 1999. – Vol. 109. – No. 456. – pp. F527-F529.

200. Barney J. Firm resources and sustained competitive advantage. / J. Barney// Journal of Management. – 1991. –Vol. 17. – No. 1. – pp. 99-120.

201. Baue B. Investing for Sustainability. State of the World. – 2008. – New York: W.W. Norton & Company, 2008. – pp. 180-252.

202. Bolton P. Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investments / Bolton P., Samama F. and J. E. Stiglitz. – Columbia University Press. – 2011. – pp. 108-110.

203. Boronos D. V. II investments opportunities in Ukraine: benefits and risks / D. V. Boronos, I. M. Kobushko // Економіка для екології // Збірник тез XV Міжнародної наукової конференції. – Суми : Вид-во СумДУ, 2009. – С. 24 – 26.

204. Boulding K. The Economics of the Coming Spaceship Earth. in H. Jarrett (ed.), Environmental Quality in a Growing Economy / Boulding K. – 1966. – pp. 3-14

205. Brigham E. F., Gapenski L. C. Intermediate Financial Management: 4-th ed. – Chicago; New York; San Francisco etc.: Dryden Press, 1993. – 312 p.

206. By the Numbers: The Quest for Performance // State Street Center for Applied Research. – Access : www.statestreet.com/centerforappliedresearch/.

207. China invested \$45.5 billion in wind power and solar energy in 2011. –



Access : <http://www.evwind.es/2012/04/14/china-invested-45-5-billion-in-wind-power-and-solar-energy-in-2011/17793/>.

208. Commitment to the Impact Investment Market. – Access : <http://www.jpmorganchase.com/corporate/socialfinance/business-motivation.htm>

209. Corruption perceptions index <http://cpi.transparency.org/cpi2012/>

210. Daly H. Steady-State Economics, 2nd edition / Daly H. – Island Press, Washington, DC.– 1991.

211. Demystifying Responsible Investment Performance : A review of key academic та broker research on ESG factors. – A joint report by The Asset Management Working Group of the United Nations Environment Programme Finance Initiative та Mercer. – October, 2007. – 82 p.

212. Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach / C. Flammer. – Access : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2146282.

213. Dow Jones Sustainability Index. – Access : www.sustainability-indices.com/.

214. Dow Jones Sustainability World Index Guide Book, Version 11.4. – 2010. – Access : http://www.sustainability-index.com/djsi_pdf/.

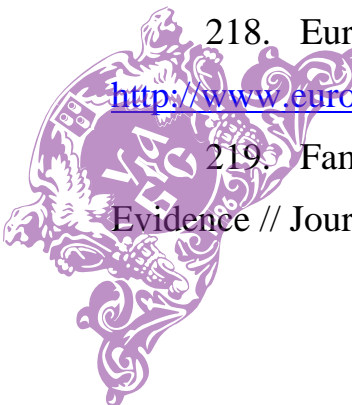
215. Environmental Performance Index: Yale Center for Environmental Law & Policy. – Access : http://epicharts.activewebdev.com/v01/downloads/2012EPI_Report.pdf.

216. European responsible investing fund survey 2013. – Access : <http://www.kpmg.com/lu/en/issuesandinsights/articlespublications/pages/europeanresponsibleinvestingfundsurvey-2013.aspx>.

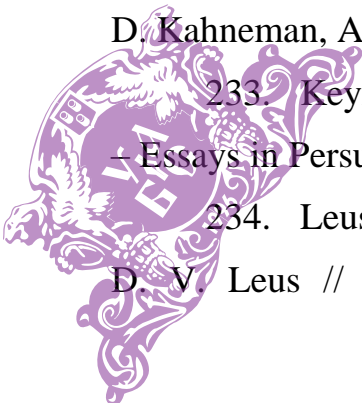
217. European responsible investors fund survey. – KPMG & ALFI. – 2013 – 64 с.

218. European SRI Study 2012. – 68 p. – Access : <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/sri-study-2012/>.

219. Fama E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Evidence // Journal of Finance. – 1970. – № 25. – P. 383-417.



220. Financial Development Report. – Access: <http://www.weforum.org/reports/financial-development-report-2012>.
221. Georgescu-Roegen N. The Entropy Law and the Economic Process. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts. – 1971. – 476 p.
222. Glassman James K. Secret Code of the Superior Investor: How to Be a Long-Term Winner in a Short-Term World. – Crown. Publishing Group, 2002 – 325 p.
223. Green Paper – Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility. – 2001. – Access : http://ec.europa.eu/green-papers/index_en.htm.
224. Growing Pains? An Index of Sustainable Economic Welfare for the United Kingdom 1950 – 1990. – The New Economics Foundation, 1994.
225. Hart S. L. A natural resource-based view of the firm / Hart S. L. // Acad. Management Rev. – 1995. – Vol.20. – No 4. – pp. 986-1014.
226. Hartwick J. M. Intergenerational Equity and the Investing of Rents from Exhaustible Resources / Hartwick J. M. // The American Economic Review. – 1977 (Dec.). – Vol. 67. – No. 5. –972–974.
227. Hicks J. Value and Capital: An Inquiry Into Some Fundamental Principles of Economic Theory / John Hicks. Clarendon Press, 1946 – Business & Economics – 340 p.
228. Human Development Report 2013. – United Nations Development Programme. – 2013. – Access : http://hdr.undp.org/en/media/HDR2013_EN_Summary.pdf.
229. Indicators of Sustainable Development: Guidelines and Methodologies : third ed. – United Nations, 2007. – ISBN 978-92-1-104577-2.
230. International Business Leaders Forum. – Access : <http://www.iblff.org>.
231. Just Pensions: a Guide for Trustees and Fund Managers. – 2001. – 26 p.
232. Kahneman D. Prospect theory: An analysis of decisions under risk / D. Kahneman, A. Tversky. – Econometrica. – 1979. – № 47. – pp. 313–327.
233. Keynes J. M. Economic Possibilities for Our Grandchildren/ Keynes J. M. – Essays in Persuasion, New York : W.W.Norton & Co., 1963. – pp. 358–373.
234. Leus D. V. The advantages of the investment portfolio diversification / D. V. Leus // Економіка для екології: матеріали XVIII Міжнародної наукової



конференції, м. Суми, 27–30 квітня 2012 р. / редкол.: Д. О. Смоленніков, А. С. Лавриненко. – Суми : Сумський державний університет, 2012. – С. 81-82.

235. Leus D. V. The role of venture capital funds in a providing of sustainable development of socially responsible Ukrainian companies / D. V. Leus // Středoevropský věstník pro vědu a výzkum. – 2014. – №2(4) P. 74-78.

236. Mandelbrot B. The Fractal Geometry of Nature. New York : W.H. Freeman, 1982. – 460 p.

237. Markowitz H. M. Portfolio Selection / H. M. Markowitz // Journal of Finance. – 1952. – 7. № 1. – pp. 71-91.

238. Masdar. Abu Dhabi . – Access : <http://mubadala.ae/portfolio/masdar/>.

239. Mauro F. The Brave New World of Sovereign Wealth Funds /University of Pennsylvania research, 2010. – Access : http://knowledge.wharton.upenn.edu/papers/download/052810_Lauder_Sovereign_Wealth_Fund_report_2010.pdf.

240. Menkhoff L. Financial Market Drift: Decoupling of the Financial Sector from the Real Economy? / L. Menkhoff, N. Tolksdorf. – Berlin: Springer, 2001. – 233 p.

241. Mill J. S. Of the Stationary State, Book IV, Chapter VI in Principles of Political Economy: With Some of Their Applications to Social Philosophy. – J. W. Parker. – Access : <http://www.econlib.org/library/Mill/mlP61.html#Bk.IV,Ch.VI>, 17 August 2009.

242. Millenium Goals. World bank. – Access : <http://databank.worldbank.org/data/Views/Reports/ReportWidgetCustom.aspx?ReportName=MDG-Table&Id=c658ae98&inf=n>.

243. MIT Sloan Management Review: Marks and Spencer's emerging business case for sustainability. – 2012. – Access : <http://sloanreview.mit.edu/article/marks-and-spencers-emerging-business-case-for-sustainability/>.

244. Monterrey Consensus of the International Conference on Financing for Development. – Access : <http://www.un.org/esa/ffd/>.

245. Norway Government Pension Fund-Global. – Access



http://www.nbim.no/Global/Reports/2011/Annual%20report%202011/Arsrapport_11_ENG_web.pdf, p.9.

246. Our Common Future: Report of the World Commission on Environment and Development. Annex to A/42/427, Development and International Co-operation: Environment, August 1987. <http://www.un-documents.net/wced-ocf.htm> Sustainable development : World Bank glossary [Electronic resource]. – Access : <http://www.worldbank.org/depweb/english/beyond/global/glossary.html>.

247. Peters E. E. Fractal Market Analysis: Applying Chaos Theory to Investment and Economics / Edgar E. Peters – NY. : John Wiley & Sons, 1994. – 336 p.

248. Porter M. E. Strategy & society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility / Porter M. E, Kramer M. R. // Harvard Bus. Rev. – 2006. – Vol. 84. – №12. – pp.78–92.

249. Porter M. E. The big idea: Creating shared value / Porter M. E, Kramer M. R. // Harvard Bus. Rev. – 2011. – Vol. 89. – №1–2. – pp.62–77.

250. Porter M. E. America's green strategy. Scientific America. – 1991. – Vol.264. – №4. – 168 p.

251. Report on Sustainable and Responsible Investing Trends in the United States. – US SIF. – 2012. – Access : <http://www.ussif.org/content.asp?contentid=40>

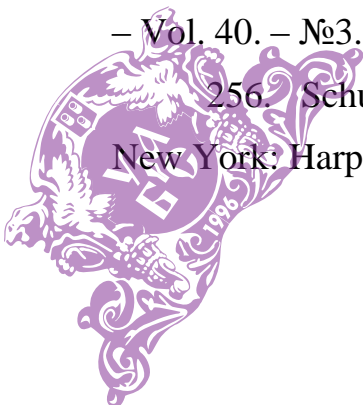
252. Rifkin J. The North will Rise Again: Pensions, Politics and Power in 1980s. / J. Rifkin, R. Barber. – London : Beacon Press, 1978. – 279 p.

253. Roll R. A. Critique of the Asset Pricing Theory's Test / Roll R. A. // Journal of Financial Economics. – 1977. – Vol. 4. – № 2. – pp. 129-176

254. Ross S. The Capital Asset Pricing Model (CAPM), Short Sales Restriction and Related Issues / Ross S. // Journal of Finance. – 1977. – March. – pp. 177-184.

255. Russo M. V. A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability / Russo M. V. Fouts P. A. // Acad. Management J. – 1997. – Vol. 40. – №3. – pp. 534-559.

256. Schumacher, E. F. Small Is Beautiful: Economics As If People Mattered. – New York: Harper and Row, 1973.



257. Sovereign Wealth Funds and Social Finance: The Case for Islamic Finance and Impact Investing / Asim Ali, Shatha Al-Aswad. – The Fletcher School. – 2012. – 8 p.

258. Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda February 29, 2008
www.imf.org/external/np/pp/eng/.../022908.pdf.

259. Study Linking Shareholder Resolutions to Firm Performance Wins Moskowitz Prize. – Access: <http://newsroom.haas.berkeley.edu/article/study-linking-shareholder-resolutions-firm-performance-wins-moskowitz-prize#sthash.oj515CeV.dpuf>.

260. Sustainability – an overview / Sarasin Bank. – Access :
https://www.jsafrasarasin.com/internet/com/com_index/com_about_us/com_sustainability.htm.

261. Sustainable development : World Bank glossary . – Access :
<http://www.worldbank.org/depweb/english/beyond/global/glossary.html>.

262. Sustainable development : World Bank glossary. – Access :
<http://www.worldbank.org/depweb/english/beyond/global/glossary.html>.

263. Sustainable development. – World resource institute. – Access :
<http://www.wri.org/search/site/sustainable%20development?f>.

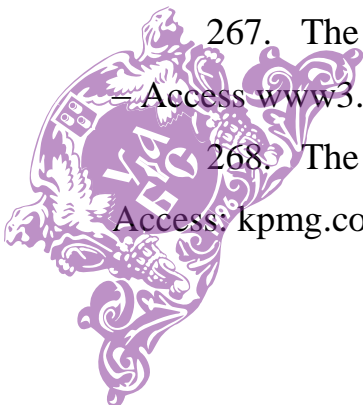
264. Taleb N. N. The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable / Taleb N. N. – The New York Times, 2007. – 366 p.

265. The DAC Guidelines: Strategic for Sustainable Development: Guidance for Development Cooperation, Development Cooperation Committee, OECD. – Paris, 2001. – Access : www.oecd.org/dac/...development/2669958.pdf.

266. The Difference We're Making / 2012 Progress report. – Access
https://www.upbnk.com/system/assets/706/UPB_2012_Progress_Report.pdf713668389
 90.

267. The Global Competitiveness Report 2013–2014. World Economic Forum .
 – Access www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2013-14.pdf.

268. The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2013 / –
 Access: kpmg.com/sustainability.



269. The new power brokers: How oil, Asia, hedge funds, and private equity are faring in the financial crisis / Charles Roxburgh, Susan Lund, Matt Lippert, Olivia L. White, Yue Zhao. – McKinsey Global Institute. – Access : http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/how_the_new_power_brokers_are_faring_in_financial_crisis.

270. The Report of the Secretary General to the World Summit on Sustainable Development. – UN. – N. Y., 2002. – Access: <http://daccess-ods.un.org/TMP/5174508.0947876.html>.

271. Total portfolio investment : all economies. IMF data. – Access : <http://elibrary-data.imf.org/Report.aspx?Report=9492639>

272. What is a SWF?. – Access: <http://www.swfinstitute.org/what-is-a-swf/>.

273. Where is the Wealth of Nations? Measuring Capital for the 21st Century. World Bank, Washington DC, 2006. – Access : <http://www.siteresources.worldbank.org/INTEEI/214578-1110886258964/.../All.pdf>.

274. World Business Council for Sustainable Development. – Access : <http://www.wbcsd.ch/home.aspx>.

275. World Development Indicators. – Washington DC: World Bank, 2007. – 375 p.

276. World Development Indicators. – World Bank database. – Access : http://databank.worldbank.org/data/views/variableSelection/selectvariables.aspx?source=world-development-indicators#s_p.

277. World Footprint – Access: http://www.footprintnetwork.org/en/index.php/GFN/page/world_footprint/.



ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

Таблиця А.1 – Підходи до визначення поняття «сталий розвиток»

Автор	Визначення
1	2
Дейлі Г.	Розвиток, при якому зростання не перевищує несучої здатності (carrying capacity) навколишнього середовища можна вважати соціально стійким [39].
Інститут світових ресурсів (1996)	Розвиток, при якому природні ресурси, людство і фінанси управляються і використовуються таким чином, щоб збільшити багатство і благоустрій людей без погіршення умов їх життєдіяльності у майбутньому [263].
Комісія Г. Х. Брундтланд	Така модель соціально - економічного розвитку, при якій досягається задоволення життєвих потреб нинішнього покоління людей без того, щоб майбутні покоління були позбавлені такої можливості через вичерпання природних ресурсів, деградацію навколишнього середовища [234].
Глосарій Світового банку	Управління сукупним капіталом суспільства в інтересах збереження та примноження людських можливостей. І в тому і в іншому випадку концепція включає в себе поняття економічної, екологічної та соціальної стійкості, які трактуються як раціональне управління виробленим капіталом, природним капіталом і людським капіталом [261].
Кузнецов О.Л. Попков В. В.	Безперервний (постійний темп зростання можливостей при узгодженні та збалансуванні інтересів) процес задоволення потреб нинішнього і майбутніх поколінь [67, 115].
Концепція СР України (1997)	Це процес гармонізації продуктивних сил, забезпечення задоволення необхідних потреб усіх членів суспільства за умови збереження й поетапного відтворення цілісності природного середовища, створення можливостей для рівноваги між його потенціалом і вимогами людей усіх поколінь [63].
Данилишин Б. М. Шостак Л. Б. (1999)	Це така система відносин суспільного виробництва, при якій досягається оптимальне співвідношення між економічним ростом, нормалізацією якісного стану природного середовища, ростом матеріальних і духовних потреб населення [37, с. 10].
Шевчук В. Я. (2006)	Гармонійний процес, який забезпечує збалансоване економічне сходження, збереження природно-ресурсного потенціалу, гарантує біосферний простір та екологічну безпеку з метою задоволення життєво необхідних потреб людей і суспільства в цілому [188, с. 44].
Герасимчук З. В. (2008)	Процес забезпечення функціонування територіальної системи із заданими параметрами в певних умовах протягом необхідного проміжку часу, що веде до гармонізації факторів виробництва та підвищення якості життя сучасних і наступних поколінь за умови збереження і поетапного відтворення цілісності навколишнього середовища [29, с. 28]
Дорогунцов С., Федорицева А. (1996)	Сталий розвиток асоціюється з «докорінною зміною функцій виробництва стосовно природного середовища» [41, с.11].

1	2
Козьменко О. В. (2008)	Умовою сталості розвитку є передбачуваність соціальних, економічних і екологічних процесів. З одного боку, сталою (стійкою, врівноваженою тощо), на думку автора, можна вважати економічну систему, перехід якої до бажаного стану відбувається таким чином, що жоден із множини чинників, які визначають критерії сталості, не виходитиме за допустимі межі на заданій траєкторії зміни стану системи відповідно до стратегії її розвитку. Отже, з іншого боку, сталість розвитку передбачає досягнення такого стану системи, який може підтримуватись тривалий час за допомогою властивих їй регулюючих засобів [61].
Масловська Л. Ц.	Динамічна і зрівноважена суспільно-природна взаємодія (виробнича, соціальна, тощо), яка забезпечує економічний прогрес, екологічний і соціальний добробут та безпеку на основі досконалої системи територіального управління і економічних методів природокористування [93].
Трегобчук В.	Економічне зростання, за якого ефективно розв'язуються найважливіші проблеми життєзабезпечення суспільства без виснаження, деградації і забруднення довкілля [166, с. 33-34].



ДОДАТОК Б

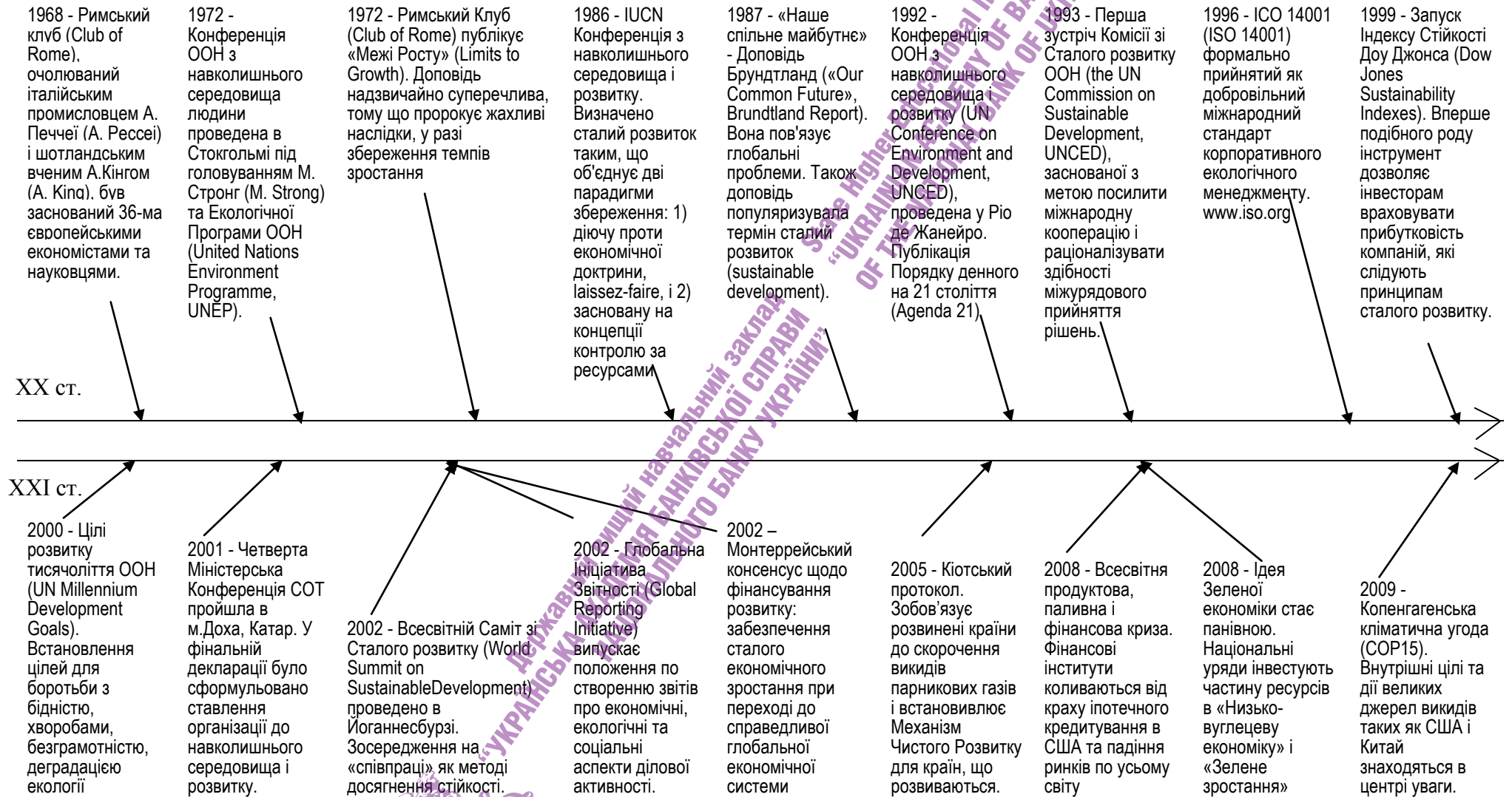


Рисунок Б.1 – Еволюція концепції сталого розвитку, розробка автора

ДОДАТОК В

Таблиця В.1 – Підходи вчених до розуміння економіки СР (сталі економіки)

Автор 1	Праця, рік 2	Підхід 3
Т. Р. Мальтус	«Досвід про закон народонаселення», 1798	Причини зубожіння автор намагається пояснити обмеженістю природних ресурсів і законом зростання народонаселення [91]
А. Сміт	«Багатство народів», 1776	Спираючись на егоїзм і власний інтерес учасників ринку при достатньому рівні економічної свободи можна отримати товари в потрібних кількостях, підвищити заробітну плату, досягти зростання рівнів виробництва і споживання, але у довгостроковій перспективі зростання чисельності населення призведе до зниження заробітної плати, природні ресурси збідніють, а розподіл праці досягне меж своєї ефективності. А. Сміт оцінював максимальну тривалість періоду зростання в 200 років, після чого має настати період стабільної чисельності населення [146]
Дж. С. Міль	«Принципи політичної економії», 1848	Процес зростання багатства не є безмежним. Зрештою, зростання призводить до стаціонарного стану. Стаціонарний стан капіталу і багатства... був би дуже значним поліпшенням у порівнянні з нашим нинішнім станом [241]
Дж. М. Кейнс	«Нариси по переконанням», 1963	Вважав щастя і благополуччя головними цілями, а економічне зростання та індивідуальне прагнення до прибутку - засобом їх досягнення. Він писав: «... жадібність це вада, лихварство є проступком, а любов до грошей огидна... Ми повинні будемо одного разу визнати, що цілі вище засобів і віддати перевагу замість хорошого корисному» [233]
Н. Георгеску - Роген	«Закон ентропії і економічний процес», 1971	Виходив з того, що другий закон термодинаміки, закон ентропії, визначає можливе в економіці. Показав, що корисні (тобто володіють низькою ентропією) енергії та матеріали витрачаються в перетвореннях в ході економічних процесів і повертаються в навколишнє середовище у формі відходів з високою ентропією. Економіка, таким чином, функціонує як канал для перетворення природних ресурсів у товари, послуги і людське задоволення, а також у відходи. Збільшення ентропії в економіці встановлює фундаментальну межу для масштабів, яких вона може досягти і підтримувати [221]
Е. Ф. Шумахер	«Невелике значить гарне», 1973	Буддійська економіка: ґрунтується на: достатності споживання, можливості людей бути забезпеченими корисною і повноцінною роботою, яскравості життя спільноти, визначеної світом і спільними звершеннями [256]
К. Боулдінг	«Економіка Космічного корабля Земля», 1966	Використовував космічний корабель у якості метафори для планети. Він визнав наявність матеріальних та енергетичних обмежень в економіці і запропонував перехід від «ковбойського типу економіки» до «економіки космонавтів». У «ковбойській економіці» успіх визначається кількістю і швидкістю виробництва

1	2	3
		і споживання. У «економіці космонавтів», навпаки, «ми, в першу чергу, піклуємося про підтримання життєзабезпечення, і будь-які технологічні зміни, що призводять до можливості підтримувати заданий загальний рівень життєзабезпечення за допомогою зменшеного потоку ресурсів (тобто з меншим виробництвом і споживанням), очевидно, є благом» [204]
Г. Дейлі	«Поза зростанням», 1996	Об'єднав аргументи на користь наявності меж зростання, теорії економіки добробуту, екологічні принципи та філософію сталого розвитку в моделі, яку він назвав «економікою стійкого стану» [39]



Державний вищий навчальний заклад
 «УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

State Higher Educational Institution
 «UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING»
 OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

ДОДАТОК Г

Таблиця Г.1 – Класифікація інвестиційних портфельів

Ознака	Види портфельів
За метою інвестування	- Одержання доходу
	- Збереження капіталу
	- Приріст капіталу
	- Забезпечення резервів
	- Забезпечення ліквідності
	- Розширення сфери впливу
	- Приватизація
	- Спекуляція
За типом	- Портфель зростання
	- Венчурний портфель
	- Збалансований портфель
	- Гарантійний портфель
	- Незбалансований портфель
	- Портфель, що вимагає диверсифікації
За видом	- Портфель цінних паперів
	- Портфель реальних інвестицій
	- Депозитний портфель
	- Іпотечний портфель
	- Кредитний портфель
	- Комбінований портфель
За управлінням	- Фіксований
	- Пасивний
	- Такий, що вимагає щоденного контролю
	- Такий, що вимагає середнього контролю
За відношенням до балансу	- Активів
	- Пасивів
	- Позабалансовий
За рівнем ризику	- Консервативний
	- Помірно-агресивний
	- Агресивний
	- Нераціональний
За терміном	- Короткостроковий
	- Середньостроковий
	- Довгостроковий
За спеціалізацією	- Галузевий
	- Регіональний
	- Іноземних інвестицій
За мотивацією вибору методу інвестиційної діяльності	- Професійний (обов'язковий)
	- Ощадний
	- Спекулятивний (ризиковий)

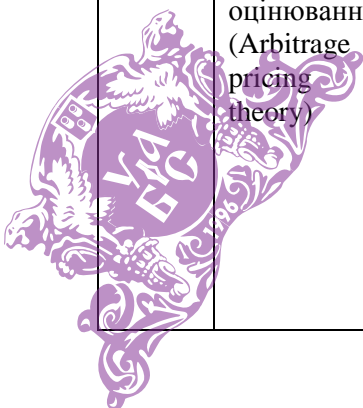
Джерело : складено автором за [220; 214, 210]



ДОДАТОК Д

Таблиця Д.1 – Характеристика ключових портфельних теорій

Пара-дигма	Теорія	Час	Автор	Ключові положення
1	2	3	4	5
Лінійна	Класична портфельна теорія (modern portfolio selection)	50-і рр. XX ст.	Г. Марковіц (мікроекономічний підхід) Дж. Тобін (макроекономічний підхід)	для мінімізації ризику інвесторам потрібно об'єднати ризиковані активи в портфелі; рівень ризику за кожним окремим видом активів слід вимірювати не ізольовано від інших активів, а враховуючи його вплив на загальний рівень ризику диверсифікованого портфеля інвестицій
	Модель оцінювання капітальних активів (Capital Asset Pricing Model – CAPM)	60-і рр. XX ст.	Дж. Лінтнер, Я. Моссін, Дж. Трейнор, В. Шарп.	очікувана дохідність для будь-якого виду ризикованих активів становить функцію трьох змінних: безризикової дохідності, середньої дохідності на ринку цінних паперів та індексу мінливості дохідності фінансового активу стосовно дохідності на ринку в середньому.
	Багатофакторна модель оцінювання капітальних активів (multifactor CAPM)	70-і рр. XX ст.	Р. Мертон	модель базується на принципі оптимізації інвестором «майбутнього споживання» з урахуванням неринкових джерел ризику, від яких воно залежить; акціонери володіють усім доходом компанії після сплати її боргу, тобто у випадку банкрутства акціонери обмежують свій ризик лише втратами своїх інвестицій
	Теорія випадкового блукання (Random Walk Theory)	50-70-ті рр. XX ст.	Б. Малклі П. Кутнер М. Кендал Ю. Фама	курси акцій змінюються безсистемно незалежно від історичних змін, тому їх не можна передбачити на підставі кон'юнктурних даних минулих часів. На думку прихильників цієї теорії, ціни швидко і достатньо поглинають всю можливу інформацію стосовно будь-яких чинників ринку цінних паперів і не залежать від попередньої динаміки. Коливання цін має суто випадковий характер, тож отримання арбітражного прибутку шляхом прогнозування на підставі інформації минулих періодів неможливе
	Гіпотеза ефективності ринку	70-і рр. XX ст.	Л. Башельє Ю. Фама	ринкові ціни повною мірою відбивають усю можливу інформацію про активи; переграти ринок окремому інвестору неможливо; відсутні можливості для арбітражних операцій
	Арбітражна теорія оцінювання (Arbitrage pricing theory)	70-і рр. XX ст.	Р. Ролл С. Росс	дохідність цінних паперів є лінійною функцією показників чутливості дохідності цінного папера до певного набору загальноринкових чинників – темпів економічного зростання, приросту промислового виробництва, премії за ризик, за ліквідність, інфляції, різниці дохідності короткотермінових і довготермінових зобов'язань тощо; головним припущенням є відсутність на ринку арбітражних можливостей, тобто неможливість отримання гарантованих позитивних доходів за нульових інвестицій



1	2	3	4	5
Нелінійна	Теорія поведінкових фінансів (behavioral finance)	60-і – 80-ті рр. XX ст.	Д. Канеман А. Тверські Г. Беккер	інвестори орієнтовані на ризик, що зростає; поведінка інвесторів визначається конкретними значеннями прибутковості; величина «мінімально допустимої доходності» не є константою; прибутковість портфеля не має нормального розподілу
	Теорії фрактальної геометрії – гіпотези фрактальності ринку (Fractal market hypothesis)		Б. Мандельброт, Е. Петерс	пропонує покласти в основу розуміння сутності фінансового ринку більш складні випадкові процеси, які не описуються законом нормального розподілу; інформація по різному впливає на різні інвестиційні горизонти, ринкова кон'юнктура визначається збалансуванням інвестиційних горизонтів учасників ринку та ліквідністю
	Модель ціноутворення опціонів Black–Scholes Option Pricing Model, OPM	1973 р.	Ф. Блек М. Шоулз Р. Мертон	визначає теоретичну ціну на європейські опціони, маючи на увазі, що якщо базовий актив продається на ринку, то ціна опціону на нього неявним чином вже встановлюється самим ринком; використовується для оцінки всіх похідних паперів, включаючи варанти, конвертовані цінні папери, і навіть для оцінки власного капіталу фінансово залежних фірм; ключовим елементом визначення вартості опціону є очікувана волатильність базового активу; залежно від коливання активу, ціна на нього зростає або знижується, що прямо пропорційно впливає на вартість опціону. Таким чином, якщо відома вартість опціону, то можна визначити рівень волатильності очікуваної ринком
	Концепція «чорного лебедя» (black swan)	2007 р.	Н.Талеб	фондові ринки вищою мірою непередбачувані, ймовірність настання подій, які суттєво «вибиваються» з тенденції, дуже висока в порівнянні зі статистичними пророкуванням; після того як описані події відбулися, аналітики знаходять їм раціональне пояснення. Система страхування від непередбачених подій або, навпаки, використання сприятливих можливостей повинна бути стандартним компонентом будь-якої моделі, що використовується для створення структури активів інвестиційного портфеля
	Гіпотеза адаптивних ринків (adaptive market hypothesis)	2004 р.	Е. Ло	фінансові ринки аналізуються як складна адаптивна система, всі елементи якої складно пов'язані між собою мережею «взаємин», що дозволяє їм еволюціонувати в часі. Однак на поточний момент прикладів практичного застосування цієї теорії немає
	Теорія рефлексивності (The theory of reflexivity)	90-ті рр. XX ст.	Дж. Сорос	заперечує базову теорію існування рівноважного стану фінансових ринків, їх ефективність, і доводить, що стан ринку залежить від упереджених очікувань і дій його учасників та обумовлюється двостороннім зв'язком між їх перевагами і ринковою кон'юнктурою

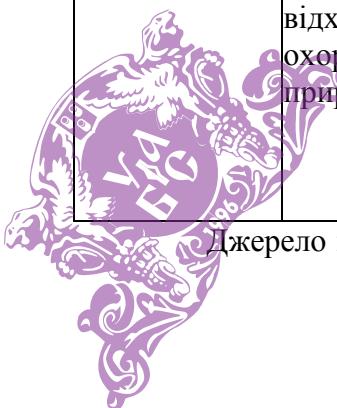
Джерело : складено автором за [8, 18, 107 та матеріалами названих вчених]

ДОДАТОК Е

Таблиця Е.1 – Порівняння підходів провідних банків розвитку з фінансування СР економіки

Ознака	Китайський банк розвитку	Банківська група KfW (Німеччина)	Корейський банк розвитку	Бразильський банк розвитку	Євразійський банк розвитку
Статус і зв'язок з державою	Функціонує під безпосереднім керівництвом Держради	Національний банк розвитку у власності Федерації і земель (суб'єктів Федерації)	Банк у державній власності	Федеральна державна компанія	Функціонує за підтримки держав-засновників - Росії та Казахстану
Підходи до управління ризиками	Активно працює над впровадженням стандарту Базель II з метою повного його виконання	Вимоги до достатності капіталу, пов'язані з операційними ризиками, розраховуються на основі стандарту Базель II	Відбувається впровадження стандарту Базель II	Нова модель менеджменту в рамках проекту AGIR (комплексне управління фінансуванням)	Використовує базовий індикативний підхід, рекомендований Базельським комітетом з банківського нагляду
Загальний розмір кредитного портфеля	330,7 млрд дол. США (2007 р.)	341 млрд євро (2007 р.)	40,4 млрд дол. США (2007 р.)	78.4 млрд дол. США (I півріччя 2008 р.)	1,2 млрд дол. США (лютий 2009 р.)
Підготовка звітів у сфері сталого розвитку	Публікуються з 2007 р.	Публікуються з 2006 р.	Проблематика розкривається у річному звіті	Публікуються з 2005 р	Проблематика розкривається у річному звіті
Пріоритетні області кредитування сталого розвитку	Міська інфраструктура, зниження промислового забруднення та переробка відходів, охорона дикої природи	Проекти з охорони навколишнього середовища та клімату	Банк традиційно надає капітал для реалізації проектів з розвитку промисловості, наприклад, у сфері інформаційних, біо- і нанотехнологій	Банк спеціалізується головним чином на фінансуванні масштабних промислових та інфраструктурних проектів	Фінансування електроенергетики, транспортної інфраструктури, високих технологій

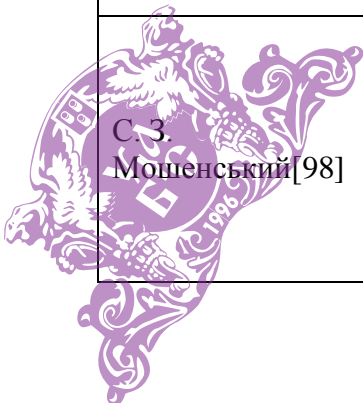
Джерело : складено автором за матеріалами розглянутих установ



ДОДАТОК Ж

Таблиця Ж.1 – Підходи до трактування понять «соціально-відповідальний бізнес», «соціально-відповідальне інвестування», «соціальне інвестування», «стале інвестування (інвестування у сталий розвиток)»

Джерело 1	Термін 2	Визначення 3
Зелена книга ЄС, 2001 [223]	Соціально-відповідальний бізнес	інтеграція соціальних та екологічних аспектів у щоденну комерційну діяльність підприємств та в їхню взаємодію з зацікавленими сторонами на добровільній основі
Міжнародний форум лідерів бізнесу (IBLF)[230]		сприяння відповідальній діловій практиці, яка дає вигоду бізнесу та суспільству й допомагає досягти соціального, економічного та екологічного усталеного розвитку через максимальне збільшення позитивного впливу бізнесу на суспільство з одночасною мінімізацією його негативного впливу
Всесвітня ділова рада за сталий розвиток (WBCSD) [274]		зобов'язання бізнесу сприяти усталеному економічному розвитку, працюючи з робітниками, їхніми сім'ями, місцевою громадою та суспільством у цілому для поліпшення якості їхнього життя
Н. О. Тарханова [164]	Соціально-відповідальне інвестування (ці)	інвестиційний процес, який враховує соціальні та екологічні наслідки вкладень (як позитивні, так і негативні) в контексті суворого фінансового аналізу; процес спільного інвестування діяльності корпорації з боку самої компанії, з одного боку, і зовнішнього інвестора, з іншого, реалізований, як правило, за участю соціальних посередників
Аналітичний огляд ІК «Єврофінанс» [149]		інвестиції, які здійснюються відповідно з позицією інвестора щодо суспільно значущих цінностей або його особистими моральними, етичними, цивільними переконаннями й установками
О. М. Костюк, Я. І. Мозговий [65]		полягають у прийнятті інвестиційних рішень, що не лише ґрунтуються на фінансових міркуваннях, а й враховують те, у що саме будуть інвестовані кошти, якими повинні бути наслідки для навколишнього середовища, місцевої громади та суспільства загалом, а також враховують соціальну свідомість
С. З. Мошенський [98]		полягає в тому, що інвестори обирають фінансові послуги й інструменти для вкладання фінансових ресурсів не тільки на основі економічних мотивів і прибутковості цих інструментів, а й з урахуванням того, у що саме будуть інвестовані їх кошти, які наслідки це матиме для природного середовища, суспільства загалом та локальної громади



1	2	3
А. А. Вервовочкіна[24]		під соціально - відповідальним інвестуванням розуміють підтримку фізичними та інституційними інвесторами тих компаній, які не тільки мають непогані показники рентабельності, але і відрізняються соціально - відповідальною поведінкою в таких питаннях як охорона навколишнього середовища, розвиток території діяльності корпорації, відмова від виробництва товарів, що негативно впливають на здоров'я населення (тютюн і т.п.) та ін.
Н.О.Тарханова[164]		процес здійснення компанією обраної стратегії соціальної відповідальності перед суспільством, що проводиться на основі використання соціальних інвестицій в інтересах зацікавлених сторін, а також місцевого співтовариства в регіоні діяльності компанії
О.В. Черних [181]		це кошти підприємства, що направляються на реалізацію соціально відповідальної поведінки, яка є фактором соціально відповідального інвестування в діяльність підприємства з боку інвесторів
А.П. Шихвердієв та А.В. Серяков [191]		вкладення, корисний ефект від яких поширюється як на суспільство, так і на компанію
А.В. Бондаренко, Л.О. Омелянович [10]	Соціально інвестування (ціі)	спосіб реалізації корпоративної соціальної відповідальності за допомогою цільових програм, які відповідають потребам основних груп зацікавлених осіб - споживачів, персоналу, місцевих громад. Соціальному інвестуванню властиві основні характеристики інвестування, за винятком критерію, що розмежовує ці поняття, - об'єкта інвестування
В. С.Вінніков[210]		соціально інвестування в корпораціях - це процес реалізації відносин між суб'єктами соціального середовища, що забезпечує узгодження інтересів корпоративного сектора з інтересами суспільства і держави
В. М. Якимець [197]		матеріальні, технологічні, управлінські, добровільні чи інші ресурси, а також фінансові засоби, що використовуються, як правило, з частини прибутку компаній, і направляються за рішенням керівництва на реалізацію соціальних програм, розроблених з урахуванням інтересів основних внутрішніх і зовнішніх зацікавлених сторін (стейкхолдерів) у припущенні, що в стратегічному (рідше тактичному) відношенні компанією буде отриманий певний (хоча не завжди і не просто вимірюваний) соціальний та економічний ефект (користь)



1	2	3
А. Ю. Замлелій[43]	Стале інвестування (інвестування у сталий розвиток)	процес вкладення коштів, заснований на паритеті принципів: сталого розвитку та максимізації прибутку, який спрямований на зниження ризиків, підвищення рентабельності інвестицій та усуненні негативних екстерналій в довгостроковому періоді при прийнятті рішень про інвестування з урахуванням не тільки фінансових, але також екологічних, соціальних і корпоративно-управлінських факторів (ЕСКУ-факторів)
Баєє Б. [201]		термін «стале інвестування» застосовується до найбільш передових з інвестиційних схем, що втілюють в собі ідеї сталого розвитку, тобто соціально-відповідальних інвестицій та мейн-стрім - інвестицій, що інтегрують екологічні, соціальні та управлінські фактори в процес прийняття інвестиційних рішень

State Higher Educational Institution
 OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE
 “UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING”
 Державний вищий навчальний заклад
 “УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”



ДОДАТОК 3

Таблиця 3. 1– Приклади критеріїв для виключення емітентів на основі принципів «Глобального договору ООН»

Принципи договору ООН	Сутність		Критерії
1	2		3
Права людини	1.	Ділове співтовариство має підтримувати і поважати захист проголошених на міжнародному рівні прав людини	Порушення прав споживачів Недотримання стандартів з охорони праці та промислової безпеки Порушення прав корінних народів
	2.	Ділове співтовариство не повинно бути причетне до порушень прав людини	Робота з урядами країн, в яких систематично порушуються права людини Причетність до порушення прав людини третіми сторонами Поставки зброї і систем озброєння в зони конфліктів
Трудові відносини	3.	Ділове співтовариство має підтримувати свободу об'єднання та реальне визнання права на укладення колективних договорів	Порушення прав на свободу асоціацій Порушення прав на свободу укладення колективних договорів
	4.	Ділове співтовариство має виступати за ліквідацію всіх форм примусової та обов'язкової праці	Справляння платежів за прийом на роботу / приписування заборгованості Використання примусової праці
	5.	Ділове співтовариство має виступати за повне викорінення дитячої праці	Використання праці осіб, чий вік не перевищує віку трудової дієздатності
	6.	Ділове співтовариство має виступати за ліквідацію дискримінації у сфері праці та зайнятості	Дискримінація за різними ознаками Обмеження прав на материнство / декретну відпустку



1	2		3
Охорона навколишнього середовища	7.	Ділове співтовариство має підтримувати підхід до екологічних питань, заснований на принципі обережності	Випадки серйозного забруднення навколишнього середовища
	8.	Ділове співтовариство повинне вживати заходів, що спрямовані на підвищення відповідальності за стан навколишнього середовища	Ігнорування думки громадськості з приводу охорони навколишнього середовища Випадки серйозного забруднення навколишнього середовища постачальниками та підрядниками
	9.	Ділова спільнота повинна сприяти розвитку та поширенню екологічно безпечних технологій	Невикористання стандартних технологій для мінімізації екологічного впливу
Протидія корупції	10.	Ділове співтовариство має протистояти всім формам корупції, включаючи хабарництво	Випадки хабарництва, здирництва, отримання незаконних вигод

Джерело : [176]



ДОДАТОК К

Таблиця К.1 – Визначення терміну «суверенний фонд добробуту»

Джерело	Визначення
МВФ [258]	СФД – спеціальний інвестиційний фонд, створений державою з метою управління іноземними резервами
Інститут СФД Swfinstitute [272]	СФД – державний інвестиційний фонд, що складається з акцій, облігацій, нерухомості і (або) інших фінансових інструментів, виражених в іноземній валюті. Частина коштів може бути інвестована усередині економіки. Інвестування коштів суверенного фонду добробуту передбачає вищий рівень прибутковості у порівнянні з державними резервами і відповідно вищий рівень ризиків. Організаційна форма можлива у вигляді фонду або інвестиційної корпорації
Пупинін К. М. [128]	СІФ – спеціальні державні фонди, створені за рахунок доходів від експорту природних ресурсів, офіційних операцій з іноземною валютою чи за рахунок валютних резервів країни, правомірно та фінансово відокремлені від інших державних активів, кошти яких призначені для довгострокових фінансових вкладень у різні класи фінансових активів.
Казакевич П.О. [213]	СФД - державний інвестиційний фонду, який формується за рахунок надпланових доходів бюджету від експорту невідновлюваних природних ресурсів, несировинного профіциту бюджету, частини золотовалютних резервів та / або інших надходжень, управляється і використовується з метою забезпечення стабільності національної економіки на певному часовому горизонті
Бароновська М. Г. [6]	ФНД – відокремлена сукупність грошових коштів (фондів), що створюється суверенною державою для цілей сприяння реалізації основоположних конституційних прав громадян, реалізації соціально значимих, науково ємких та економічно ефективних інвестиційних проектів і фінансування
Левченко А. В. [72]	СІФ – відокремлений фонд (пул активів), який заснований державою і знаходиться у прямій державній власності, кінцевим бенефіціаром якого являється населення країни (регіону) в цілому.



ДОДАТОК Л

Таблиця Л.1 – Основні характеристики 20 найбільших СФД, станом на грудень 2013 р.

Країна	Фонд	Активи, млрд. дол. США	Рік засну- вання	Джерело надходжень	Тип	Індекс прозорості Лінабурга- Мадуелла
1	2	3	4	5	6	7
Норвегія	Державний пенсійний фонд - Глобальний	818	1990	Сировинні - нафта	С, О, П	10
Саудівська Аравія	SAMA – Іноземні активи	675,9	-	Сировинні - нафта	Р	4
ОАЕ	Інвестиційне управління Абу-Дабі	627	1976	Сировинні - нафта	О	5
Китай	Китайська інвестиційна корпорація	575,2	2007	Несировинні	Р	7
Китай	SAFE інвестиційна компанія	567,9	1997	Несировинні	Р	4
Кувейт	Інвестиційне управління Кувейту	386	1953	Сировинні - нафта	О	6
Китай - Гонконг	Інвестиційний портфель Монетарного управління Гонконгу	326,7	1993	Несировинні	Р	8
Сингапур	Інвестиційна корпорація Уряду Сингапура	285	1981	Несировинні	Р	6
Сингапур	Temasek Holdings	173,3	1974	Несировинні	О	10
Катар	Інвестиційне управління Катару	170	2005	Сировинні – нафта і газ	О	5
Китай	Національний фонд соціальної безпеки	160,6	2000	Несировинні	П	5
Австралія	Австралійський фонд майбутнього	88,7	2007	Несировинні	О	10
Росія	Фонд національного добробуту	88	2008	Сировинні – нафта	О	5
Росія	Резервний фонд	86,4	2008	Сировинні – нафта	Р	5
Казахстан	Самрук-Казина	77,5	2008	Несировинні	О	-

1	2	3	4	5	6	7
Алжир	Фонд регулювання доходу	77,2	2000	Сировинні – нафта	С	1
ОАЕ	Інвестиційна корпорація Дубаї	70	2006	Сировинні – нафта	О	4
Казахстан	Національний фонд Казахстану	68,9	2000	Сировинні – нафта	С	8
ОАЕ	Міжнародна нафтова інвестиційна компанія	65,3	1984	Сировинні – нафта	О	9
Лівія	Інвестиційне управління Лівії	65	2006	Сировинні – нафта	О	1

С – стабілізаційний; О – ощадний; П – пенсійний резервний; Р – резервний інвестиційний; Н – національний стратегічний

Джерело: складено автором за даними [272]



Державний вищий навчальний заклад
 «УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

State Higher Educational Institution
 «UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING»
 OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

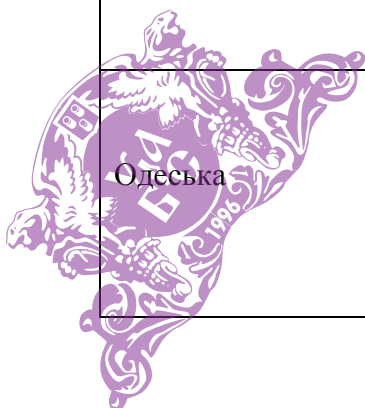
ДОДАТОК М

Таблиця М.1 – Інформаційна база для розрахунку показника чистих скоригованих регіональних заощаджень у розрізі регіонів України за 2008-2011 рр.

Територіальна одиниця	Показник	2008	2009	2010	2011
1	2	3	4	5	6
Автономна Республіка Крим	GRP, млн. грн.	27365,0	27396,0	32426,0	38220,0
	CRC, млн. грн.	28746,0	28840,0	34226,0	42601,0
	GRS, млн. грн.	-1381,0	-1444,0	-1800,0	-4381,0
	IPAR, млн. грн.	8655,0	5536,0	6781,0	16256,0
	IHC, %	9,1	10,9	7,7	3,0
	DNRE, млн. грн.	544,0	417,0	586,0	707,0
	DCPR	415,5	399,5	431,5	431,5
Вінницька	GRP, млн. грн.	20094,0	20104,0	23589,0	29099,0
	CRC, млн. грн.	33448,0	21123,0	24743,0	30209,0
	GRS, млн. грн.	-13354,0	-1019,0	-1154,0	-1110,0
	IPAR, млн. грн.	4752,0	2670,0	3754,0	5599,0
	IHC, %	3,4	3,4	2,5	2,2
	DNRE, млн. грн.	190,0	103,0	212,0	272,0
	DCPR	1054,7	974,8	958,8	926,8
Волинська	GRP, млн. грн.	12784,0	12225,0	14429,0	17637,0
	CRC, млн. грн.	19194,0	13134,0	15636,0	19576,0
	GRS, млн. грн.	-6410,0	-909,0	-1207,0	-1939,0
	IPAR, млн. грн.	3489,0	2415,0	1740,0	2191,0
	IHC, %	4,9	3,1	3,6	2,9
	DNRE, млн. грн.	145,0	142,0	255,0	299,0
	DCPR	223,7	191,8	207,7	223,7
Дніпропетровська	GRP, млн. грн.	104687,0	93331,0	116136,0	140020,0
	CRC, млн. грн.	88980,0	51221,0	61568,0	76918,0
	GRS, млн. грн.	15707,0	42110,0	54568,0	63102,0
	IPAR, млн. грн.	18063,0	13254,0	12570,0	18118,0
	IHC, %	2,5	1,9	2,6	3,5
	DNRE, млн. грн.	18874,0	13936,0	23786,0	30360,0
	DCPR	3403,7	2924,3	3483,6	5912,6
Донецька	GRP, млн. грн.	117646,0	103739,0	128986,0	161021,0
	CRC, млн. грн.	118554,0	66817,0	78590,0	96637,0
	GRS, млн. грн.	-908,0	36922,0	50396,0	64384,0
	IPAR, млн. грн.	22136,0	12985,0	11072,0	21594,0
	IHC, %	5,2	10,0	4,8	1,7
	DNRE, млн. грн.	12577,0	9459,0	14856,0	20401,0
	DCPR	9635,9	8852,9	9827,7	10578,8
Житомирська	GRP, млн. грн.	15008,0	14731,0	18743,0	21928,0
	CRC, млн. грн.	25957,0	15584,0	18616,0	23407,0
	GRS, млн. грн.	-10949,0	-853,0	127,0	-1479,0
	IPAR, млн. грн.	3646,0	2299,0	3019,0	3781,0
	IHC, %	4,6	2,8	2,8	3,5
	DNRE, млн. грн.	851,0	580,0	933,0	1799,0
	DCPR	255,7	271,7	255,7	239,7
Закарпатська	GRP, млн. грн.	13208,0	12542,0	15299,0	18054,0
	CRC, млн. грн.	20812,0	14134,0	16812,0	20573,0
	GRS, млн. грн.	-7604,0	-1592,0	-1513,0	-2519,0
	IPAR, млн. грн.	3303,0	1915,0	2170,0	2937,0
	IHC, %	8,1	7,8	5,8	3,7
	DNRE, млн. грн.	75,0	48,0	69,0	87,0
	DCPR	255,7	191,8	175,8	207,7

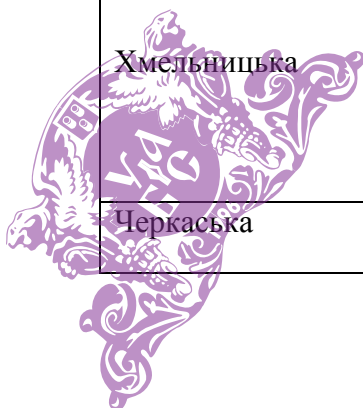
Продовження таблиці М.1

1	2	3	4	5	6
Запорізька	GRP, млн. грн.	42445,0	37446,0	42736,0	49525,0
	CRC, млн. грн.	45379,0	27880,0	33789,0	42488,0
	GRS, млн. грн.	-2934,0	9566,0	8947,0	7037,0
	IPAR, млн. грн.	7459,0	4650,0	7336,0	6042,0
	IHC, %	3,5	4,7	1,2	1,3
	DNRE, млн. грн.	824,0	628,0	1056,0	1372,0
	DCPR	2780,5	2285,1	2397,0	2476,9
Івано-Франківська	GRP, млн. грн.	17883,0	17241,0	20446,0	26752,0
	CRC, млн. грн.	26537,0	16679,0	20124,0	25243,0
	GRS, млн. грн.	-8654,0	562,0	322,0	1509,0
	IPAR, млн. грн.	5950,0	3447,0	4262,0	3584,0
	IHC, %	6,2	14,2	5,2	4,9
	DNRE, млн. грн.	1448,0	952,0	1392,0	2654,0
	DCPR	1789,8	1374,3	1262,4	1757,8
Київська	GRP, млн. грн.	35687,0	37548,0	44953,0	59154,0
	CRC, млн. грн.	42338,0	25380,0	30422,0	37951,0
	GRS, млн. грн.	-6651,0	12168,0	14531,0	21203,0
	IPAR, млн. грн.	16921,0	9955,0	11263,0	15436,0
	IHC, %	1,8	2,9	2,0	2,6
	DNRE, млн. грн.	106,0	62,0	94,0	175,0
	DCPR	1789,8	1630,0	1725,8	1566,0
Кіровоградська	GRP, млн. грн.	13961,0	13389,0	15749,0	20041,0
	CRC, млн. грн.	20069,0	12328,0	14694,0	18293,0
	GRS, млн. грн.	-6108,0	1061,0	1055,0	1748,0
	IPAR, млн. грн.	3048,0	2766,0	2440,0	4494,0
	IHC, %	3,7	2,4	2,5	1,4
	DNRE, млн. грн.	558,0	422,0	665,0	920,0
	DCPR	271,7	255,7	255,7	287,6
Луганська	GRP, млн. грн.	42985,0	38451,0	45541,0	57202,0
	CRC, млн. грн.	51523,0	27806,0	33436,0	41983,0
	GRS, млн. грн.	-8538,0	10645,0	12105,0	15219,0
	IPAR, млн. грн.	9000,0	4378,0	4706,0	6107,0
	IHC, %	2,1	3,4	3,9	3,2
	DNRE, млн. грн.	6970,0	5192,0	8274,0	10366,0
	DCPR	1997,5	1773,8	1885,6	3531,6
Львівська	GRP, млн. грн.	35534,0	35955,0	41655,0	52103,0
	CRC, млн. грн.	55162,0	33664,0	40906,0	51274,0
	GRS, млн. грн.	-19628,0	2291,0	749,0	829,0
	IPAR, млн. грн.	10799,0	6708,0	8061,0	11416,0
	IHC, %	6,9	8,4	5,2	4,3
	DNRE, млн. грн.	894,0	707,0	1107,0	1863,0
	DCPR	719,1	671,2	639,2	783,0
Миколаївська	GRP, млн. грн.	19410,0	20336,0	24055,0	27633,0
	CRC, млн. грн.	25724,0	16534,0	19479,0	23898,0
	GRS, млн. грн.	-6314,0	3802,0	4576,0	3735,0
	IPAR, млн. грн.	4333,0	4022,0	3775,0	4114,0
	IHC, %	4,2	4,0	2,1	1,4
	DNRE, млн. грн.	103,0	49,0	92,0	114,0
	DCPR	543,3	479,4	415,5	463,4
Одеська	GRP, млн. грн.	46994,0	48647,0	53878,0	61499,0
	CRC, млн. грн.	52828,0	40940,0	49701,0	62595,0
	GRS, млн. грн.	-5834,0	7707,0	4177,0	-1096,0
	IPAR, млн. грн.	12484,0	9959,0	8009,0	8119,0
	IHC, %	4,7	4,2	5,4	2,9
	DNRE, млн. грн.	18,0	12,0	20,0	63,0
	DCPR	926,8	687,1	878,9	846,9



Продовження таблиці М.1

1	2	3	4	5	6
Полтавська	GRP, млн. грн.	34118,0	33629,0	44291,0	52252,0
	CRC, млн. грн.	34548,0	20529,0	23545,0	28573,0
	GRS, млн. грн.	-430,0	13100,0	20746,0	23679,0
	IPAR, млн. грн.	8840,0	7691,0	7317,0	10217,0
	IHC, %	3,1	1,7	1,8	1,2
	DNRE, млн. грн.	4995,0	4360,0	6853,0	9164,0
	DCPR	607,2	543,3	607,2	687,1
Рівненська	GRP, млн. грн.	14074,0	13469,0	15882,0	19302,0
	CRC, млн. грн.	22170,0	13646,0	16771,0	21163,0
	GRS, млн. грн.	-8096,0	-177,0	-889,0	-1861,0
	IPAR, млн. грн.	3672,0	2696,0	2316,0	2751,0
	IHC, %	4,5	5,9	4,1	2,6
	DNRE, млн. грн.	175,0	120,0	246,0	314,0
	DCPR	271,7	207,7	271,7	367,5
Сумська	GRP, млн. грн.	16210,0	16060,0	18333,0	22907,0
	CRC, млн. грн.	24693,0	13759,0	16507,0	20603,0
	GRS, млн. грн.	-8483,0	2301,0	1826,0	2304,0
	IPAR, млн. грн.	3015,0	2185,0	2223,0	2807,0
	IHC, %	5,6	6,4	10,5	8,7
	DNRE, млн. грн.	2312,0	1427,0	1888,0	1996,0
	DCPR	415,5	351,6	351,6	383,5
Тернопільська	GRP, млн. грн.	10618,0	11173,0	12726,0	16294,0
	CRC, млн. грн.	19399,0	11720,0	14497,0	18370,0
	GRS, млн. грн.	-8781,0	-547,0	-1771,0	-2076,0
	IPAR, млн. грн.	2843,0	1428,0	2109,0	2329,0
	IHC, %	3,9	4,2	2,5	2,1
	DNRE, млн. грн.	130,0	71,0	107,0	149,0
	DCPR	287,6	239,7	223,7	207,7
Харківська	GRP, млн. грн.	59389,0	58923,0	65293,0	76866,0
	CRC, млн. грн.	67377,0	49218,0	59011,0	73286,0
	GRS, млн. грн.	-7988,0	9705,0	6282,0	3580,0
	IPAR, млн. грн.	11819,0	8315,0	7302,0	10648,0
	IHC, %	5,9	6,8	9,7	13,5
	DNRE, млн. грн.	1415,0	1228,0	1859,0	1993,0
	DCPR	2061,4	1805,7	1901,6	2253,2
Херсонська	GRP, млн. грн.	13174,0	13436,0	15649,0	18448,0
	CRC, млн. грн.	20776,0	13718,0	16387,0	20235,0
	GRS, млн. грн.	-7602,0	-282,0	-738,0	-1787,0
	IPAR, млн. грн.	3929,0	2087,0	1684,0	2837,0
	IHC, %	4,7	6,0	3,5	2,4
	DNRE, млн. грн.	28,0	17,0	28,0	40,0
	DCPR	223,7	207,7	207,7	207,7
Хмельницька	GRP, млн. грн.	16061,0	15758,0	18096,0	22843,0
	CRC, млн. грн.	26699,0	16719,0	19879,0	24505,0
	GRS, млн. грн.	-10638,0	-961,0	-1783,0	-1662,0
	IPAR, млн. грн.	4849,0	3471,0	2912,0	3995,0
	IHC, %	3,8	2,6	2,9	2,5
	DNRE, млн. грн.	114,0	63,0	96,0	158,0
	DCPR	591,3	431,5	479,4	495,4
Черкаська	GRP, млн. грн.	19101,0	18707,0	22354,0	27012,0
	CRC, млн. грн.	25886,0	17178,0	20326,0	25296,0



Продовження таблиці М.1

1	2	3	4	5	6
	GRS, млн. грн.	-6785,0	1529,0	2028,0	1716,0
	IPAR, млн. грн.	5128,0	3040,0	2798,0	3008,0
	IHC, %	3,9	4,2	3,8	2,5
	DNRE, млн. грн.	191,0	81,0	153,0	184,0
	DCPR	671,2	607,2	671,2	703,1
Чернівецька	GRP, млн. грн.	8833,0	8484,0	9892,0	11969,0
	CRC, млн. грн.	15911,0	10720,0	12994,0	16134,0
	GRS, млн. грн.	-7078,0	-2236,0	-3102,0	-4165,0
	IPAR, млн. грн.	3733,0	2602,0	1817,0	2195,0
	IHC, %	5,6	4,6	3,8	5,4
	DNRE, млн. грн.	8,0	17,0	21,0	28,0
	DCPR	111,9	111,9	111,9	127,8
Чернігівська	GRP, млн. грн.	14918,0	14636,0	17008,0	21165,0
	CRC, млн. грн.	23021,0	13260,0	16292,0	20513,0
	GRS, млн. грн.	-8103,0	-1376,0	716,0	652,0
	IPAR, млн. грн.	3053,0	1588,0	1756,0	2455,0
	IHC, %	6,2	4,6	2,2	2,0
	DNRE, млн. грн.	671,0	494,0	762,0	1399,0
	DCPR	399,5	383,5	399,5	399,5
Київ	GRP, млн. грн.	169564,0	169537,0	196639,0	223774,0
	CRC, млн. грн.	145798,0	109450,0	120864,0	138131,0
	GRS, млн. грн.	23766,0	60087,0	75775,0	85643,0
	IPAR, млн. грн.	46574,0	28228,0	25822,0	34468,0
	IHC, %	6,1	5,3	6,0	4,5
	DNRE, млн. грн.	5,0	1,0	2,0	4,0
	DCPR	1677,9	1661,9	1566,0	1550,1
Севастополь	GRP, млн. грн.	6305,0	6452,0	7785,0	9359,0
	CRC, млн. грн.	6853,0	7045,0	8400,0	10182,0
	GRS, млн. грн.	-530,0	-593,0	-615,0	-823,0
	IPAR, млн. грн.	1588	1483	1634	1629
	IHC, %	6,1	5,2	6,0	4,6
	DNRE, млн. грн.	116	88	139	196
	DCPR	63,5	77,4	78	94

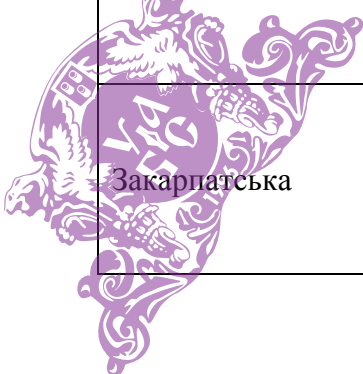


Державний вищий навчальний заклад
 "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

ДОДАТОК Н

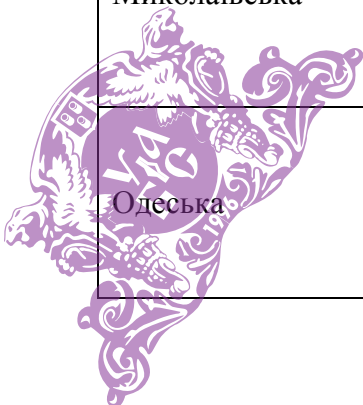
Таблиця Н.1 – Розрахунок чистих скоригованих регіональних заощаджень у розрізі регіонів України за 2008-2011 рр.

Територіальна одиниця	Показник, % GRP	2008	2009	2010	2011
1	2	3	4	5	6
Автономна Республіка Крим	GRS	-5,0	-5,3	-5,6	-11,5
	IPAR	31,6	20,2	20,9	42,5
	IHC	4,8	4,8	4,8	4,8
	DNRE	0,0	0,0	0,0	0,0
	DCPR	1,6	1,4	1,9	1,9
	ANRS	-33,5	-22,1	-23,5	-51,1
Вінницька	GRS	-66,5	-5,1	-4,9	-3,8
	IPAR	23,6	13,3	15,9	19,2
	IHC	3,4	3,4	2,5	2,2
	DNRE	0,9	0,5	0,9	0,9
	DCPR	5,2	4,8	4,1	3,2
	ANRS	-92,9	-20,3	-23,3	-25,0
Волинська	GRS	50,1	-7,4	-8,4	-11,0
	IPAR	27,3	19,8	12,1	12,4
	IHC	4,9	3,1	3,6	2,9
	DNRE	1,1	1,2	1,8	1,7
	DCPR	1,8	1,6	1,4	1,3
	ANRS	-75,4	-26,8	-20,0	-23,5
Дніпропетровська	GRS	0,2	0,5	0,5	0,5
	IPAR	0,2	0,1	0,1	0,1
	IHC	2,5	1,9	2,6	3,5
	DNRE	0,2	0,1	0,2	0,2
	DCPR	0,0	0,0	0,0	0,0
	ANRS	2,3	2,0	2,7	3,6
Донецька	GRS	-0,8	35,6	39,1	40,0
	IPAR	18,8	12,5	8,6	13,4
	IHC	5,2	10,0	4,8	1,7
	DNRE	10,7	9,1	11,5	12,7
	DCPR	8,2	8,5	7,6	6,6
	ANRS	-33,3	15,4	16,2	9,0
Житомирська	GRS	-73,0	-5,8	0,7	-6,7
	IPAR	24,3	15,6	16,1	17,2
	IHC	4,6	2,8	2,8	3,5
	DNRE	5,7	3,9	5,0	8,2
	DCPR	1,7	1,8	1,4	1,1
	ANRS	-100,0	-24,4	-19,0	-29,8
Закарпатська	GRS	-57,6	-12,7	-9,9	-14,0
	IPAR	25,0	15,3	14,2	16,3
	IHC	8,1	7,8	5,8	3,7
	DNRE	1,9	1,7	2,5	2,8
	DCPR	6,6	6,1	5,6	5,0



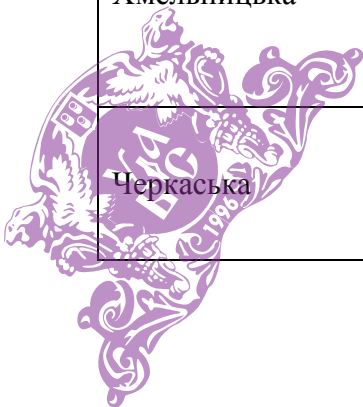
Продовження таблиці Н.1

1	2	3	4	5	6
	ANRS	-83,0	-27,9	-26,4	-34,3
Запорізька	GRS	-6,9	25,5	20,9	14,2
	IPAR	17,6	12,4	17,2	12,2
	IHC	3,5	4,7	1,2	1,3
	DNRE	1,9	1,7	2,5	2,8
	DCPR	6,6	6,1	5,6	5,0
	ANRS	-29,5	10,0	-3,1	-4,5
Івано-Франківська	GRS	-48,4	3,3	1,6	5,6
	IPAR	33,3	20,0	20,8	13,4
	IHC	6,2	14,2	5,2	4,9
	DNRE	8,1	5,5	6,8	9,9
	DCPR	10,0	8,0	6,2	6,6
	ANRS	-93,6	16,0	-27,1	-19,3
Київська	GRS	-18,6	32,4	32,3	35,8
	IPAR	47,4	26,5	25,1	26,1
	IHC	1,8	2,9	2,0	2,6
	DNRE	0,0	0,0	0,0	0,0
	DCPR	5,0	4,3	3,8	2,6
	ANRS	-69,3	4,4	5,4	9,7
Кіровоградська	GRS	-43,8	7,9	6,7	8,7
	IPAR	21,8	20,7	15,5	22,4
	IHC	3,7	2,4	2,5	1,4
	DNRE	4,0	3,2	4,2	4,6
	DCPR	1,9	1,9	1,6	1,4
	ANRS	-67,8	-15,4	-12,1	-18,3
Луганська	GRS	-19,9	27,7	26,6	26,6
	IPAR	30,4	18,7	19,4	21,9
	IHC	6,9	8,4	5,2	4,3
	DNRE	2,5	2,0	2,7	3,6
	DCPR	2,0	1,9	1,5	1,5
	ANRS	-47,9	13,6	8,2	3,9
Львівська	GRS	-55,2	6,4	1,8	1,6
	IPAR	30,4	18,7	19,4	21,9
	IHC	6,9	8,4	5,2	4,3
	DNRE	2,5	2,0	2,7	3,6
	DCPR	2,0	1,9	1,5	1,5
	ANRS	-83,3	-7,7	-16,5	-21,1
Миколаївська	GRS	-32,5	18,7	19,0	13,5
	IPAR	22,3	19,8	15,7	14,9
	IHC	4,2	4,0	2,1	1,4
	DNRE	0,5	0,2	0,4	0,4
	DCPR	2,8	2,4	1,7	1,7
	ANRS	-54,0	0,3	3,3	-2,1
Одеська	GRS	-12,4	15,8	7,8	-1,8
	IPAR	26,6	20,5	14,9	13,2
	IHC	4,7	4,2	5,4	2,9
	DNRE	0,0	0,0	0,0	0,1
	DCPR	2,0	1,4	1,6	1,4



Продовження таблиці Н.1

1	2	3	4	5	6
	ANRS	-36,3	-1,9	-3,4	-13,6
Полтавська	GRS	-1,3	39,0	46,8	45,3
	IPAR	25,9	22,9	16,5	19,6
	IHC	3,1	1,7	1,8	1,2
	DNRE	14,6	13,0	15,5	17,5
	DCPR	1,8	1,6	1,4	1,3
	ANRS	-40,5	3,2	15,3	8,1
Рівненська	GRS	-57,5	-1,3	-5,6	-9,6
	IPAR	26,1	20,0	14,6	14,3
	IHC	4,5	5,9	4,1	2,6
	DNRE	1,2	0,9	1,5	1,6
	DCPR	1,9	1,5	1,7	1,9
	ANRS	-82,3	17,9	-19,3	-24,8
Сумська	GRS	-52,3	14,3	10,0	10,1
	IPAR	18,6	13,6	12,1	12,3
	IHC	5,6	6,4	10,5	8,7
	DNRE	14,3	8,9	10,3	8,7
	DCPR	2,6	2,2	1,9	1,7
	ANRS	-82,2	-4,0	-3,9	-3,9
Тернопільська	GRS	-82,7	-4,9	-13,9	-12,7
	IPAR	26,8	12,8	16,6	14,3
	IHC	3,9	4,2	2,5	2,1
	DNRE	1,2	0,6	0,8	0,9
	DCPR	2,7	2,1	1,8	1,3
	ANRS	-109,5	-16,3	-30,6	-27,1
Харківська	GRS	-13,5	16,5	9,6	4,7
	IPAR	19,9	14,1	11,2	13,9
	IHC	5,9	6,8	9,7	13,5
	DNRE	2,4	2,1	2,8	2,6
	DCPR	3,5	3,1	2,9	2,9
	ANRS	-33,3	4,0	2,4	-1,2
Херсонська	GRS	-57,7	-2,1	-4,7	-9,7
	IPAR	29,8	15,5	10,8	15,4
	IHC	4,7	6,0	3,5	2,4
	DNRE	0,2	0,1	0,2	0,2
	DCPR	1,7	1,5	1,3	1,1
	ANRS	-84,7	-13,3	-13,5	-24,0
Хмельницька	GRS	-66,2	-6,1	-9,9	-7,3
	IPAR	30,2	22,0	16,1	17,5
	IHC	3,8	2,6	2,9	2,5
	DNRE	0,7	0,4	0,5	0,7
	DCPR	3,7	2,7	2,6	2,2
	ANRS	-97,0	-28,7	-26,2	-25,1
Черкаська	GRS	-35,5	8,2	9,1	6,4
	IPAR	26,8	16,3	12,5	11,1
	IHC	3,9	4,2	3,8	2,5
	DNRE	1,0	0,4	0,7	0,7



Продовження таблиці Н.1

1	2	3	4	5	6
	DCPR	3,5	3,2	3,0	2,6
	ANRS	-63,0	-7,6	-3,3	-5,6
Чернівецька	GRS	-80,1	-26,4	-31,4	-34,8
	IPAR	42,3	30,7	18,4	18,3
	IHC	5,6	4,6	3,8	5,4
	DNRE	0,1	0,2	0,2	0,2
	DCPR	1,3	1,3	1,1	1,1
	ANRS	-118,2	-53,9	-47,3	-49,0
	GRS	-54,3	9,4	4,2	3,1
Чернігівська	IPAR	42,3	30,7	18,4	18,3
	IHC	5,6	4,6	3,8	5,4
	DNRE	0,1	0,2	0,2	0,2
	DCPR	1,3	1,3	1,1	1,1
	ANRS	-92,3	-18,2	-11,7	-11,2
	GRS	14,0	35,4	38,5	38,3
	IPAR	27,5	16,7	13,1	15,4
Київ	IHC	6,1	5,3	6,0	4,5
	DNRE	4,5	3,4	4,5	6,6
	DCPR	2,7	2,6	2,3	1,9
	ANRS	-14,5	18,1	24,6	18,9
	GRS	-8,7	-9,2	-7,9	-8,8
	IPAR	25,2	23,0	21,2	17,4
Севастополь	IHC	6,1	5,3	6,0	4,5
	DNRE	0,0	0,0	0,0	0,0
	DCPR	1,0	1,2	1,0	1,0
	ANRS	-28,8	-28,2	-24,1	-22,7
	GRS	-8,7	-9,2	-7,9	-8,8
	IPAR	25,2	23,0	21,2	17,4



ДОДАТОК П

Таблиця П.1 – Дослідження взаємозв'язку між ESG-критеріями, прибутковістю та інвестиційною привабливістю компаній

№	Автор, рік	Назва дослідження	Період дослідження	Е, S чи G	Метод формування портфелю	Вплив на діяльність
1	2	3	4	5	6	7
1	Abramson, L. & Chung, D. (2000)	Socially responsible investing: Viable for value investors?	Вересень 1990 - Березень 2000	ESG	Скринінг	Позитивний
2	Barnett, M. & Salomon, R. (2006)	Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance.	Січень 1972 - Грудень 2000	Е та S	Скринінг	Нейтральний-позитивний
3	Bauer, R., Otten, R. & Rad, A. (2006)	Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty?	Листопад 1992 - Квітень 2003	ESG	Скринінг	Нейтральний
4	Bello, Z. (2005)	Socially responsible investing and portfolio diversification.	Січень 1994 – Березень 2001	В основному S	Скринінг	Нейтральний
5	Benson, K.L., Brailsford, T.J. & Humphrey, J.E. (2006)	Do socially responsible fund managers really invest differently?	Січень 1994 – Грудень 2003	В основному S	Скринінг	Нейтральний
6	Brammer, S., Brooks, C. & Pavelin, S. (2006)	Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures.	Червень 1997 - Червень 2002	E and S	Скринінг	Нейтральний-Негативний
7	Chong, J., Her, M. & Phillips, G.M. (2006)	To sin or not to sin? Now that's the question.	Вересень 2002 - Вересень 2005	В основному S	Скринінг	Негативний
8	Core, J., Guay, W. & Rusticus, T. (2006)	Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating	Вересень 1990 – Грудень 1999	G	Активні дії акціонерів	Нейтральний

Продовження таблиці П.1

1	2	3	4	5	6	7
		performance та investors' expectations.				
9	Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R. & Koedijk, K. (2005)	The eco-efficiency premium puzzle.	Липень 1995 - Грудень 2003	E	ESG інтеграція	позитивний
10	Geczy, C., Stambaugh, R. & Levin, D. (2005).	Investing in socially responsible mutual funds (working paper).	Липень 1963 - Грудень 2001	S	Скринінг	Негативний
11	Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003)	Corporate governance та equity prices.	Січень 1990 - Грудень 1999	G	Активні дії акціонерів	позитивний
12	Hong, H. & Kacperczyk M. (2006)	The price of sin: The effects of social norms on markets (working paper).	Січень 1965 - Грудень 2004	S	Скринінг	Негативний
13	Opler, T.C. & Sokobin, Jo. (1995)	Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the Council of Institutional Investors.	Січень 1991 - Грудень 1993	G	Активні дії акціонерів	позитивний
14	Orlitzky, M., Schmidt, F.L. & Rynes, S.L. (2003)	Corporate social та financial performance: A meta-analysis.	Січень 1972 - Грудень 1997	S, та E	Скринінг	позитивний
15	Schröder, M. (2004)	The performance of socially responsible investments: Investment funds та indices.	з середнини 1990х - Вересень 2002	ESG	Скринінг	Нейтральний-позитивний
16	Shank, T. M., Manullang, D.K. & Hill, R.P. (2005)	Is it better to be naughty or nice?	Грудень 1993 - Грудень 2003	ESGwith more S than E та G	Скринінг	позитивний

1	2	3	4	5	6	7
17	Smith, M.P. (1996)	Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS.	Січень 1987 - Грудень 1993	G	Активні дії акціонерів	позитивний
18	Statman, M. (2000)	Socially responsible mutual funds.	Травень 1990 - Вересень 1998	В основном у S	Скринінг	позитивний
19	Statman, M. (2006)	Socially responsible indexes: Composition, performance, та tracking error.	Травень 1990 - Квітень 2004	В основном у S	Скринінг	позитивний
20	Van de Velde, E., Vermeir, W. & Corten, F. (2005)	Corporate social responsibility та financial performance.	Січень 2000 - Листопад 2003	ESG	ESG - інтеграція /Скринінг	Позитивний

Джерело : складено за роботами науковців та [210]



ДОДАТОК Р

Таблиця Р.1 – Критерії оцінки діяльності компанії в галузі СР експертами
Dow Jones Sustainability Index

Аспект	Критерії оцінки	Деталізація критерія
1	2	3
Економічний вплив	Ефективність корпоративного управління	<p>Персональний склад Правління Наявність незалежного голови Ради Директорів Наявність та аналіз політики в галузі корпоративного управління Проведення аудиту конфлікту інтересів «принципал - агент» Дотримання рівності статей Оцінка ефективності роботи Правління Наявність заходів по захисту від недружнього поглинання Аналіз винагород топ -менеджменту Оцінка корпоративного управління за інформацією від стейкхолдерів і зі ЗМІ Оцінка ефективності управління ризиками Наявність заходів з оптимізації ризиків Наявність огляду існуючих ризиків Наявність карти ризиків Наявність і аналіз стратегії з управління ризиками Аналіз дій менеджменту з вирішення ризикових і кризових ситуацій за інформацією від стейкхолдерів і зі ЗМІ</p>
	Розвиненість системи ризик-менеджменту та антикризового менеджменту	<p>Оцінка ефективності управління ризиками Наявність заходів з оптимізації ризиків Наявність огляду існуючих ризиків Наявність карти ризиків Наявність і аналіз стратегії з управління ризиками Аналіз дій менеджменту з вирішення ризикових і кризових ситуацій за інформацією від стейкхолдерів і зі ЗМІ</p>
	Дотримання кодексу ділової етики / протидія корупції	<p>Аналіз пріоритетності дотримання кодексу ділової етики Наявність системи і процедур по дотримання кодексу ділової етики Аналіз повідомлень про порушення кодексу ділової етики Наявність та аналіз політики з протидії корупції Оцінка бізнес співробітництва у світлі дотримання кодексу ділової етики та протидії корупції Аналіз дій менеджменту з дотримання кодексу ділової етики та протидії корупції за інформацією від стейкхолдерів і зі ЗМІ</p>
	Галузевий критерій	<p>Аналіз якості управлінням брендом, управління взаємовідносинами з клієнтами, управління інноваціями, управління запасами енергоресурсів, досягнення паритету в вартості енергії від альтернативних і традиційних джерел енергії та ін. Оцінка за галузевим критерієм на підставі інформації, отриманої від стейкхолдерів і зі ЗМІ</p>



1	2	3
Вплив на навколишнє середовище	Якість екологічної звітності та звітності у сфері сталого розвитку	Аналіз повноти розкриття інформації Кількісний та якісний аналіз інформації, представленої у звітах Наявність процедури завірення звітів
	Галузевий критерій	Аналіз системи управління впливом на навколишнє середовище, наявність та аналіз кліматичної стратегії, аналіз заходів щодо збереження біорізноманіття, аналіз управління якістю продукції, аналіз заходів щодо забезпечення екологічної ефективності та ін. Оцінка за галузевим критерієм на підставі інформації, отриманої від стейкхолдерів і зі ЗМІ
Соціальний вплив	Розвиток людського капіталу (ЛК)	Аналіз управління розвитком і підвищенням кваліфікації ЧК Наявність показників діяльності ЧК Аналіз якості навчання ЧК, в т.ч. індивідуального
	Залучення та збереження талановитих співробітників	Рівень покриття персоналу системою оцінки за результатами діяльності Частка персоналу, залученого в програми заохочення за результатами, за категоріями працівників Аналіз системи бонусів залежно від особистих досягнень співробітника і від результатів діяльності всієї компанії Наявність корпоративних індикаторів за програмами заохочення співробітників за результатами Типи індивідуальної оцінки діяльності співробітника Інформування керівництва про індивідуальні досягнення співробітників Типи виплат за результатами діяльності співробітників Рівень задоволеності співробітників компанії своєю діяльністю в компанії Оцінка діяльності по залученню і збереженню талановитих співробітників на підставі інформації, отриманої від стейкхолдерів і зі ЗМІ
	Трудові відносини	Аналіз практики вирішення конфліктних ситуацій Наявність ключових показників ефективності Оцінка трудових відносин в компанії на підставі інформації, отриманої від стейкхолдерів і зі ЗМІ
	Корпоративна соціальна відповідальність та філантропія	Наявність і аналіз стратегії в області КСВ Обсяг інвестицій в КСВ Оцінка ефективності вкладень в області КСВ Аналіз філантропічної діяльності
	Соціальна звітність	Оцінка повноти розкриття інформації Кількісний та якісний аналіз інформації, представленої у звітах Наявність і аналіз процедури завірення звітів
	Галузевий критерій	Аналіз рівня соціальної інтеграції, рівня здоров'я і безпеки співробітників, дотримання здорового способу життя серед співробітників, дотримання біоетики, наявність стандартів закупівель та ін Оцінка за галузевим критерієм на підставі інформації, отриманої від стейкхолдерів і зі ЗМІ

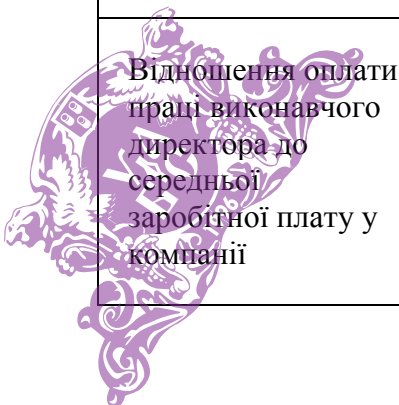
Джерело[214]



ДОДАТОК С

Таблиця С.1 – Система показників оцінки СР компаній за методологією Global 100 KPI

Global 100 KPI 1	Показник 2	Обґрунтування 3
Енергоефективність	Виручка (млрд. дол) / Загальна кількість спожитої енергії (гігаджоуль)	Доступність енергії та її вартість стає однією з найважливіших проблем сучасного бізнесу. Зростання вартості енергії, а також волатильність цін може привести до скорочення ефективності роботи компанії, особливо в енергоємних галузях
Ефективність у частині викидів парникових газів	Виручка (млрд. дол) / Обсяг викидів CO ₂ і його еквівалентів (тонн)	Явні і неявні витрати на викиди в атмосферу в довгостроковій перспективі впливають на ефективність і конкурентоспроможність компанії
Ефективність у частині викидів використання води	Виручка (млрд. дол) / Загальний обсяг скидів води (м ³)	Вода виключно важлива для виробничих процесів в окремих галузях, таких, як наприклад, нафтогазова та хімічна галузі. Перерви в поставках води можуть вести до зниження рівня виробництва, що негативно позначається на конкурентоспроможності компанії.
Ефективність у частині викидів відходів	Виручка (млрд. дол) / Загальний обсяг викидів відходів (тонн)	Висока ефективність в частині поводження з відходами говорить про більш ефективні виробничі процеси, а також про зниження витрат на утилізацію
Інноваційний потенціал	Середні витрати на НДДКР за останні три роки (млрд. дол) / Середній обсяг продажів за період (млрд. дол)	Інноваційні компанії показують кращі результати в освоєнні нових ринків та управлінні ризиками. Особливо важливий цей показник в наукоємних галузях, таких як інформаційні технології, фармацевтика.
Частка сплачених податків	Сплачені податки за останні 5 років (млрд. дол) / EBITDA за останні п'ять років (млрд. дол)	Компанії, які платять значно менше податків, ніж їх конкуренти, схильні до ризику втручання з боку регулюючих органів
Відношення оплати праці виконавчого директора до середньої заробітної плати у компанії	Оплата праці виконавчого директора (дол.) / середня оплата праці (дол.)	Непропорційно висока частка оплати праці, яка припадає на одну людину, може привести до загального зниження мотивації персоналу, а також може бути індикатором проблем у системі корпоративного управління компанії.



1	2	3
Статус пенсійного фонду	Непрофінансовані пенсійні зобов'язання за останній рік (млн. дол) / Ринкова капіталізація (млн. дол)	Фінансове забезпечення пенсійних відрахувань має велике значення для співробітників організації
Результативність у частині безпеки	Кількість втраченого робочого часу на 200 тис. людино-годин (50%); Кількість нещасних випадків на загальне число співробітників (50%)	Після інциденту з British Petroleum в 2010 році безпека стала важливим чинником в оцінці конкурентоспроможності, надійності і майбутніх грошових потоків компанії
Плинність кадрів	Частка працівників, які пішли компанію в поточному році.	Низька плинність кадрів асоціюється з високим рівнем мотивації та продуктивності праці, ефективним управлінням талантами і низькими транзакційними витратами.
Структура управлінського персоналу	Частка жінок в раді директорів; частка жінок у правлінні	Значна кількість досліджень вказує на наявність позитивного зв'язку між введенням жінок до ради директорів і поліпшенням фінансових показників компанії, таких як ROE, ROIC
Прив'язка оплати праці до рівня сталого розвитку	Залежить від прив'язки винагороди до рівня сталого розвитку і розкриття інформації про систему винагород	Компанії, що розкривають політику винагороди топ-менеджменту в частині прив'язки до рівня СР компанії, демонструють фокус на досягненні цілей у сфері СР.

Джерело: [130]



ДОДАТОК Т

Таблиця Т.1 – Розрахунок показника Спірмена за найбільшими українськими компаніями

Компанія	Вид діяльності	Підсумковий бал	Обсяг виручки, млн. грн	Рейтинг за рівнем відкритості	Рейтинг за обсягом виручки	d_j	d_j^2
ДТЭК	Енергетика	89,3	82581,0	1	2	-1	1
АРСЕЛОРМІТТАЛ КРИВИЙ РІГ	Металургія	87,6	28896,2	2	3	-1	1
ПЛАТІНУМ БАНК	Банки	86,9	1251,5	3	24	-21	441
СИСТЕМ КЕПІТАЛ МЕНЕДЖМЕНТ	Група компаній	85,4	187760,0	4	1	3	9
ОБОЛОНЬ	Виробництво пива, мінеральних вод та других безалкогольних напоїв	75,5	3180,0	5	16	-11	121
СП «НІБУЛОН»	АПК	74,0	10740,0	6	5	1	1
МЕТІНВЕСТ ХОЛДІНГ	ГМК	69,8	10040,0	7	7	0	0
КИЇВСТАР	Телекомунікації	69,0	13159,0	8	4	4	16
САМСУНГ ЕЛЕКТРОНІКС УКРАЇНА КОМПАНІ	Комп'ютери, електронна та оптична продукція, електричне обладнання	68,6	6660,1	9	10	-1	1
КОРПОРАЦІЯ «АРТЕРІУМ»	Фармацевтичне виробництво	68,1	942,8	10	27	-17	289
«ПРИКАРПАТТЯОБЛЕНЕРГО»	енергетика	67,9	1182,6	11	25	-14	196
САН ІнБев УКРАЇНА	Виробництво пива	65,6	4072,6	12	12	0	0
КАРЛСБЕРГ УКРАЇНА	Виробництво пива, мінеральних вод та других безалкогольних напоїв	63,9	3295,8	13	14	-1	1
КОКА-КОЛА БЕВЕРІДЖІЗ УКРАЇНА ЛІМІТЕД	Виробництво безалкогольних напоїв	62,2	2682,2	14	17	-3	9
КОМПАНІЯ NEMIROFF	Виробництво алкогольних напоїв	61,6	1300,0	15	23	-8	64
МТС УКРАЇНА	Телекомунікації	59,1	9651,3	16	8	8	64
АСТЕЛІТ	Телекомунікації	59,0	3240,0	17	15	2	4

Продовження таблиці Т.1

«ВіДі ГРУП»	Автомобільний бізнес (Продаж та сервісне обслуговування) фінанси	56,7	2160,0	18	19	-1	1
УКРСОЦБАНК	Банки	55,3	4247,5	19	11	8	64
ЕМВЕЙ УКРАЇНА	Прямі продажі, FMCG	53,7	1120,0	20	26	-6	36
ОТП БАНК	Банки	52,5	2660,0	21	18	3	9
ГРУПА КОМПАНІЙ «НІКО»	Автомобільний бізнес (Імпорт, Продаж та сервісне обслуговування). фінанси	52,5	1960,0	22	22	0	0
МЕТРО КЕШ ЕНД КЕРРІ УКРАЇНА	Оптова торгівля	52,4	10122,5	23	6	17	289
ГРУПА КОМПАНІЙ «ФОКСТРОТ»	Непродовольчий ритейл	52,1	8620,0	24	9	15	225
ФІРМА «АСТАРТА-КИЇВ»	АПК	52,1	3701,6	25	13	12	144
МАКДОНАЛЬДЗ ЮКРЕЙН ЛТД	Підприємства громадського харчування	50,1	2054,2	26	20	6	36
КБ «ХРЕЩАТИК»	Банки	49,5	797,5	27	29	-2	4
АПК-ИНВЕСТ	АПК	49,2	818,0	28	28	0	0
ВОЛЯ-КАБЕЛЬ	Телекомунікації	48,2	632,9	29	32	-3	9
СК «АХА СТРАХУВАННЯ»	Страховання	47,3	787,0	30	30	0	0
НАСК «ОРАНТА»	Страховання	47,2	521,0	31	33	-2	4
ФІЛІПС УКРАЇНА	Комп'ютери, електронна та оптична продукція, електричне обладнання	46,4	271,7	32	34	-2	4
БАНК «ФІНАНСИ И КРЕДИТ»	Банки	45,1	2045,5	33	21	12	144
ИНКОМ	Системна інтеграція	43,5	100,1	34	35	-1	1
КОРПОРАЦІЯ «СВАРОГ ВЕСТ ГРУП»	АПК	42,0	732,8	35	31	4	16
ФІРМА «Т.М.М.»	Девелопмент і будівництво	40,0	237,3	36	37	-1	1
СК «АРМА»	Страховання	33,4	35,3	37	36	1	1

