

УДК [330.322:330.342](477)  
КП  
N держреєстрації 0115U002554  
Інв. №

Міністерство освіти і науки України  
Сумський державний університет  
(Сум ДУ)  
40007, м.Суми, вул.Римського-Корсакова, 2;  
тел. (0542) 33 53 83; факс 33 40 58

ЗАТВЕРДЖУЮ  
Проректор з наукової роботи  
д-р фіз.-мат.наук, професор  
\_\_\_\_\_ А.М.Чорноус  
м. п.

**ЗВІТ**  
**ПРО НАУКОВО-ДОСЛІДНУ РОБОТУ**  
**Теоретико-методичні засади відповідального портфельного інвестування**  
**як інструменту фінансового забезпечення сталого розвитку економіки**

**ЗАСТОСУВАННЯ ПРАКТИЧНОГО ІНСТРУМЕНТАРІЮ**  
**ВІДПОВІДАЛЬНОГО ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ НА**  
**МАКРО-, МЕЗО- ТА МІКРОРІВНІ В УКРАЇНІ**  
(остаточний)

Начальник НДЧ канд.фіз.-мат. наук, с.н.с	_____	Д. І. Курбатов
Керівник НДР канд. екон. наук	_____	Д. В. Леус

2018

Рукопис закінчено 28 лютого 2018 р.  
Результати цієї роботи розглянуто науковою радою СумДУ, протокол  
від 22.03.2018 р. №7

## СПИСОК АВТОРІВ

Керівник НДР, старший наук.співроб., канд.екон.наук, старший викладач	2018. 02.28	Д.В.Леус (вступ, висновки, 1,2,3)
Відповідальний виконавець, молодший наук.співроб., аспірант	2018. 02.28	П.О. Леус (вступ, висновки, 1,2,3)
Вед. наук. співроб., канд. екон. наук, професор	2018. 02.28	В.М. Боронос (розд. 1,3)
Вед. наук. співроб., док. екон. наук, професор	2018. 02.28	І.В. Басанцов (розд. 2)
Вед. наук. співроб., док. екон. наук, професор	2018. 02.28	І.М. Кобушко (розд. 3)
Вед. наук. співроб., док. екон. наук, професор	2018. 02.28	Л.Л. Гриценко (розд. 3)
Вед. наук. співроб., канд. техн. наук, професор	2018. 02.28	В.Т. Александров (розд. 2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2018. 02.28	М.Ю. Абрамчук (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2018. 02.28	Н.А. Антонюк (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2018. 02.28	К.В. Ілляшенко (розд. 1,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2018. 02.28	Т.О. Ілляшенко (розд. 1,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2018. 02.28	О.В. Зайцев (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2018. 02.28	О.О. Захаркін (розд.1,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2018. 02.28	Л.С. Захаркіна (розд. 2,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2018. 02.28	М.В. Костель (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2018. 02.28	Н.В. Котенко (розд. 2,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2018. 02.28	І.Й. Плікус (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2018. 02.28	С.В. Похилько (розд. 1)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2018. 02.28	П.М. Рубанов (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2018. 02.28	І.Д. Скляр (розд. 1,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, ст. доцент	2018. 02.28	Т.В. Касьяненко (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, ст. викладач	2018. 02.28	А.В. Салтикова (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, ст. викладач	2018. 02.28	І.В. Тютюнник (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, ст. викладач	2018. 02.28	Ю.М. Шкодкіна (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, ст. викладач	2018. 02.28	Ю.Г. Гуменна(розд. 1,2)
Молодший наук. співроб., ст. викладач	2018. 02.28	Т.А. Жукова (розд. 1)
Молодший наук. співроб., ст. викладач	2018. 02.28	Д.Г. Михайленко (розд. 2)
Молодший наук. співроб., ст. викладач	2018. 02.28	В.В. Могильний (розд. 1)
Молодший наук. співроб., аспірант	2018. 02.28	М. Є. Колесник (розд. 2)
Молодший наук. співроб., аспірант	2018. 02.28	С. М. Солодовніков (розд. 1)
Провідний фахівець	2018. 02.28	А. В. Самойликова (розд. 2)

## РЕФЕРАТ

Звіт про НДР: 76 с., 12 табл., 15 рис., 49 джерел.

ВІДПОВІДАЛЬНЕ ПОРТФЕЛЬНЕ ІНВЕСТУВАННЯ,  
ІНВЕСТУВАННЯ, СТАЛИЙ РОЗВИТОК, УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ.

Об'єкт дослідження – економічні відносини, що виникають між державними органами влади, домогосподарствами, суб'єктами господарювання в процесі відповідального портфельного інвестування.

Мета роботи – розвиток методичних засад та організаційних механізмів портфельного інвестування як інструмента фінансового забезпечення сталого розвитку економіки України.

Методи дослідження – системно-структурний метод, логічний метод, порівняльний аналіз, метод прогнозування, графічний аналіз.

Результатом роботи є удосконалення методичного забезпечення портфельного інвестування як інструмента фінансового забезпечення сталого розвитку економіки України.

На підставі проведеного аналізу удосконалено організаційні та методичні основи функціонування державних інвестиційних фондів в Україні як інституційних портфельних інвесторів, обґрунтовано механізм формування спільного інвестування за змішаним типом, здійснено моделювання сценаріїв формування джерел створення та поповнення фонду від угод з розподілу продукції, обґрунтовано напрями використання його коштів та формування портфелю його активів, принципів функціонування, дворівневої моделі управління ним на засадах підзвітності та громадського контролю.

Розроблено науково-методичний підхід щодо оцінювання інвестиційного потенціалу регіонів за його окремими вимірами (економічним, екологічним, соціальним).

## ЗМІСТ

Вступ .....	5
1 Макроекономічний підхід до фінансового забезпечення ср економки .....	6
2 Регіональний рівень відповідального портфельного інвестування.....	33
3 Оцінювання інвестиційної привабливості компаній на мікрорівні фінансового забезпечення сталого розвитку економіки .....	55
Висновки.....	69
Перелік джерел посилення.....	71

## ВСТУП

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.

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

## 1 МАКРОЕКОНОМІЧНИЙ ПІДХІД ДО ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СР ЕКОНОМКИ

Виникнення нових гравців на міжнародних ринках капіталу – СФД (суверенних інвестиційних фондів) 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 світі нараховується понад 60 СФД, включаючи такі країни як Норвегія, Чилі, Колумбія, нафтодобувачі Країни Близького сходу, Китай, Казахстан, Росія та ін., які у сукупності володіють активами на суму понад 6 трлн. дол. США (рис. 1.1), 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 становить 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. ХХ ст.

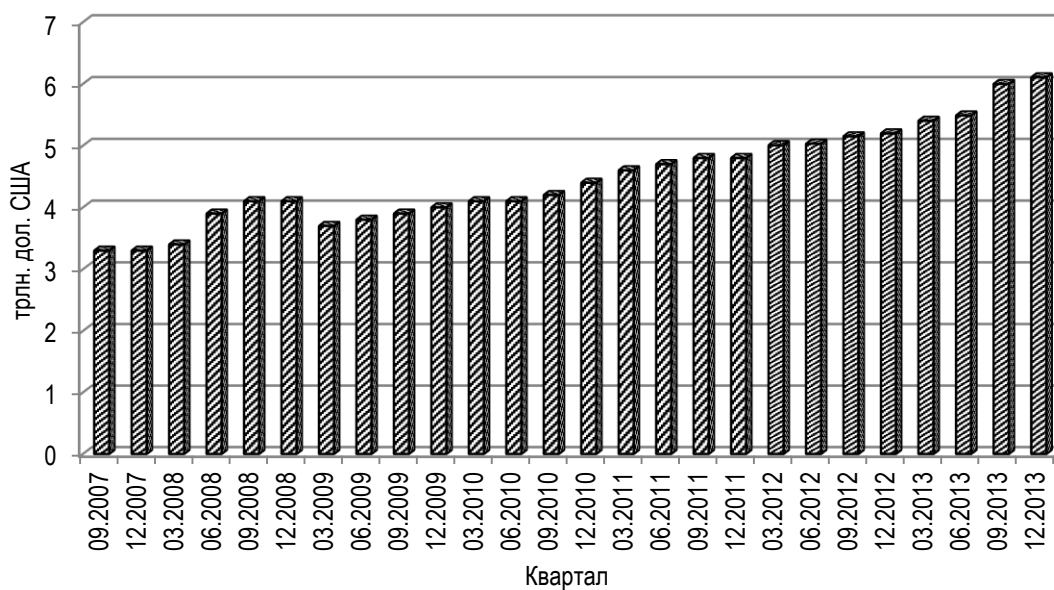


Рисунок 1.1 – Динаміка активів СФД у світі за 2007-2013 рр., дані за квартал, трлн. дол. США[1].

Зростання цін на нафту та економічний підйом у країнах, що розвиваються спричинили виникнення СФД у на початку 21 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 [2].

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 [3].

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 і суспільства.

Більше того, володіючи значними обсягами активів та маючи тривалі інвестиційні горизонти зазначена категорія інституційних інвесторів характеризується врахуванням практик інвестицій 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 [4].

Китайська інвестиційна корпорація – найбільший СФД Китаю інвестує у стійкі джерела енергії – сонячну та вітрову [5].

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 [6].

Таким чином, можна зробити висновок, що останнім часом активізується роль державних інвестиційних фондів – СФД як інституційних інвесторів нового типу, чії зобов'язання спрямовані фінансування СР економіки, а відтак потребують детального розгляду на макрорівні запропонованих концептуальних засад ВПІ 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 (рисунок 2) свідчать, що у кризовий період 2007-2008 рр. лише суверенні фонди змогли утримати позитивні темпи росту своїх портфелів (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 [7]. Це дозволяло говорити про зростання в майбутньому ролі СФД як портфельних інвесторів.

Продовжуючи вказану тезу про набуття СФД виключного значення, Дж. Стігліц з іншими експертами наголошує, що СФД можуть бути каталізаторами у досягненні соціальних питань, що стоять на порядку денному, як застосовуючи ісламські принципи фінансування, так і інвестиції впливу [8, 9].

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 у вітчизняній науці.

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.

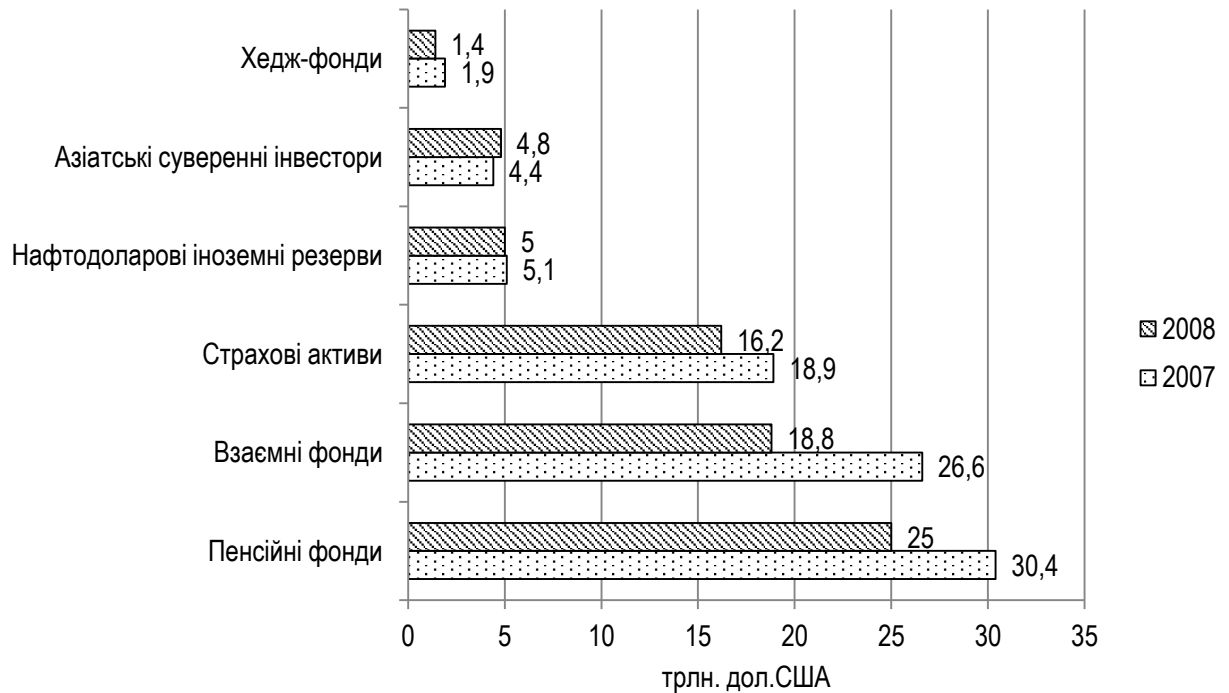


Рисунок 1.2 – Розподіл активів, що знаходяться в управлінні різних портфельних інвесторів світу у 2007-2008 рр., трлн. дол. США [10]

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) [11].

Міжнародно визнаним терміном, закріпленим МВФ є термін суверенний фонд добробуту – Sovereign Wealth Funds (SWF).

Визначення регуляторів є досить загальними і потребують уточнення, особливо в частині співвідношення СФД та інших державних фондів. Трактатування, 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 спиратимемося саме на це розуміння 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 розміщують їх переважно на середньостроковий та довгостроковий періоди;

- поступове зростання схильність до ризику – через тривалий період часу, впродовж якого досягається максимізація дохідності 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);
- значна позиція 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 категорії портфельних інвесторів (рисунки 1.3).

Часова структура (дюрація) активів та пасивів портфельного інвестора				
–Більший обсяг зобов'язань; –Зобов'язання перед багатьма інвесторами; –Обмеження на розміщення активів; –Часті виплати за зобов'язаннями		–Менший обсяг зобов'язань; –Вузьке коло інвесторів; –Стабільні надходження капіталу, відносна незалежність від виплат; –Обмеження на розміщення активів відсутні		
Короткий інвестиційний горизонт				Тривалий інвестиційний горизонт
Хедж-фонди	Взаємні фонди	Пенсійні фонди	Активи страхових компаній	Суверенні фонди добробуту

Рисунок 1.3 – Залежність інвестиційного горизонту та дюрації активів і пасивів різних портфельних інвесторів, розробка автора

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. 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 (рисунок 1.4), слід відмітити таку залежність чим більше фонд, орієнтований на отримання доходу (агресивна стратегія), тим більшою є частка ризикових активів в його портфелі.



Рисунок 1.4 – Залежність обраної інвестиційної стратегії та структури портфелю активів, що знаходиться в управлінні СФД, розробка автора

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 [12].

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 [13].

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 в промисловість (Китай, Чехія, Канада, Німеччина);
- підтримка експортно-імпортних операцій в 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).

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 мета 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 (рисунок 1.5).

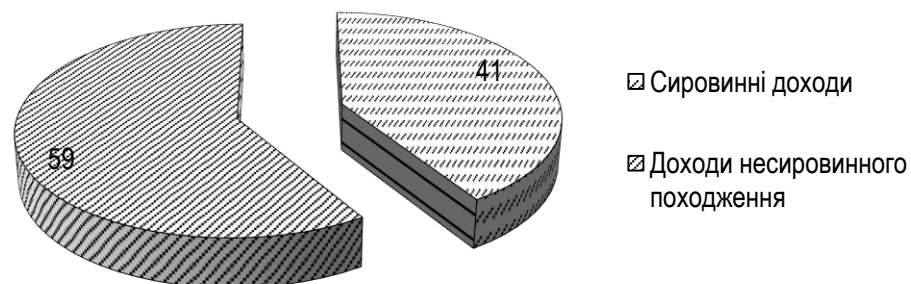


Рисунок 1.5 – Структура активів СФД за джерелами походження станом на серпень 2015 р., %, [1]

Показником, що відіграє важливу роль у класифікації СФД за масштабом їх діяльності є величина активів. На рисунку 6 наведемо концентрацію активів 10 найбільших СФД світу.

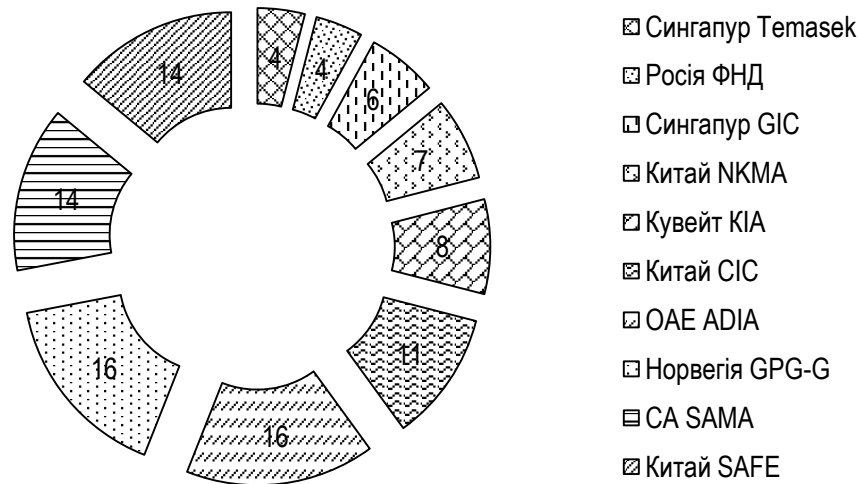


Рисунок 1.6 – Концентрація активів найбільших СФД світу, % [14]

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

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;
- ощадні (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 1.1



Таблиця 1.1 – Класифікація СФД за метою створення [13, 15, 16, 17]

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 національній валюті	Високоліквідні та високонадійні активи	Активи, переважно у вигляді пайових цінних паперів, передусім національні
Схильність до ризику	Низька	Висока	Низька	Низька	Низька
Превалюючий 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

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 не відновлюваних 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 створено 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». Дані, щодо особливостей його формування (табл. 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 макрорівні 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 1.2 – Надходження до Стабілізаційного фонду державного бюджету України у 2008-2010 рр., млн. грн.[18]

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

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 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.

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 втрати конкурентні переваги як гравця на національному та міжнародному ринку капіталів; у разі відсутності ефективно вибудованих 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 врахуванні 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 підвищення суверенного рейтингу України, здешевить зовнішні інвестиційні ресурси як для державного, так і для корпоративного сектору економіки.

Наступним аспектом у запровадженні СФД України 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 з розподілу 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 Україна» (переможці конкурсу на Скіфській ділянці Чорноморського шельфу) згідно з ЗУ «Про угоди про розподіл продукції» [19].

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 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 належних державі доходів, 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 з паралельно зі здійсненням розробок родовищ нетрадиційних корисних копалин ініційовано процес щодо створення спеціального фонду, спрямованого на підвищення інноваційного потенціалу економіки, здійснення інвестицій у 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. 1.7).

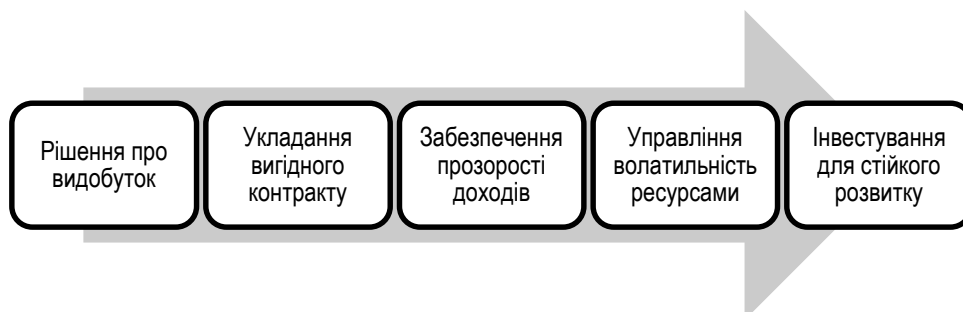


Рисунок 1.7 – Схема успішного управління доходами від видобувного сектору, за даними Revenue Watch Institute [19]

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. 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 [20], 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» [21], 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 (Шеврон та ТОВ «Надра Олеська») проведемо розрахунок можливих надходжень від видобутку сланцевого газу на Олеській газовій площині (табл. 1.3).

Таблиця 1.3 – 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, млрд. куб.м.		Chevron, млрд. куб.м.		Надра Олеська, млрд. куб.м.		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	2,0335	0,610	2,0335	0,610	4,90	0,774
2	$18 \leq x < 25$	$5 \leq X < 7.5$	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	$25 \leq x < 30$	$7.5 \leq X < 10$	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	4,1085	1,233	4,1085	1,233	-	1,564
4	$X \geq 30$	$X \geq 10$	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	4,1915	1,257	4,1915	1,257	-	1,595



У ході пояснення механізму проведеного розрахунку, слід відмітити, 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.

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 м. 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., у другий – 0,774 млрд. дол., тощо.

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

Ключовими міжнародними документами, що регулюють діяльність суверенних фондів добробуту є 24 Принципи Сантьяго прийняті 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 [22].

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 в межах окресленого правового поля. Так, з урахуванням юридичного боку, питання створення СФД за рахунок видобутку не відновлюваних 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 повинні бути закріплені 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 відзначити, що внесення таких змін обумовлені діючим на сьогодні порядком розподілу та використання доходів нафтогазового сектору через загальний фонд державного та місцевих бюджетів, закріплений у Кодексі про надра не відповідає вимогам щодо акумуляції, примноження та цільового витрачання доходів від невідновлюваних ресурсів. Подібна ініціативи міститься у законопроекті «Про національний фонд розвитку», проте його статус на сьогодні невизначений [23]. Тож крім прийняття відповідного закону, необхідне затвердження чітких бюджетних правил, направлених на розмежування надходжень і видатків СФД виходячи з його цілей та 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, пропонований СФД України виконуватиме функції збереження та примноження доходів від не відновлюваних 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 ВПІ 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 управляє Центральний банк, СФД Кувейту, яким управляє урядова інвестиційна агенція, Національний фонд Республіки Казахстан, що знаходиться під управлінням Центрального банку. Недержавне управління ресурсами СФД характерне Сінгапуру та Китаю, де створені спеціалізовані інвестиційні корпорації (Темасек та Китайська Інвестиційна Корпорація), ОАЕ, де управлінням суверенними фондами займаються незалежні керуючі. Для України ми пропонуємо класичну дворівневу модель державного управління СФД з залученням механізмів підзвітності та громадського контролю. Створений в межах органів державної влади, фонд 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. Запропоновану організаційну структуру СФД України представимо у межах структурно-логічної схеми його діяльності, що враховує ключові завдання, що ставились у ході його створення (рис. 1.8).

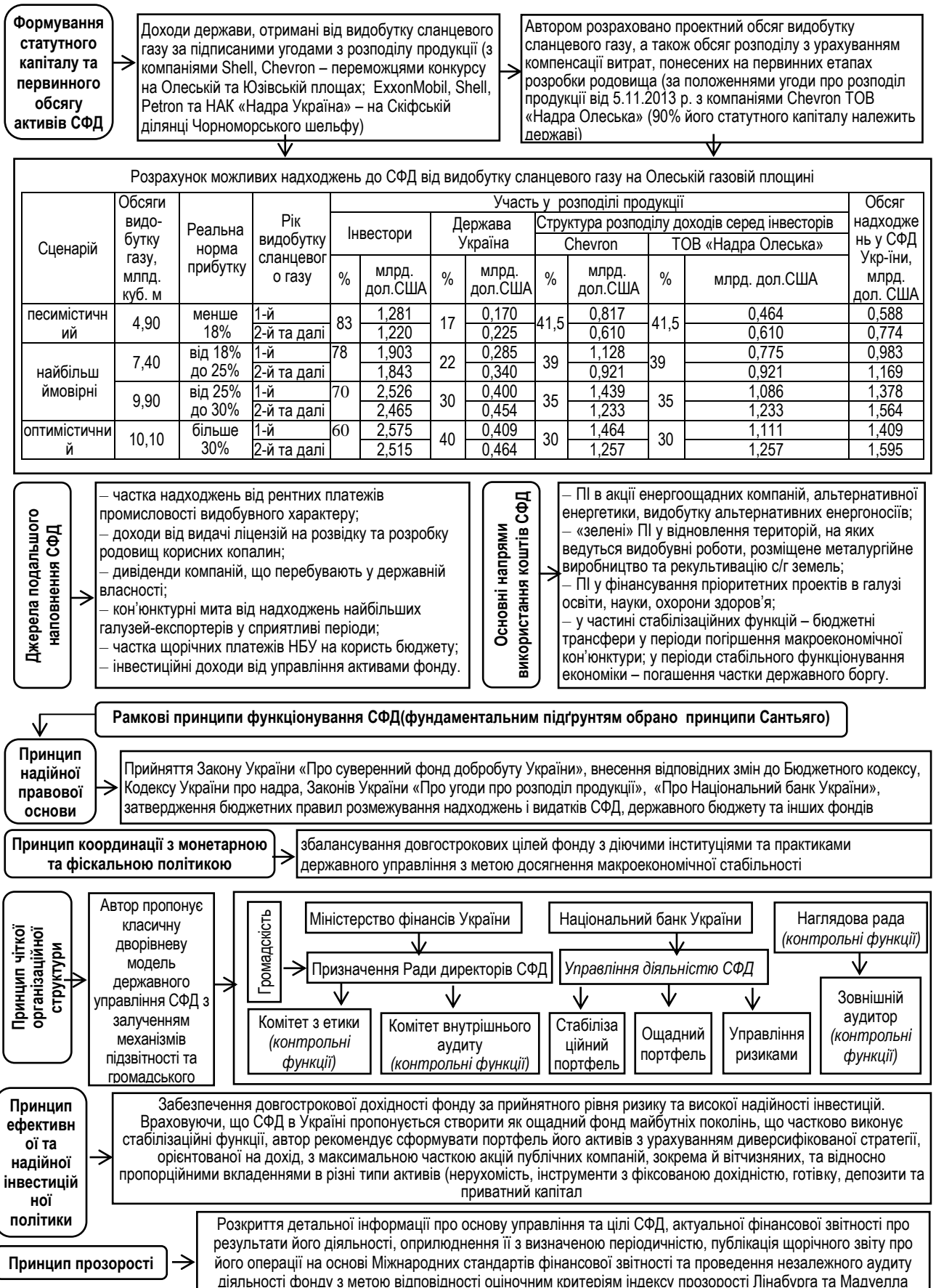


Рисунок 1.8 – Основні положення функціонування в Україні СФД

Принцип ефективної та надійної інвестиційної політики полягає у забезпеченні довгострокової дохідності фонду за прийняттого рівня ризику та високої надійності інвестицій. Підходи щодо формування інвестиційної стратегії та функціонування системи управління ризиками фонду мають бути задокументовані та оприлюднюватись.

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. 1.4).

Таблиця 1.4 – 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

Залежно від обраного типу інвестиційної стратегії формується портфель інструментів, що поєднує у собі різні характеристики ризику/дохідності (рис. 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, з максимальною часткою акцій публічних компаній, зокрема й вітчизняних, та відносно

пропорційними вкладеннями в різні типи активів (нерухомість, інструменти з фіксованою дохідністю, готівку, депозити та приватний капітал).

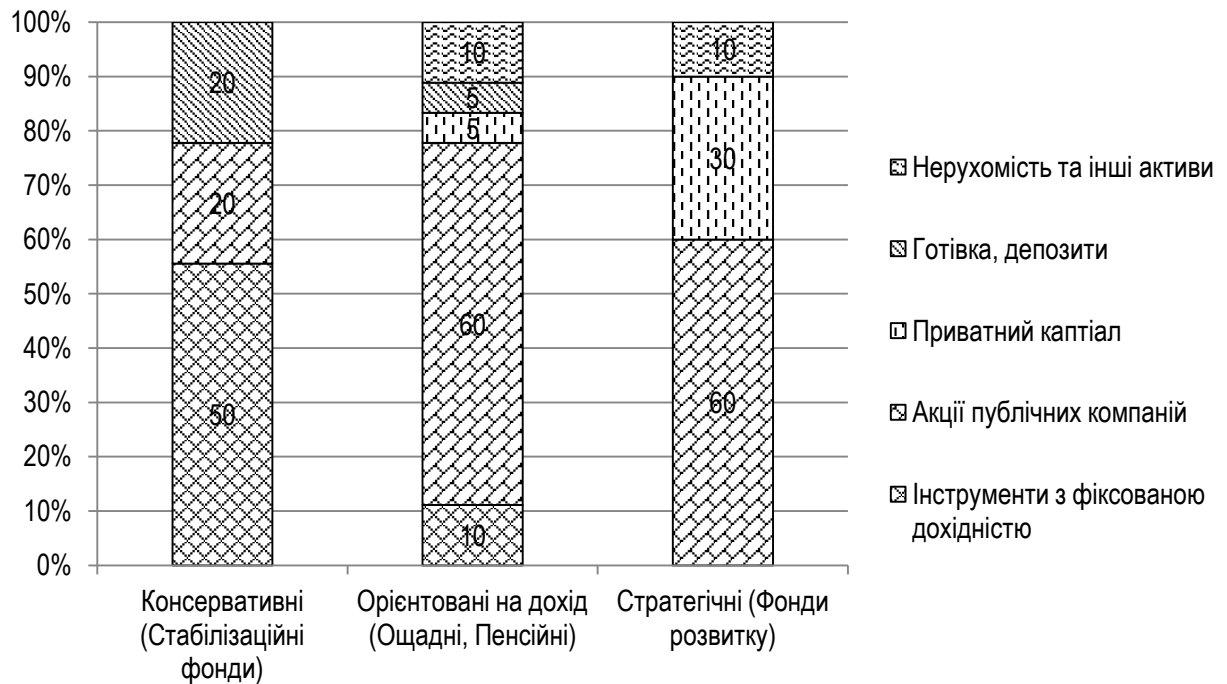


Рисунок 1.9 – Структура портфелю активів СФД з різними інвестиційними стратегіями, за даними [10]

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, і набрання максимальної кількості балів означає відкритість фонду для власних громадян та підтверджує ефективність його роботи.

До основних напрямів використання коштів, які мають бути обов'язково чітко визначені у законодавстві, що регламентує діяльність фонду, варто віднести такі:

- енергоефективна перебудова економіки на засадах зменшення залежності від імпортних джерел енергоресурсів та здійснення портфельних інвестицій в акції енергоощадних компаній, 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, 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 та 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).

В 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. Автор пропонує формувати джерела поповнення цього фонду з урахуванням кращої світової практики використання доходів від розробки родовищ нетрадиційних корисних копалин на користь суспільства.



## 2 РЕГІОНАЛЬНИЙ РІВЕНЬ ВІДПОВІДАЛЬНОГО ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Забезпечення переходу України до стратегії СР економіки з урахуванням розроблених концептуальних засад ВПІ 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 з урахуванням сталості їх розвитку. З позиції міжнародних організацій-донорів капіталу – Міжнародної фінансової корпорації, Світового банку першочерговим критерієм для надання різного роду портфельних інвестицій, проектних інвестицій – 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 [24]), низькому інвестиційному 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» [25, 26].

З погляду П.І. Мірошніченка., який відображає ресурсний підхід, інвестиційний потенціал – сукупність інвестиційних ресурсів суб'єктів господарської діяльності, що формують комплексну базу відтворення господарчої і соціальної сфери життєдіяльності регіону на інноваційній основі з метою забезпечення стійкого економічного зростання [27]. У наведеному визначенні 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 [28], за якою категорії інвестиційного потенціалу та інвестиційної привабливості є принципово різними. 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).

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 [29];

- 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») [30];

- 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» [31].

- Рейтинг та індекс інвестиційної привабливості регіонів, підготовлений Державного агентства з інвестицій та управління інвестиційними проектами спільно з Київським міжнародним інститутом соціології та Інститутом економічних досліджень та політичних консультацій [32].

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 інвестиційних потенціал регіонів (друга група вчених та методика Інтерфакс);

- зосередження виключно на концепції СР без врахування особливостей формування інвестиційного потенціалу (третья група вчених);

- переважна більшість методик спирається на розрахунок вагових значень певних складових або їх інтегруванні 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 репрезентативними для міжнародних співставлень;

- мати можливість оцінки в динаміці [33].

Передусім таким вимогам задовольняє показник чистих скоригованих заощаджень Світового банку, заснований на правилі Хартвіка. Проте, з позиції використання даного показника для характеристики інвестиційного потенціалу регіону потрібно розглянути його модифікації, запропоновані вченими.

Вперше методику розрахунку чистих заощаджень було викладено у працях Д. Пірс і Дж. Аткинсон та удосконалено вченими з Світового Банку К. Гамільтон, Д. Діксон і ін [34, 35]. Справжні заощадження (GS) є результатом послідовної корекції економічних показників. Скориговані чисті накопичення (GS) розраховуються за формулою 1:

$$GS = GNS - Dh + CSE - Dr - CD - PD \quad (1)$$

де GNS – валові внутрішні заощадження,

Dh – знецінення основного капіталу,

Dr – виснаження природних ресурсів,

CSE – поточні витрати на освіту,

CD – збиток від викидів CO<sub>2</sub>,

PD – збиток від викидів твердих суспендованих частинок, діаметром менше 10 мікрон (PM10) [36].

Розрахунок показника чистих скоригованих заощаджень за цією методикою для України наведено у таблиці. 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: від 1995 до 2001 рр. – дуже низькі або від’ємні чистих скоригованих національних заощаджень; 2002 – 2007 рр. – значне поліпшення чистих скоригованих національних заощаджень, та 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, які розглядаються як видатки в людський капітал) та коригувальними чинниками (вичерпанням енергоносіїв та погіршенням екологічної ситуації. мали від’ємне значення у 1996-2000 рр., головним чином внаслідок зменшення валових заощаджень та постійного з року в рік рівня споживання – і після врахування вичерпання природних ресурсів та погіршення стану довкілля [37].

Таблиця 2.1 – Розрахунок чистих скоригованих заощаджень України за методикою Світового банку за 1994-2009 рр.[37].

Відсоток ВНД	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Валові заощадження	32.8	23.3	20.2	19.0	18.8	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	19.1	18.6	18.3	18.8	19.2	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	13.7	4.8	2.0	0.2	(0.4)	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	5.9	6.4	6.4	6.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	5.9	5.9	5.9	5.9
- вичерпання енергоносіїв	2.3	2.9	3.4	2.8	2.5	3.0	6.2	5.7	3.8	4.7	5.7	5.7	4.8	4.0	5.5	3.8
- вичерпання копалин 1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- чисте скорочення лісів 1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- шкода, завдана двоокисом вуглецю	4.4	4.9	5.0	3.7	4.4	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	1.5	1.7	1.1	1.1	1.0	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	11.3	1.6	(11)	(1.1)	(3.9)	(0.6)	(1.8)	1.7	7.0	8.2	13.0	10.1	11.6	12.3	9.7	5.6

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 ВПЛ, 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 [37].

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. 2.2).

У контексті розгляду наведених методик слід зауважити, що показник чистих скоригованих заощаджень не лише інтегрує у собі економічну (заощадження, виснаження технічного та природного капіталу), екологічну (збитки від забруднення навколишнього середовища), соціальну складову (інвестування у людський капітал у вигляді витрат на освіту), але й 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 інтегрально характеризує 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 2.2 – Підходи до розрахунку показника чистих скоригованих заощаджень [36, 38, 39]

Автор	Голубецька Н.П. Макаров О. М., Бовкун В.И.	Мекуш Г.Є., Т. М. Хаматханов	Бекіш Є. Л.	В.В.Третьяков, В.С.Мінаков (Фонд дикої природи UNEP)
Розрахунок	$Z = (S - DA - DP) / Y$	$ИС = ВН - КА - Иу - Ил - Усо2 - Узд + Ро$	$ЧС = ВВС - Э - М - Л - CO2 + O$	$СЧН = ВН - ІД - ПП - УЗОС + Рчк + ЗОС + ООПТ$
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 – ущерб 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; CO2 – збиток від викидів CO2; O – витрати на освіту	ВН – валові нагромадження основного капіталу; ІД – інвестиції в основний капітал за видом діяльності «Видобуток корисних копалин»; ПП – 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.

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, що, на відміну від існуючих підходів, запропоновано здійснювати на основі оцінювання рівня сталості розвитку регіону за показником чистих скоригованих регіональних заощаджень. Реалізація вказаного 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 запізнення у публікації окремих показників регіональної статистики (так станом на 01.01.14 р. найбільш повні статистичні дані про валовий регіональний продукт наявні лише станом на 01.01.2012, тобто включають лише 2011 р. Серед застережень до вказаної методики слід підкреслити, 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 (як різниця між ВВП та кінцевим споживанням). У нашому випадку пропонуємо використовувати за базовий показник валового регіонального продукту (GRP) та коригувати його на обсяг витрат на придбання товарів і послуг у регіоні (поточне споживання, CRC) – формула 2

$$GRS = GRP - CRC \quad (2)$$

3. На третьому етапі, отримавши показник валових регіональних заощаджень, проведемо його коригування на суму інвестицій в основний виробничий капітал (IPAR) – тобто коштів вкладених в засоби виробництва для створення нового доходу в майбутньому. Згідно прийнятої в світовій практиці стандартної системи національних рахунків, вкладення в основний капітал є вкладеннями в майбутнє добробут суспільства, а його споживання проілюстроване показником накопиченого зносу основних засобів. Але з урахуванням того факту, що обсяг накопиченого зносу основних засобів у 2011р. за регіонами України коливається від 37,8% у Київській області до 83,7% у Харківській, (у середньому по Україні – 65,4%), суттєво перевищуючи 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 3.

$$\text{NRS} = \text{GRS} - \text{IPAR} \quad (3)$$

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 (IER), але й охорону здоров’я (IHR), надання соціальної допомоги (SAR), інвестиції у розвиток культури в регіоні (ICR), інвестиції в розвиток спорту в регіоні (ISR), узагальнивши їх у показнику CSCS – формула 4.

$$\text{ІНС} = \text{IER} + \text{IHR} + \text{CSCS} \quad (4)$$

5. П'ятий етап передбачає вирахування з суми NRS показника вичерпання корисних копалин (DNRE), який ілюструє обсяги втрати невідновлюваних ресурсів регіону втрати для майбутніх поколінь, якщо не здійснюється накопичення доходів від них 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, з урахуванням того факту, що площі відтворення лісів в Україні перевищують їх промислову вирубку (за розрахунками за даними Державної статистичної служби в 2,28 рази у 2012 р.).
6. Реалізація шостого етапу передбачає розрахунок обсягу шкоди, завданими 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 діоксиду вуглецю, як найбільшого за питомою вагою джерела забруднення (DCPR), яка математично розраховується як добуток обсягу викидів оксиду та діоксину вуглецю ( $VCO_2$ ) на величину помірних оцінок граничних збитків (ML), що становить 20 дол. США за тону за оцінкою збитку від парникових газів світового банку (формула 5).

$$DCPR = VCO_2 * ML \quad (5)$$

7. У результаті коригувань отримуємо показник чистих скоригованих регіональних заощаджень (ANRS), що є оцінкою інвестиційного потенціалу регіону до СР. Загальна формула для їх розрахунку враховує усі попередні кроки і має такий вигляд:

$$ANRS = GRP - CRC - IPAR + IER + IHR + SAR + ICR + ISR - DNRE - DCPR(6)$$

Подальшими кроками реалізації методики є групування регіонів за рівнем сталості їх розвитку та розробка заходів інвестиційної політики регіону.

Таблиця 2.3 – Чисті скориговані регіональні заощадження за 2008-2011 р., % 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

## Продовження таблиці 2.3

Територіальна одиниця	2008	2009	2010	2011
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

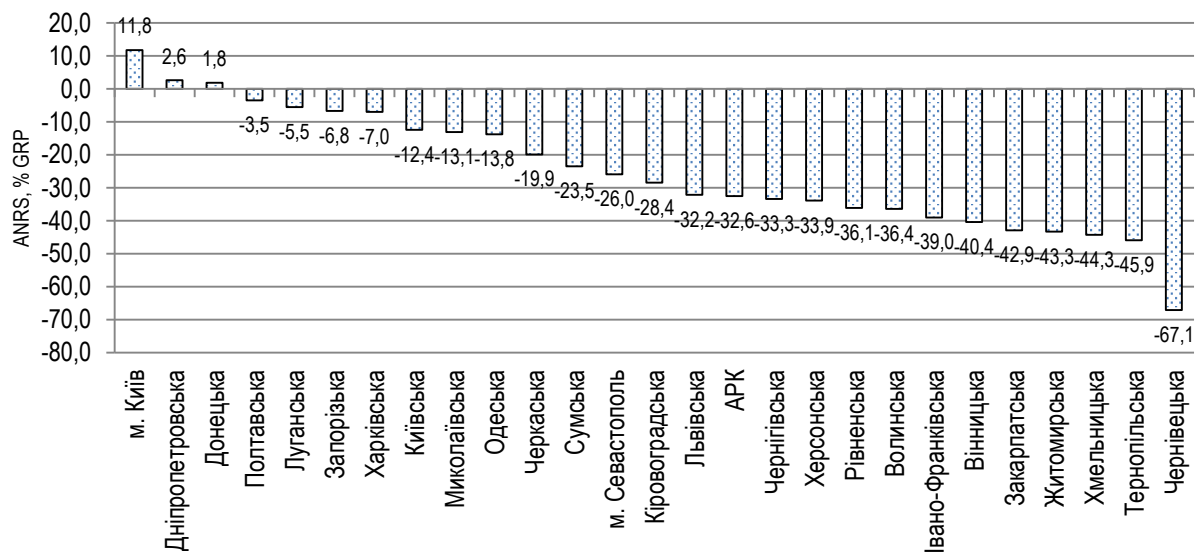
Слід зауважити, що переважна більшість аналізованих регіонів має найбільше падіння ANRS за аналізований період саме у 2008 р. – у році розгортання масштабних кризових явищ в економіці України. У подальшому спостерігається деяке зростання показника (2009-2010 рр.) та його поступове зниження у 2011, що пов'язано з другою хвилею кризових явищ в Україні і переходу її економіки у стан затяжної рецесії, яка спостерігається і сьогодні.

Графічна візуалізація отриманого масиву даних (рис. 2.1), узагальнених за середньою арифметичною по рокам та ранжування областей за спаданням показника чистих скоригованих регіональних заощаджень дозволила зробити висновки про наявність позитивного інвестиційного потенціалу до СР лише у трьох адміністративно-територіальних одиниць – 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. 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.



Рисунк 2.1 – Середнє значення чистих скоригованих регіональних заощаджень за 2008-2011 рр., ранжовані значення у % до GRP.

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 СРу цих регіонах.

Поряд з цим, хотілося б зауважити, що за обсягами промислових викидів Донецька (67,9 тонн на 1 км<sup>2</sup>) та Дніпропетровська область(38,2) у 2011 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 Києві (1,5 млн.), на відміну від тих регіонів, які мають найменшу чисельність економічно активного населення (Чернівецька (0,4 млн.), Кіровоградська (0,5 млн.), Волинська (0,5 млн.)

області) та низький рівень GRP [32]. При цьому, зазначені області мають і низькі показники ANRS.

Підводячи проміжні підсумки, 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.

На разі перейдімо до аналізу інших 24 регіонів, які мають від'ємні значення GRS за аналізований період, які свідчать про суттєве перевищення витрат у цих регіонах, зокрема споживчих, не лише над обсягом отриманих доходів, але, й 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 [32]. 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 ANRS демонструють значне зниження за 24 територіальними одиницями (рис. 2.2). Перевищення витрат над доходами, а тим більше заощадженнями, свідчать про те, що майбутні покоління українців недоотримають частку GRP, а подальше врахування збитків від виснаження корисних копалин, основного капіталу, викидів забруднюючих речовин, навіть скомпенсоване вкладеннями в людський капітал, посилюють даний негативний факт. З наведеного можна зробити висновок, що аналізовані регіони мають недостатній рівень інвестиційного потенціалу та низькі показники, що характеризують окремі його складові.



Рисунок 2.2 – Середнє значення ANRS за 24 регіонами України, % GRP

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 ANRS, кількість груп, визначена за формулою Стерджиса дорівнює 6 (з урахуванням чисельності сукупності у 24 одиниць), оцінку варіації в сукупності проведемо з формулою 7:

$$K_a = \frac{\tilde{\sigma}_{\max}}{x_{\min}} \quad (7)$$



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  $K_a = 0,05$  тому ряд розподілу буде побудовано за нерівними інтервалами.

Величина інтервалу розраховується за формулою 8:

$$h = \frac{x_{\max} - x_{\min}}{n} = \frac{R}{n}, \quad (8)$$

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 – -67,1% для Чернівецької області. 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. 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.

Таблиця 2.4 – 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		

Однак, ця група регіонів потребує певного інвестиційного імпульсу для інтегрованого використання елементів концепції СР у регіональних проектах та програмах, зокрема шляхом залучення ВПІ.

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 територіями. 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 найменші 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) [32]. 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 [32, 40].

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. 2.5).

На нашу думку, варто підкреслити той факт, що існуюча державна інвестиційна політика у регіональному розрізі не є досить ефективною. Підтвердженням цього можна навести дані за одним з інструментів її реалізації – субвенцій з державного бюджету.

Таблиця 2.5 – Рекомендації щодо стратегічних напрямів політики регіонального СР та підвищення інвестиційного потенціалу

Групи регіонів	Заходи з поліпшення інвестиційного потенціалу
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, індустриальних парків, технологічних платформ
Опорні регіони	Доповнення існуючої регіональної політики розвитку економіки складовими концепції СР
	Проведення конкурсів інвестиційних проектів з врахуванням 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
	Залучення громадськості до обговорення питань СР та ВПІ
Депресивні регіони	Розробка комплексної регіональної політики на засадах СР
	Створення механізму інвестування економіки, що враховує не лише економічні параметри, але й соціальну та екологічну складову
	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

За даними Інституту громадянського суспільства у бюджеті 2011 р. 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 до цільним, 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 ВПП у регіональні проекти на засадах СР.

Нарешті останнім напрямом державної інвестиційної політики на регіональному рівні має стати поширення механізмів державно-приватного партнерства у фінансування 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, клімату, 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 чим запропоновано визначати інвестиційний потенціал регіону як його максимальні можливості щодо залучення інвестиційних ресурсів та реалізації інвестиційної політики 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 та групувань регіонів за цим показником розроблені першочергові заходи для стимулювання розвитку інвестиційного потенціалу та залучення ВПП у визначені регіони за групами лідерів, потенційних лідерів, опорних та депресивних регіонів, 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.

Запропонований методичний підхід до визначення інвестиційного потенціалу регіону з урахуванням СР на основі показника чистих скоригованих регіональних заощаджень дозволяє оцінити здатність регіональних утворень до залучення та ефективного використання інвестиційних ресурсів, що співвідноситься з потребами майбутніх поколінь, та розробити напрями інвестиційної політики залежно від його рівня. На відміну від існуючих, зазначений підхід враховує методику Світового банку та дає змогу проводити групування регіонів України за рівнем їх інвестиційного потенціалу за економічною, екологічною та соціальними складовими.

### **3 ОЦІНЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ КОМПАНІЙ НА МІКРОРІВНІ ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТАЛОГО РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ**

Детальна розробка пропозицій щодо функціонування інституційних інвесторів на мікрорівні концептуальних засад ВПІ та отримана позитивна оцінка впливу ПІ на сталий економічний розвиток в цілому, необхідність переосмислення ролі портфельних інвесторів та принципів організації фінансових ринків на засадах СР засвідчила необхідність збалансування паритету цілей щодо отримання доходу від інвестування та досягнення цілей 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.

З аналізованих досліджень більшість дає достатні докази наявності позитивного зв'язку між врахуванням компанією ESG – критеріїв та ефективністю її інвестиційної діяльності. Лише у трьох з проаналізованих праць вказується про негативний характер такого зв'язку.

Щодо групування досліджень за превалюючим типом 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 за мету дослідження мали встановлення взаємозв'язку між соціальними факторами і інвестиційною прибутковістю компанії, демонструють негативний зв'язок (Chong et al., 2006; Geczy et al., 2005; Hong & Kasperczyk, 2006), проте у працях інших науковців, зокрема 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.

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 напрямку управління діяльністю компанії на засадах СР працює О. Ю. Перцева [41]. Однак вичерпних напрацювань у сфері інвестиційної привабливості компанії з позиції доцільності включення їх цінних паперів у інвестиційний портфель виявлено не було і серед українських вчених.

Згідно з аналітичним дослідженням компанії Ернст&Янг, діяльність в галузі соціального та екологічного розвитку компанії стабільно відноситься до десяти найбільш значущих чинників вартості, які обумовлюють 90% відхилень в її оцінках [42]. 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 в 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 засадВПП.



До прикладу незалежні інформаційно-аналітичні агенції є важливими учасниками 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, 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 виступають економічний (корпоративне управління, ризик-менеджмент, ділова етика), соціальний вплив (розвиток людського капіталу, залучення та збереження талановитих співробітників, трудові відносини, корпоративна соціальна відповідальність та філантропія, соціальна звітність) та 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. 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 в межах ВПІ.

За більшістю з вказаних критеріїв провести оцінку інвестиційної привабливості українських підприємств з метою здійснення в них ВПІ неможливо через 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 не фінансовій звітності про використання ESG-критеріїв у своїй практиці.

Так, якщо аналізувати розкриття інформації про нефінансові аспекти діяльності, то в Україні лише 10 % компаній зі 100 найбільших за обсягами чистого доходу в 2008 році готують та публікують нефінансові звіти. Для порівняння – із 250 найбільших компаній у розвинених країнах такі звіти у 2013 р. готували 93% компаній, а з 4100 найбільших компаній у країнах, що розвиваються – 71 %. [42].

Попри це негативне для України 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 [43].

Слід зауважити, що компанії, які займаються поширенням 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 залучали іноземні інвестиції та перейняли відповідні ініціативи СР.

У зарубіжній практиці найбільш популярною формою здійснення інвестицій у СР є пайові інвестиційні фонди (взаємні фонди). У середині 2010 р. в Європі було 879 взаємних фондів таких інвестицій, в управлінні яких знаходилося близько 75 млрд. євро. У США в 2010 році було 250 взаємних фондів ВПІ, в управлінні яких знаходилося близько 316 млрд. доларів США [44].

Що стосується України, як уже зазначалося у попередніх розділах ВПІ не набули свого поширення в Україні 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 займатися ВПІ.

До таких інституційних інвесторів передусім варто віднести так званих «довгих інвесторів»: недержавні пенсійні фонди та інститути спільного інвестування (ІСІ). Враховуючи специфіку НПФ як неприбуткових організації, 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. 3.1), розмір яких у 2012 сягав 157,2 млрд. грн.

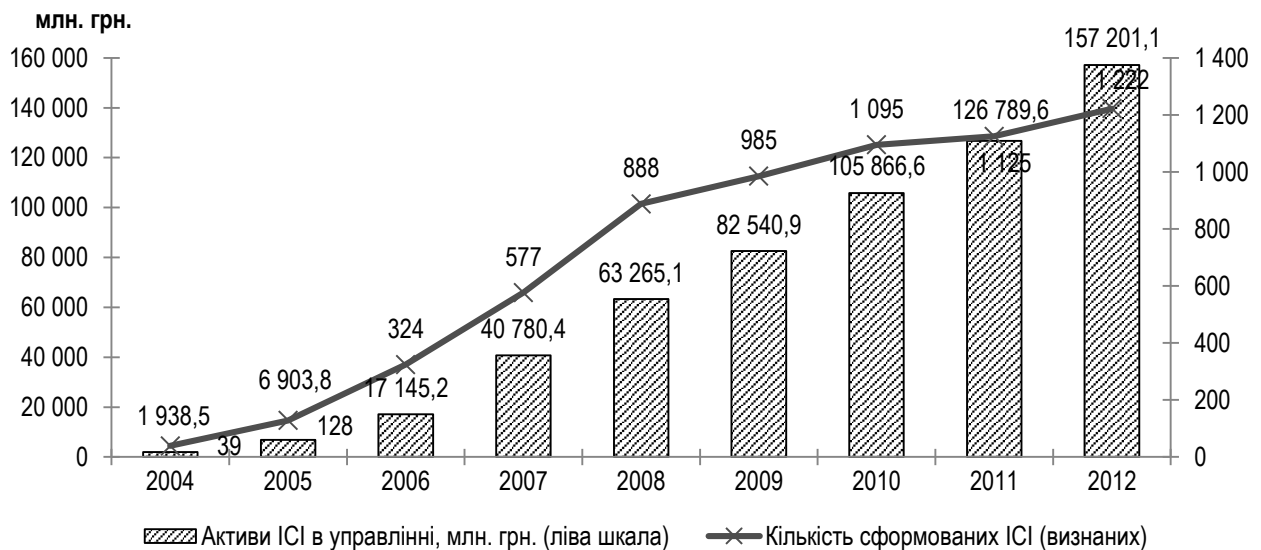


Рисунок 3.1 – Динаміка ринку управління активами ІСІ у 2004-2012 рр.[45]

Необхідно відзначити, що венчурні фонди є найбільш значимою когортою портфельних інвесторів серед ІСІ як за обсягами активів (рис. 3.2) та вартістю операцій за фактом, так і потенційно можуть бути драйверами індустрії ВПІ, виконуючи своє первісне призначення – фінансування ризикованих, інноваційних проєктів.

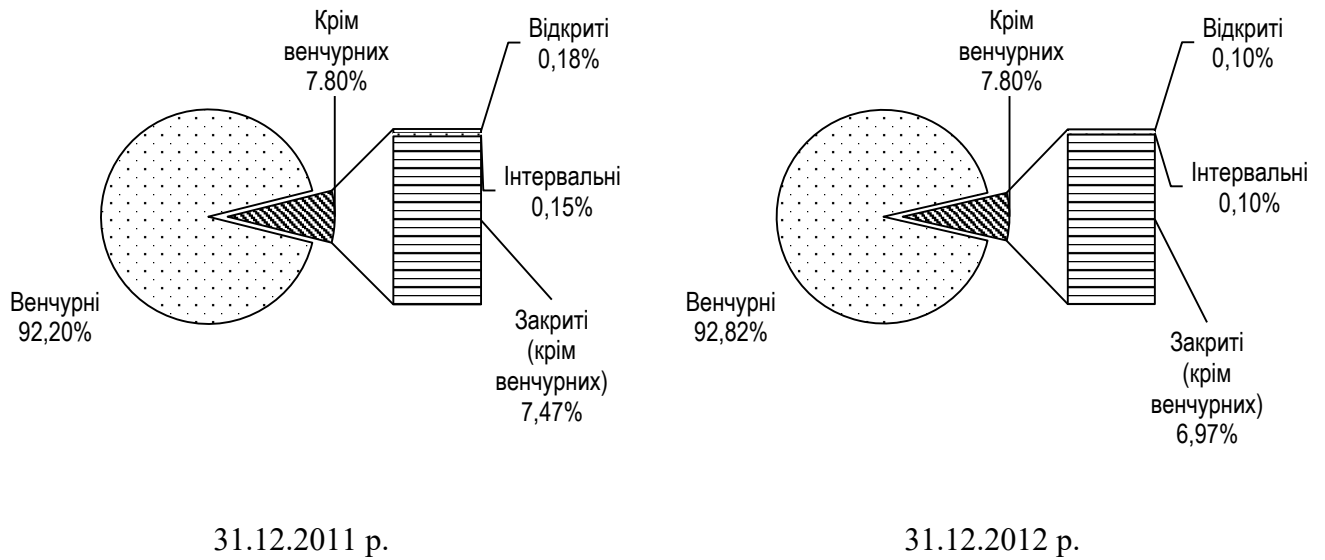


Рисунок 3.1 – Розподіл вартості чистих активів ІСІ станом на 31.12. 2011 та 31.12. 2012 р., за даними [45]

Згідно з ЗУ «Про інститути спільного інвестування» венчурний фонд – недиверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів інституту спільного інвестування серед юридичних та фізичних осіб [46].

Проте назва венчурних фондів в Україні відповідає міжнародній практиці лише опосередковано. Найпривабливішими сферами венчурного інвестування в Україні є будівництво, переробка сільгосппродукції, харчова промисловість, роздрібна торгівля, в той час, як у країнах Європейського Союзу і в США – це інвестиції в 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, це підприємства малого та середнього бізнесу, ризикових проєктів, нетрадиційних інвестицій [47].

На нашу думку, саме венчурні фонди як превалюючий тип інституційних інвесторів, вкладення 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, пов'язані з структурою їх портфелів (рис. 3.3).

На відміну від 2011 р., найбільшу питому вагу в портфелях ІСІ в Україні у 2012 р. займали акції, (41,5% проти 36,8%) насамперед через зміну інвестиційних пріоритетів венчурних фондів.

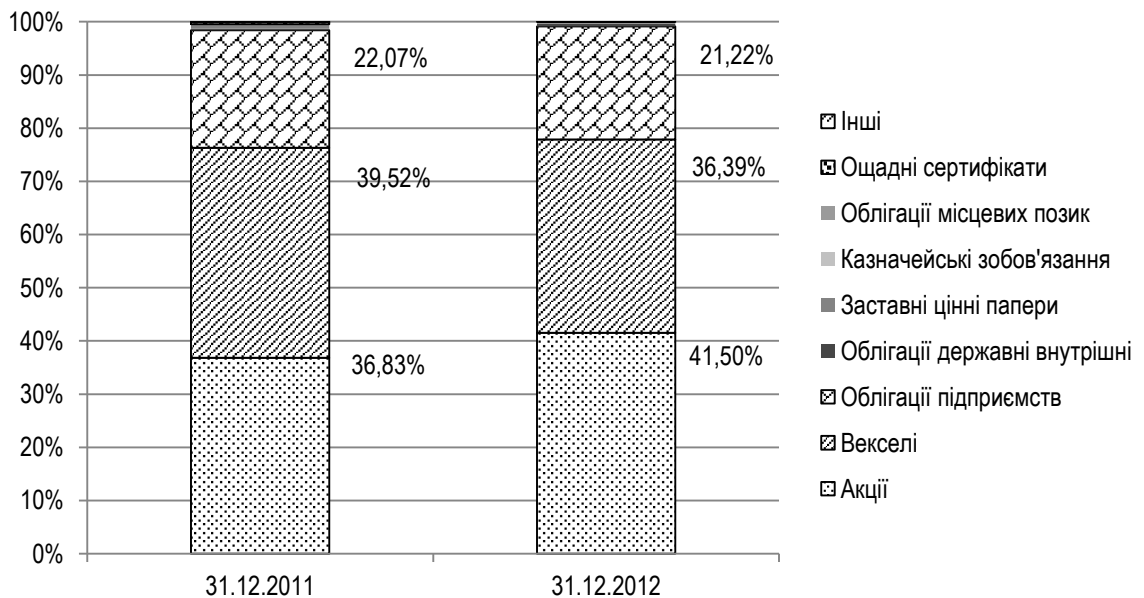


Рисунок 3.3 – Розподіл різних типів інструментів у портфелях ІСІ за 2012 р., %, за даними [45]

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 в лістингу, 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;

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 екологічних, соціальних та управлінських критеріїв.

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 дохідності 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 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 непараметричні 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», загальною чисельністю 37 суб'єктів. З первісної вибірки у 41 компанію нами було виключено такі компанії як Ернст&Янг Україна, БДО Україна, та ін., обсяг виручки за 2012 рік яких був опублікований лише як складова глобального звіту компаній.

Факторна ознака враховуючи відсутність повноцінних та вичерпних даних про реалізацію принципів СР та відповідального бізнесу українських компаній, в силу окреслених вище причин, скористаємось таким інтегральним показником, як рівень відкритості і активності компаній в КСВ, що розраховується на постійній основі Всеукраїнським рейтинговим журналом «ГВардія».

Рейтинг складається на підставі аналізу анкет, висланих 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 в свою чергу, ілюструє прихильність бізнесу до підтримки ініціатив відповідального бізнесу [48].

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, та згруповані за такими блоками як:

- соціальний звіт як інструмент діалогу з суспільством;

- системність в управлінні КСВ;
- відкритість та системність у взаємодії з зацікавленими сторонами;
- відкритість та системність діяльності за основними напрямками КСВ [48].

За результатами рейтингу найвищий рівень відкритості має компанія ДТЕК (89,3 бали з 100 можливих). Лідерами у цьому рейтингу виступають також компанії «АрселорМіттал Кривий Ріг» (87,6 бали), Платинум Банк (86,9), СКМ (85,4). Перша десятка лідерів наведена на рис. 3.4.

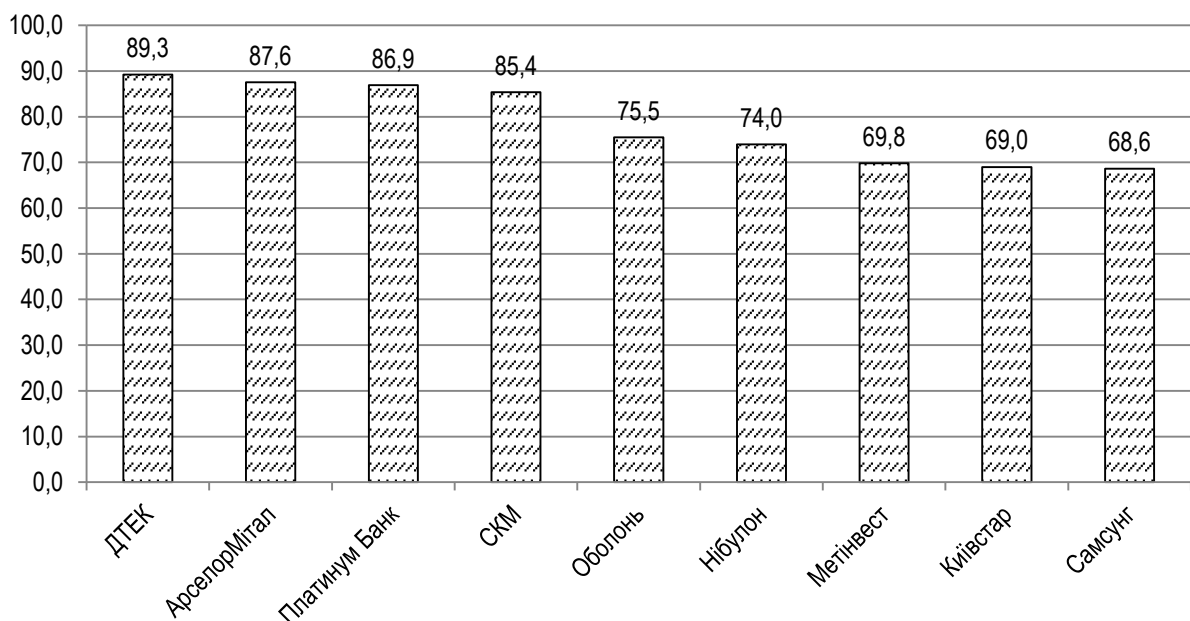


Рисунок 3.4 – Компанії лідери за рейтингом відкритості і системності в КСВ 2013 р, бали [48]

Вибір результативної ознаки лежить в площині встановлення найбільш об'єктивних показників, що характеризують ефективність діяльності компанії. У зарубіжних працях у взаємозв'язку з показниками, що характеризують рівень КСВ та СР компаній най частіше розглядають три групи показників:

- Q Тобіна, який розраховується діленням 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 розраховувати 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  $\rho$  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 таку формулу 9.

$$\rho = 1 - \frac{6 \sum_{j=1}^n d_j^2}{n(n^2-1)} \quad (9)$$

де  $d_j$  – різниця рангів факторної і результативної ознак;

$n$  – кількість пар рангів.

Коефіцієнт  $\rho$  набуває значення від 0 (зв'язок відсутній) до +1 (зв'язок абсолютний прямий) або -1 (зв'язок абсолютний обернений).

Для оцінки статистичної істотності  $\rho$  Спірмена розрахунковий критерій істотності цього коефіцієнта порівнюють з критичним – критерієм Стюдента – для заданої ймовірності із  $df = n-2$  ступенями свободи за формулою 10.

$$t_p = \rho \sqrt{\frac{n-2}{1-\rho^2}} \quad (10)$$

У результаті проведених розрахунків за формулою 3.9 нами було отримано значення  $\rho$  Спірмена, що дорівнює 73,9%.

Інтерпретацію отриманого значення  $\rho$  Спірмена проведемо за загальновідомою шкалою Чеддока (табл. 3.1).

Таблиця 3.1 – 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 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  $\rho$  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 свої 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, бо 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.

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 компанії з виробництва тютюну, алкоголю, компанії, що завдають значної шкоди навколишньому середовищу, тощо (табл. 3.2). 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 3.2 – Групи фільтрів, що застосовуються при формуванні портфельів соціально-відповідальних інвестицій[49].

Використані про формуванні понад 50% портфельів	Використані при формуванні від 30% до 49% портфельів	Спеціалізовані фільтри (30% портфельів)
<ul style="list-style-type: none"> <li>– тютюн</li> <li>– алкоголь</li> <li>– екологічні збитки</li> <li>– дотримання прав людини</li> <li>– відсутність дискримінації при реалізації політики зайнятості</li> <li>– азартні ігри</li> <li>– зброя</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– трудові відносини</li> <li>– експерименти на тваринах</li> <li>– розвиток місцевих громад</li> <li>– добротність</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– винагороди управлінському персоналу</li> <li>– аборти та контроль над народжуваністю</li> <li>– міжнародні стандарти праці</li> </ul>

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 їх рівнем КСВ, відповідального ведення ними бізнесу та врахування ESG – критеріїв у свої 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 ВПІта формування їх стратегії ВПІ, 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  $\rho$  Спірмена, що дозволяє комбінувати як якісні, так і кількісні ознаки, має адекватну математичну інтерпретацію та є статистично значущим.

## ВИСНОВКИ

Деталізація концептуальних засад ВПІ 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 фінансування СР економіки, та потребують детального розгляду на макрорівні запропонованих концептуальних засад ВПІ.

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.

Екстраполюючи результати проведеного аналізу сутності, основних рис, ознак класифікації СФД у світовій практиці, масштабів їх діяльності на міжнародних ринках капіталу на вітчизняні реалії, 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), моделювання сценаріїв формування джерел створення та поповнення цього фонду від угод з розподілу продукції (нетрадиційних вуглеводнів), обґрунтуванням напрямів використання його

коштів та формування портфелю його активів, принципів функціонування (з урахуванням принципів Сантьяго, вимогам індексу Лінабурга-Мадуелла), дворівневої моделі управління ним на засадах підзвітності та громадського контролю.

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 на основі показника чистих скоригованих регіональних заощаджень, що характеризують потенційну здатність регіонів України до залучення та ефективного використання інвестиційних ресурсів, що співвідноситься з потребами майбутніх поколінь.

За результатами розрахунків усі регіони було згруповано залежно від рівня їх інвестиційного потенціалу до СР (регіони-лідери, потенційні лідери, опорні регіони, депресивні регіони) та розроблено рекомендації у межах перспективної регіональної політики СР для кожної з груп.

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 та враховуючи особливості реалізації ВПІ на мікрорівні, було проведено оцінку взаємозв'язку між рівнем КСВ та обсягом виручки найбільших українських компанії з використанням непараметричного методу аналіз – розрахунку коефіцієнту кореляції Спірмена. 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.

## ПЕРЕЛІК ДЖЕРЕЛ ПОСИЛАННЯ

1. Спасут ли Фонды национального благосостояния мировую финансовую систему? – Новости WOC [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://woc-org.com/news-view-2573.html>.
2. Підгурська О. І. Сутність та етапи розвитку фондів суверенного добробуту[Електронний ресурс] / О.І. Підгурська. – Ефективна економіка. – Режим доступа : <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=1457>.
3. Шарп У. Инвестиции : пер. с англ. / Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. – М. : ИНФРА–М, 2001. – XII. – 1028 с.
4. Norway Government Pension Fund-Global. – Access [http://www.nbim.no/Global/Reports/2011/Annual%20report%202011/Arsrapport\\_11\\_ENG\\_web.pdf](http://www.nbim.no/Global/Reports/2011/Annual%20report%202011/Arsrapport_11_ENG_web.pdf), p.9
5. 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/>
6. Masdar. Abu Dhabi . – Access : <http://mubadala.ae/portfolio/masdar/>.
7. 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.
8. Bolton P. Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investments / Bolton P., Samama F. and J. E. Stiglitz. – Columbia University Press. – 2011. – pp. 108-110.
9. 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.
10. 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](http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/how_the_new_power_brokers_are_faring_in_financial_crisis).
11. 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](http://knowledge.wharton.upenn.edu/papers/download/052810_Lauder_Sovereign_Wealth_Fund_report_2010.pdf).
  12. Пупынин К. Н. Применение зарубежного опыта функционирования суверенных инвестиционных фондов для Резервного фонда и Фонда национального благосостояния РФ : дис. кандидата экон. наук: 08.00.14 / Пупынин, Кирилл Николаевич. – М, 2011. – 171 с.
  13. 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.
  14. By the Numbers: The Quest for Performance // State Street Center for Applied Research. – Access : [www.statestreet.com/centerforappliedresearch/](http://www.statestreet.com/centerforappliedresearch/)
  15. Бароновская М. Г. Инвестирование средств фондов национального благосостояния в ценные бумаги: дис. кандидата экон. наук: 08.00.10 / Бароновская Маргарита Геннаьевна. – М, 2011. – 149 с.
  16. Сухарев А. Н. Государственные финансовые резервы как потенциал модернизационного развития экономики России : автореф. дис. ... д-ра экон. наук : спец. 08.00.10 - финансы, денежное обращение и кредит / А. Н. Сухарев ; Российская академия наук. – М., 2011. – 38 с.
  17. 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.
  18. 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>.
19. 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](http://budget.kz/publikatsii/issledovatelskie-otchety/NF_sikhimbaeva_web.pdf).
  20. Угода про розподіл прибутку [Електронний ресурс]. – Режим доступу :<http://eimg.pravda.com.ua/files/b/8/b808b48-psa-ukraine-chevron.pdf>.
  21. 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>.
  22. Общепринятые принципы и практика – Принципы Сантьяго [Электронный ресурс]. – МВФ, 2008. – Режим доступа [www.iwgswf.org/pr/pdf/rus/pr0804r.pdf](http://www.iwgswf.org/pr/pdf/rus/pr0804r.pdf).
  23. Розробка засад створення Національного Фонду Розвитку від надходжень з видобутку вуглеводнів [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://nomos.com.ua/content/view/436/74/>.
  24. 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>.
  25. Герасимчук З. В. Інвестиційний потенціал регіону: методика оцінки, механізми нарощення : монографія / З. В. Герасимчук, В. Р. Ткачук. – Луцьк : Надстир'я, 2009. – 232 с.
  26. 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.

27. 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.
28. Леонов С. В. Інвестиційний потенціал банківської системи України : монографія / С. В. Леонов. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – 375 с.
29. Інвестиційна політика України на регіональному рівні / Інститут Реформ. Недержавний аналітичний центр. – К., 2003. – Вип. 16. – 88 с.
30. 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/l\\_doc2.nsf/link1/FIN7184.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/FIN7184.html).
31. 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>.
32. Рейтинг інвестиційної привабливості регіонів. – Державне агентство з інвестицій та управління інвестиційними проектами – 2013. – 356 с.
33. 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](http://www.edit.muh.ru/content/mag/trudy/02_2009/10.pdf).
34. 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.
35. 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>.
36. 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.
  37. 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.
  38. 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.С.; Бекиш С. 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>.
  39. 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](http://www.lib.csu.ru/vch/130/010.pdf).
  40. Інвестиційний клімат в Україні: яким його бачить бізнес. – Міжнародна фінансова корпорація, 2011. – 126 с.
  41. 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.
  42. TheKPMGSurveyofCorporateResponsibilityReporting 2013/ – Access : [kpmg.com/sustainability](http://kpmg.com/sustainability).

43. Шинази Г. Дж. Сохранение финансовой стабильности / Гарри Дж. Шинази // Вопросы экономики (Международный валютный фонд). – 2005. – № 36. – С. 22–25.
44. Коваленко В. Инвестиции: не проходите мимо! / Виктор Коваленко [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://kontrakty.ua/article/52940>.
45. 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](http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart.html).
46. 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>.
47. Особливості та можливості венчурних інвестиційних фондів в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/rzp/195.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/195.htm).
48. ГВардия. Рейтинг социально ответственных компаний – 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://kontrakty.ua/article/62569>
49. Яковец Ю.В. Глобализация и взаимодействие цивилизаций / Ю.В. Яковец; Междунар. ин-т П. Сорокина, Н. Кондратьева. – Изд. 2-ое, [перераб. и доп.]. – М. : Изд-во «Экономика», 2003. – 411, [1] с. – (Российская социально-экономическая мысль).