



КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ
УНІВЕРСИТЕТ

На правах рукопису

СТЕПАНЕНКО Андрій Сергійович

ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ ПРЯМИХ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Спеціальність 08.04.02 - Державні фінанси і податки

АВТОРЕФЕРАТ

дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

КИЇВ - 1997

ЛННБ України ім.В.Стефаніка



00752422 (M)

ДВ. 37. 143

**КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ
УНІВЕРСИТЕТ**

На правах рукопису

СТЕПАНЕНКО Андрій Сергійович

ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ ПРЯМИХ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Спеціальність 08.04.02 - Державні фінанси і податки

АВТОРЕФЕРАТ

дисертації на здобуття наукового ступеня

кандидата економічних наук

КИЇВ - 1997

**ІНБ ім. В. Стефаніка
АН України**

Дисертація є рукописом.

Роботу виконано на кафедрі фінансів Київського національного економічного університету.

Науковий керівник: Заслужений діяч науки України,

доктор економічних наук,

професор ФЕДОСОВ В.М.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук,

професор ЮРІЙ С.І.

кандидат економічних наук,

доцент ПЕРЕСАДА А.А.

Провідна установа: Інститут світової економіки та міжнародних

відносин Національної академії наук України

Захист дисертації відбудеться 24 квітня 1997 р. о 15³⁰ годині на

засіданні спеціалізованої вченої ради Д.01.53.03 у Київському

національному економічному університеті за адресою:

252057, м. Київ, пр. Перемоги, 54/1, ауд. 317

З дисертацією можна ознайомитись в бібліотеці Київського

національного економічного університету.

Автореферат розісланий 24 березня 1997 р.

Вчений секретар

спеціалізованої вченої ради,

кандидат економічних наук,

доцент



А.М.Поддєрьогін

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність і ступінь дослідженості теми дисертації.

Характерною особливістю сучасного етапу розвитку економіки України є поглиблення процесів інтернаціоналізації виробництва, її інтеграції у світову економіку. В зв'язку з цим все більш інтенсивною стає діяльність на території України підприємств з іноземними інвестиціями. В умовах скорочення обсягів внутрішньонаціонального виробництва участь іноземного капіталу сприяє підвищенню експортного потенціалу, піднесенню загального технологічного рівня виробництва, використанню передового управлінського досвіду. Цілком очевидно, що від рівня та якості управління процесом іноземного інвестування залежать як перспективи успішної роботи багатьох українських підприємств, так і конкурентоспроможність національної економіки в цілому.

В Україні дослідженню окремих питань іноземного інвестування і фінансів зарубіжних корпорацій присвячені роботи І.А. Бланка, В.С. Будкіна, А.С. Гальчинського, В.П. Клочка, Д.Г. Лук'яненка, А.І. Рогача, А.П. Рум'янцева, В.А. Степаненка, В.М. Суторміної, А.С. Філіпенка, В.М. Федосова, С.І. Юрія та інших. Серед досліджень західних вчених, які внесли значний внесок в розвиток теорії та практики міжнародних інвестицій слід відзначити роботи Ф. Блека, Дж. Данінга, Р. Вернона, В. Калимона, Д. Лессарда, М. Портера, Б. Сольника, А. Шапіро, Р. Штульца та багатьох інших.

Більшість робіт вітчизняних економістів орієнтована на аналіз загальних тенденцій процесу міжнародних інвестицій в Україну. Значно менше уваги приділяється питанням мотивації іноземних інвесторів, аналізу проблем, з якими вони стикаються в процесі своєї діяльності на території України. Проте вивчення проблем іноземних інвестицій на мікрорівні з позиції іноземного інвестора сприятиме виробленню науковообґрунтованої економічної політики держави. Існує також необхідність системного аналізу фінансових аспектів процесів прямого іноземного інвестування, їх взаємозв'язків із іншими, і в першу чергу стратегічними факторами, що визначають цілі інвестицій.

Важливість цієї проблеми та недостатній рівень її розробки визначили вибір теми дисертації, зумовили мету, основні завдання, предмет, об'єкт та методологію дослідження.

Мета та основні завдання наукового дослідження. Головна мета дисертаційного дослідження полягає в аналізі фінансової політики іноземного інвестора і розробці на цій основі рекомендацій для державних органів щодо регулювання діяльності підприємств з іноземними інвестиціями та для українських партнерів щодо ефективного співробітництва з іноземними інвесторами.

Для досягнення поставленої мети у роботі вирішується ряд завдань, головними з яких є:

- аналіз розвитку міжнародного інвестування в Україні;
- визначення ключових елементів сучасної концепції фінансування та методологічної бази аналізу ефективності іноземних інвестицій;

- виявлення особливостей застосування деяких фінансових моделей в Україні;
- ідентифікація ризиків інвестиції та розробка концептуальних підходів щодо їхнього зменшення;
- розробка найбільш гнучкої та ефективної моделі фінансування пріоритетних проектів за участю держави;

Предметом дослідження є сфера фінансових відносин, які виникають в процесі реалізації міжнародного інвестиційного проекту на території України.

Об'єктом дослідження є підприємства з іноземними інвестиціями та філії іноземних компаній.

Методологічну основу дисертаційної роботи становить розвиток економічної теорії, дослідження провідних фахівців у галузі міжнародної інвестиційної діяльності. До них в першу чергу належать теорії інтернаціоналізації та портфеля, моделі оцінки капітальних активів та чистої теперішньої вартості (NPV), концепції стратегічного аналізу, проектного фінансування та стадійності процесу фінансування.

Виконана робота базується на комплексному підході до вивчення розвитку діяльності підприємств з іноземними інвестиціями. В процесі дослідження причинно-наслідкових зв'язків застосовувались прийоми моделювання інвестиційного процесу, динамічних порівнянь, теорії ймовірностей, ситуаційного аналізу, графічного зображення даних.

Статистичну та фактологічну основу дослідження складають матеріали Міністерства фінансів України, Міністерства економіки України, Міністерства статистики України, Міністерства зовнішньоекономічних зв'язків України,

Національного банку України, Української фондової біржі, Української міжбанківської валютної біржі. У роботі над дисертацією використовувалися дані Міжнародного Валютного Фонду, Світового Банку, Європейського банку Реконструкції та Розвитку, німецького Бундесбанку, аналітичні звіти Європейського центру макроекономічного аналізу України, праці українських та зарубіжних економістів, матеріали науково-практичних конференцій, семінарів, рекомендації міжнародних експертів з питань залучення іноземних інвестицій, довідкова, періодична література та інші публікації.

Дисертація виконана як складова розроблених колективом кафедри фінансів Київського національного економічного університету комплексних науково-дослідних тем «Теорія і практика управління фінансами в умовах ринкової економіки» (номер державної реєстрації 0196У007509) та «Бюджетний механізм в системі ринкових відносин» (номер державної реєстрації ІАО 1002606Р).

Теоретична цінність, наукова новизна дисертації та особистий внесок автора у розробку проблеми полягають у наступному:

- визначені головні фінансові аспекти іноземних інвестицій;
- запропоновано та апробовано аналітичний інструментарій визначення ефективності інвестицій в економіку України;
- окреслені межі та визначені особливості використання іноземним інвестором в умовах України класичних фінансових теорій та моделей;
- визначено класифікаційні критерії відбору організаційної форми іноземних інвестицій в залежності від стратегії іноземного інвестора, його доступу до різних джерел фінансування;

- залучено до наукового обігу ряд категорій, які широко використовуються у науці та бізнес-практиці країн Заходу.

Практична цінність, апробація та публікації результатів наукового дослідження. Основні положення дисертаційного дослідження, крім наукового, мають також практичне значення і можуть бути використані для вдосконалення інформаційної та методичної бази прийняття рішень стосовно регулювання та сприяння діяльності підприємств з іноземними інвестиціями на території України. Робота створює теоретико-методичні основи для вироблення політики уряду у відносинах з іноземним інвестором при виконанні спільних проєктів. Зокрема, запропонована інтегральна модель іноземних інвестицій визначає шляхи підвищення їх позитивного впливу на вирішення пріоритетних для України завдань. В рамках моделі розроблені підходи щодо тактики та стратегії ведення переговорного процесу з іноземним інвестором.

Результати наукового дослідження обговорювалися на засіданнях кафедри фінансів Київського національного економічного університету. Рекомендації автора з питань розвитку механізмів фінансування прямих іноземних інвестицій та підвищення ролі податкової системи України у залученні іноземних інвестицій доповідалися на Другому конгресі Міжнародної української економічної асоціації (20-24 травня 1996 р., Харків); на міжнародній науково-практичній конференції «Проблеми вдосконалення податкової системи в Україні», проведеної Державною податковою адміністрацією України та Академією економічних наук України (24-25 жовтня 1996 р., Київ); а також на факультеті менеджменту університету Торонто

в рамках Української програми наукового обміну (1996 р., Торонто) та роботи круглого столу на тему «Ефективна ставка податку та податкова конкурентоспроможність Канади» (25 березня 1996 р., Торонто).

Вони знайшли відображення в опублікованих автором 3-х роботах загальним обсягом 1,8 друкованого аркуша.

Рівень реалізації та впровадження наукових розробок.

Основні положення дисертаційної роботи використовуються у Київському національному економічному університеті в процесі викладання курсів «Міжнародні фінанси» та «Фінансовий ринок». На основі результатів дослідження надіслані пропозиції щодо вдосконалення системи державного регулювання діяльності підприємств з іноземними інвестиціями до Адміністрації Президента України, Національного агенства України з реконструкції та розвитку (НАУРР), Національного банку України, які отримали позитивну оцінку.

Структура та обсяг дисертаційної роботи. Відповідно до мети, завдання та логіки дослідження визначена структура роботи, яка складається з вступу, чотирьох глав, висновків та бібліографічного списку зі 103 найменувань, додатків у вигляді 28 таблиць.

У «Вступі» автором визначені предмет, об'єкт, мета та основні завдання наукового дослідження, обґрунтовані його теоретичне та практичне значення, актуальність та ступінь дослідженості теми дисертації. У першій главі аналізуються тенденції іноземного інвестування в Україну, зокрема під кутом зору виявлення стратегічних пріоритетів різних груп інвесторів. Розглядаються фінансові складові інвестиційного клімату, стан

розвитку валютно-фінансового ринку та роль податкової системи України у залученні прямих іноземних інвестицій. У другій главі показані головні джерела капіталу та методи фінансування іноземних інвестицій в Україну. Особливу увагу приділено питанням мінімізації ризику інвестування та способу участі в фінансуванні держави. Третя глава аналізує методику визначення ефективності інвестицій та можливості її використання. Особлива увага приділяється дослідженню факторів, що впливають на структуру капіталу міжнародного інвестиційного проекту. Четверта глава написана з використанням методу ситуаційного аналізу (кейс-метод), який поширений у північноамериканських школах бізнесу. В ній розглядається ймовірна типова компанія, що планує здійснити інвестицію в Україну. На її прикладі показано, як основні положення дисертаційної роботи можуть застосовуватися на практиці. Висновки містять основні рекомендації автора, зроблені ним за результатами проведеного дослідження. Загальний обсяг дисертації складає 179 сторінок машинописного тексту.

ОСНОВНІ ПОЛОЖЕННЯ І РЕЗУЛЬТАТИ ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ.

У дисертації розглянуто три групи проблем.

Перша група пов'язана з аналізом процесу іноземного інвестування в Україну, впливу валютно-фінансового ринку та податкової системи на нього.

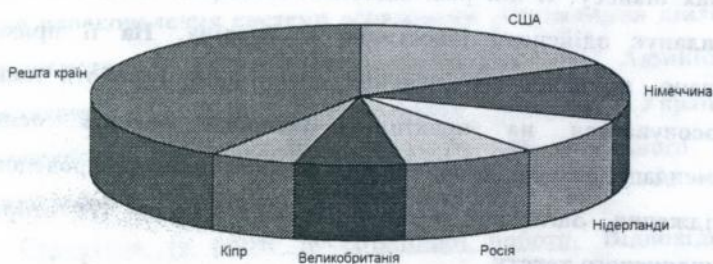
Дослідження цих проблем спирається на сучасні теорії інтернаціоналізації виробництва та концепцію стратегічного аналізу діяльності транснаціональних компаній, закономірностей

розвитку валютно-фінансового ринку. Проаналізовані найбільш вагомі кількісні параметри іноземного інвестування в Україну.

За даними Міністерства статистики України за станом на 1.01.1997 р. сума прямих зарубіжних інвестицій в економіку України склала біля 1,4 млрд дол. У 1996 р. в Україну надійшло інвестицій на 458,9 млн дол., що на 11% більше, ніж у 1995 р. Серед країн-інвесторів переважають західні партнери.

Діаграма 1

Розподіл іноземних інвестицій серед країн-інвесторів, здійснених в Україну на початок 1997 р.



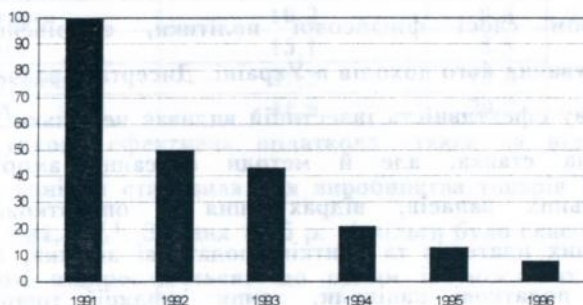
Грунтуючись на результатах аналізу виявлено основні тенденції розвитку іноземного інвестування в Україну, які включають:

- поступове збільшення частки інвестицій із країн СНД;
- слабке використання механізмів фінансового ринку для здійснення інвестицій;
- нерівномірність розподілу інвестицій за галузями та регіонами України;
- велика частка майнових внесків іноземних інвесторів у загальних обсягах інвестицій.

Серед факторів, які перешкоджають надходженню інвестицій, автором виділені: нестабільність та невизначеність законодавства, нерозвинутість банківської та фінансової систем, незадовільні темпи приватизації, невирішеність питання власності на землю, скорочення обсягу внутрішніх інвестицій.

Діаграма 2

Динаміка внутрішніх капіталовкладень в Україні
(1991 р. = 100%)¹



Важливість для іноземного інвестора валютно-фінансового ринку в першу чергу пояснюється тим, що він постійно стикається із проблемою мінімізації валютного ризику. В останні роки валютний ринок України активно розвивався. У 1995 р. обсяг торгів на Українській міжбанківській валютній біржі становив 1,7 млрд дол., а в 1996 р. - 9,1 млрд дол. З урахуванням операцій на позабіржовому ринку ця цифра становить біля 18 млрд дол. Аналіз показує, що валютний ринок України має певні ознаки слабого ступеню ефективності. Це дає підстави зробити

¹ Розраховано за даними: «Статистичний щорічник України» за 1992-1995 рр., Мінстат України, К.: Техніка

висновок про досить значний вплив на нього взаємозв'язків між показниками темпів інфляції, процентних ставок, валютних курсів спот та форвард, які використані в роботі при розрахунку ефективності інвестиційного проекту. Крім того, автором розглядаються проблеми, що можуть виникнути в Україні при оцінці взаємодії між названими показниками, та пропонуються шляхи їх вирішення.

Важливим фактором, що впливає на вибір іноземним інвестором своєї фінансової політики, є рівень прямого оподаткування його доходів в Україні. Дисертант зазначає, що на фінансову ефективність інвестицій впливає не тільки номінальна податкова ставка, але й методи списання амортизації та матеріальних запасів, відрахування з оподаткованої суми процентних платежів та збитків, податкові знижки, податковий кредит, податкові канікули, темпи інфляції тощо. Все це враховується при визначенні ефективної податкової ставки на капітал, представленої у вигляді процента від доходу.

Ефективна податкова ставка для кожного підприємства буде індивідуальною. Ефективні ставки податка на прибуток підприємств з іноземними інвестиціями на початок 90-х рр. у різних країнах наведені у таблиці 1 (у %)¹. В Україні такі розрахунки здійснювались експертами Світового банку у 1993 р. Було встановлено, що ефективні податкові ставки для підприємств з іноземними інвестиціями становили при

¹ J. Mintz, T. Tsiopoulos «Corporate Income Taxation and Foreign Direct Investment in Central and Eastern Europe» World Bank 1992. Washington D.C., p. 4.

виробництві товарів 9,8 %, а при здійсненні послуг - 10,5 %. В цей період в Україні надавались пільги у формі податкових канікул для таких підприємств.

Таблиця 1.

Країна	Виробництво товарів	Послуги
Чехословаччина	22,2	19.8
Польща	7,6	14.3
Угорщина	6,0	5.1
Румунія	12,2	9.8
Болгарія	10,2	9.8
Греція	15,1	-8.8
Португалія	31,3	19.8
США	41,9	29.7

Розрахункова ефективна податкова ставка за відсутності податкових канікул становила для виробництва товарів 73 %, а для послуг - 84,5 %¹. З січня 1995 р. ці пільги було скасовано.

У роботі підкреслюється, що одним із можливих шляхів зниження ефективної податкової ставки має стати більш широке використання інвестиційних податкових знижок. Автор досліджує проблеми та шляхи зміни податкового законодавства у напрямку підвищення ролі цього стимулу.

Для більш широкого залучення великих інвестиційних ресурсів для реструктурування економіки пріоритетним є визначення джерел та механізмів фінансування великих проектів в Україні. Ці питання складають другу групу проблем, висвітлених в дисертації. В процесі їх наукової розробки дисертантом ураховано критичні зауваження та рекомендації професора університету Торонто В. Калимона, який активно

¹ За інформацією Міністерства зовнішньоекономічних зв'язків України.

займається дослідженням діяльності спільних підприємств в Україні.

На сьогоднішній день найбільш реальними джерелами капіталу для фінансування проектів в Україні є транснаціональні корпорації, іноземні комерційні банки, венчурні підприємці, міжнародні фінансові організації, агенції експортних кредитів, світовий ринок облігацій. Українська сторона має чітко знати механізми фінансування, що використовуються кожним з інвесторів для того, щоби бути в змозі довести привабливість проекту та його придатність їх портфелям інвестицій.

Принципи фінансування проекту з кількох джерел, а також стадійності фінансування дозволяють зменшити ризик інвестиції для кожного з учасників. Як правило, ті інвестори, що віддають перевагу інвестуванню на ранніх стадіях, прагнуть більшого контролю над проектом, витрачають більше коштів на початковий аналіз проекту і в разі необхідності замінюють менеджерів. Все це є ознаками моделі венчурного фінансування. В Україні процес іноземного венчурного фінансування стримується слабким розвитком національного фінансового ринку. В дисертації виявлені головні вади чинного законодавства, які роблять недовірливими механізми виходу венчурного підприємця із інвестиції та не дозволяють використовувати інструменти інвестиції, які поширені в індустрії венчурного капіталу. Автор особливо наголошує на необхідності зміни окремих положень вже застарілих законів «Про цінні папери та фондову біржу», «Про господарські товариства», а також пропонує прийняти закон «Про операції з цінними паперами», в якому був би прописаний механізм захисту прав інвесторів.

Венчурний підприємець має переваги перед тими інвесторами, які володіють лише незначною часткою у сплаченому капіталі компанії, бо він має змогу активно впливати на її діяльність. Цей факт розглядається дисертантом як передумова того, що на тлі недосконалого правового регулювання фінансового ринку венчурне фінансування іноземних інвестицій буде мати перевагу перед іншими формами. Крім того, коли нерозвинутість фондового ринку ускладнює початкову пропозицію акцій компанії, то реальним варіантом виходу з інвестиції для венчурного підприємця завжди може стати продаж компанії, що не може собі дозволити власник портфельних інвестицій. На думку автора, для стимулювання внутрішніх приватних інвестицій та залучення зарубіжних венчурних підприємців потрібно створення низки державних фондів, кожний з яких займався б певним видом інвестування на всіх стадіях інвестиційного процесу.

Для фінансування більш пізніх етапів проекту пропонується використовувати принципи проектного фінансування. По-перше, значна частина фінансування здійснюється у формі кредитів, а не сплаченого або венчурного капіталу. Їх погашення здійснюється за рахунок доходів від реалізації проекту та не залежить від кредитоспроможності позичальників та гарантів. По-друге, ризики проекту розподіляються між учасниками в залежності від здатності кожного учасника ними керувати. Автор відзначає, що в Україні поки що немає прикладів використання принципів проектного фінансування. Це пов'язано з відсутністю добре підготовлених проектів, економічною та фінансовою нестабільністю. Світова практика свідчить, що тільки 7 - 8 %

розроблених проектів дістають фінансування. В дисертації робиться висновок про те, що найбільш перспективними галузями для використання проектного фінансування є телекомунікації та енергетика. Саме вони забезпечені відносно гарантованим, постійним та рівномірним надходженням грошових потоків, що дуже важливо для проектного фінансування. Залученню кредитів в енергетику на умовах фінансування з обмеженням регресом буде також сприяти виконання передбачуваної Світовим банком серії проектів в цій галузі на загальну суму 1,5 млрд дол.¹

Особливий акцент у роботі зроблено на пошук механізмів фінансування проектів, у яких держава виступає як рівноправний партнер поряд з іншими вітчизняними та іноземними інвесторами. Автор відзначає, що концепція участі держави у виконанні спільних з іноземними інвесторами проектів у пріоритетних галузях економіки знаходиться на стадії становлення. Однією зі складових такої концепції може бути модель «Будувати - Експлуатувати - Передати у власність» (БЕП). Вона передбачає надання урядом країни певних гарантій повернення кредитів. Тому одержання іноземних кредитів під такі проекти в значній мірі залежить від стану зовнішньої заборгованості держави.

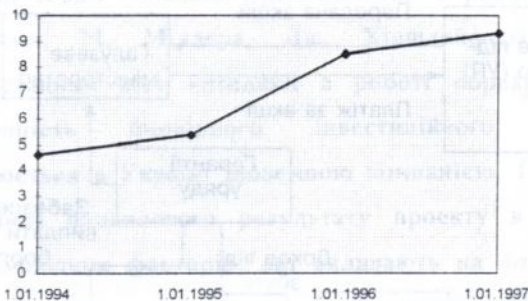
Автор робить висновок про те, що постійно зростаючий зовнішній борг України може спонукати міжнародну фінансову спільноту до перегляду своєї оцінки платоспроможності нашої країни. Впевненість західних інвесторів у фінансовій стабільності країни та обсяги капіталу для фінансування проектів багато в чому залежатимуть від того, який кредитний рейтинг

¹ Звіт про діяльність, яка підтримується Групою Світового банку. Група Світового банку, Київ, Україна. Весна 1996 р.

отримає Україна при випуску своїх єврооблігацій.

Діаграма 3

Зовнішня довгострокова заборгованість України (млрд дол.)¹

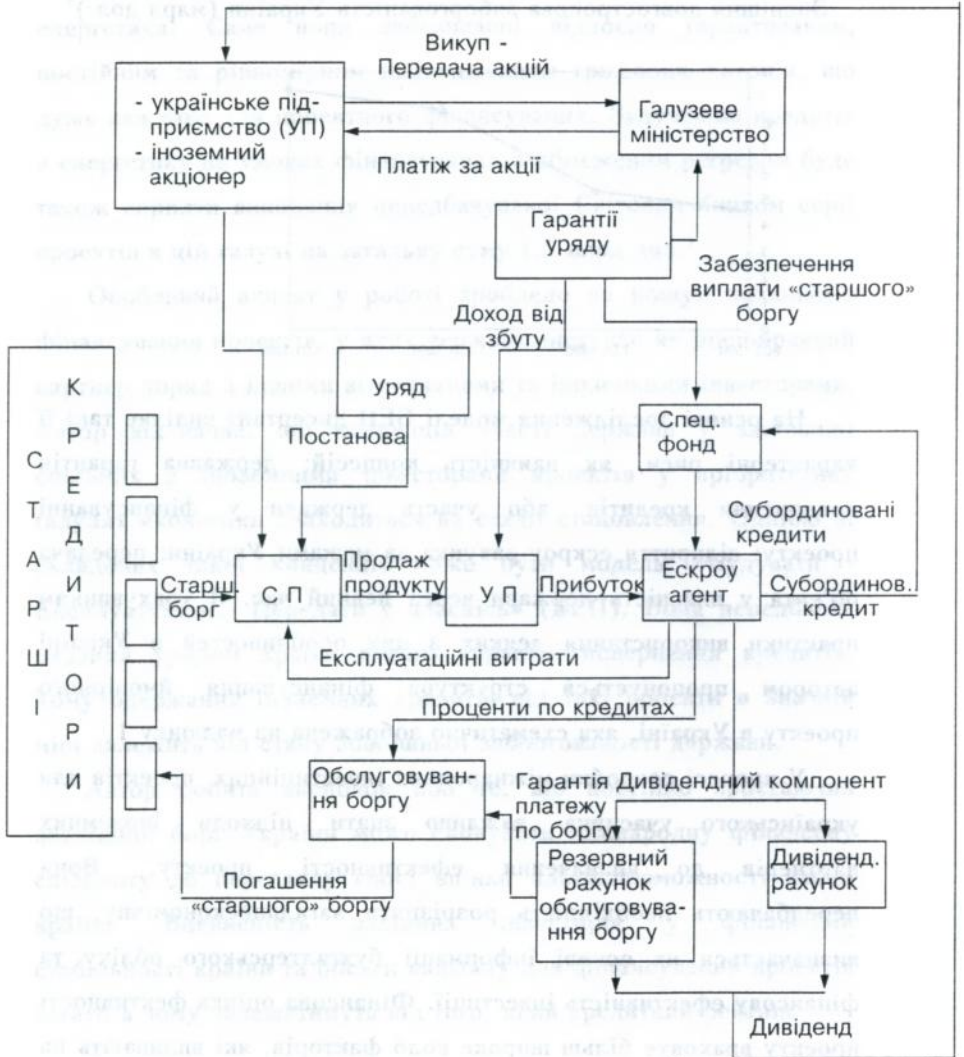


На основі дослідження моделі БЕП дисертант виділяє такі її характерні риси, як наявність концесій; державна гарантія повернення кредитів, або участь держави у фінансуванні проекту; відкриття ескроу-рахунка за межами України; передача об'єкта у власність держави через певний час. З урахуванням практики використання деяких з цих особливостей в Україні автором пропонується структура фінансування ймовірного проекту в Україні, яка схематично зображена на малюнку 1.

У процесі розробки міжнародних інвестиційних проектів для українського учасника важливо знати підходи іноземних партнерів до визначення ефективності проекту. Вони передбачають необхідність розрізняти загальноекономічну, що визначається на основі інформації бухгалтерського обліку, та фінансову ефективність інвестиції. Фінансова оцінка ефективності проекту враховує більш широке коло факторів, які впливають на його ефективність, а також передбачає порівняння даного

¹ За даними незалежних експертів.

Малюнок 1. Модель «Будувати - Експлуатувати - Передати у власність»



проекту з іншими можливими варіантами вкладання капіталу.

Саме для вирішення цієї третьої групи проблем дисертантом пропонується методика, яка ґрунтується на наукових доробках сучасної теорії фінансів, представлених в роботах І. Фішера, Є. Фама, М. Міллера, Дж. Хіршляйфера та інших. З використанням цієї методики в роботі обрхована фінансова ефективність ймовірного інвестиційного проекту, що здійснюється в Україні іноземною компанією. Проведено аналіз чутливості фінансового результату проекту в залежності від зміни основних факторів, які впливають на його ефективність. Беручи за основу формулу відрегульованої теперішньої вартості інвестицій Д. Лессарда та спираючись на особливості України, дисертант пропонує власну модель фінансової оцінки інвестиції в економіку нашої країни. Вона дозволяє виявити складові фінансової ефективності проекту для іноземного інвестора і врахувати їх при розробці проекту.

Принципово важливим для української сторони (українського учасника спільного підприємства або держави) є те, що ця модель висвітлює численні канали, які іноземний інвестор може використовувати для отримання доходів від проекту, зокрема і незаконні. За оцінками дисертанта, застосування методів прихованого вивозу прибутку дозволяє збільшити сукупні доходи транснаціональних компаній на 20 - 25 %. Автор критично аналізує перші кроки держави з припинення прихованого вивозу доходів з України, який здійснюється у формі трансфертних цін, платежів за управління, ліцензійних платежів, внутрішніх кредитів.

Головною проблемою фінансової оцінки ефективності інвестицій для іноземного інвестора є проблема врахування ризику інвестування. Поширена на Заході модель оцінки капітальних активів (МОКА) в умовах недостатньо розвинутого фінансового ринку не дає можливості обчислити зростаючий ризик інвестиції в Україну. Ускладнюється також його включення до оцінки шляхом збільшення дисконтної ставки. Більш придатними методами врахування ризику інвестицій в оцінці їх ефективності є зменшення величин грошових потоків та скорочення періоду їх окупності. Окремі дослідження засвідчили, що більшість (38 % опитаних) американських ТНК у оцінці своїх зарубіжних інвестицій віддають перевагу збільшенню ставки дисконтування, а європейські компанії - скороченню періоду окупності (55 % опитаних)¹.

З позицій теорії портфеля, розробленої лауреатом Нобелівської премії Г. Марковіцем, зарубіжні інвестиції у країни, що асинхронно розвиваються у порівнянні з економікою країни інвестора, значно знижують загальний ризик інвестора. Поки економіка України недостатньо інтегрована у світову економіку і слабо нагадує тенденції розвитку взаємопов'язаних економік країн Західної Європи та Північної Америки, потенціал для зменшення ризику інвестора буде великим. Як наслідок, рішення про інвестицію в Україну буде прийматися на основі порівняння вигоди від зменшення загального ризику, та додаткових витрат, що пов'язані з необхідністю сплати податку

¹ *Baker, J. C.* The Cost of Capital of Multinational Companies. Facts and Fallacies /International Finance Reader 1991/, Article 40, pp. 386-391.

на репатріацію прибутку та включенням в оцінку ефективності політичного ризику. Індекс фінансового ринку, котрий відображає вартість цінних паперів, які обертаються на ринку, вважається одним з найкращих показників стану економіки. Тому оцінку потенціалу для зменшення ризику компаній при здійсненні ними прямих зарубіжних інвестицій можливо зробити за допомогою коефіцієнта кореляції індексів фінансових ринків країни базування компанії та країни інвестиції. Якщо, наприклад, коефіцієнт кореляції українського індексу до американського індексу Standard & Poors (S&P) становить 0,55 (це середній показник для 16 країн)¹, то це означає, що компанія при тому ж рівні доходу знижує показник стандартного відхилення, яким вимірюється ризик його отримання, майже на половину. В дисертації зроблена спроба розрахувати коефіцієнт кореляції українського індексу та S&P, який би виключав ризикову премію до очікуваної ставки доходності по інвестиціях в Україну. Підрахунки свідчать, що в середньому ця премія становить 10 %. Ринкова премія в США, що згідно з МОКА визначається як премія до ставки доходності неризикових облігацій казначейства уряду Сполучених Штатів Америки за значний проміжок часу, в середньому становила 6 %². Необхідно врахувати, що певна частка ризикової премії викликана необхідністю сплати податку на репатріацію прибутку за межі України. За умов очікуваної ставки доходності інвестиції в 7 %, податок на репатріацію прибутку 15 % становить трохи більше 1 % ризикової премії до

¹ *Cooper, I. and Kaplanis, E.* Home bias in equity portfolios and the cost of capital for multinational firms / *Journal of Applied Corporate Finance* /, Fall, 1995, p. 95-102.

² *Stulz, R.M.*: Globalization of capital markets and the cost of capital: The case of Nestle, / *Journal of Applied Corporate Finance* /, Fall, 1995, p. 30-38.

очікуваної ставки доходності. Отже, решта 9 % відображає ризик інвестиційного проекту, пов'язаний з особливостями країни інвестиції (політичний ризик). В дисертації визначено коефіцієнт кореляції, який би повністю виключав цей ризик. Для того, щоб ринкова премія американських інвесторів при інвестиціях в Україну становила 7 % (6 % + 1 %), необхідно щоб коефіцієнт кореляції індексу українського фінансового ринку та S&P приблизно дорівнював 0,44.

Дисертантом досліджуються фактори, що впливають на структуру капіталу міжнародного інвестиційного проекту. Серед них значне місце займає співвідношення між боргом та активами в країні інвестиції. За розрахунками автора коефіцієнт борг/активи українських підприємств становить 12 %, в той час як цей показник для японських компаній дорівнює 85 %, для німецьких 64 %, для американських 55 %¹. Серед можливих причин такої великої розбіжності значень коефіцієнта є нерозвинутість фінансової та банківської системи України. Так, обсяг всіх активів українських банків становить біля 10 % очікуваної у 1997 році величини валового внутрішнього продукту. В той же час співвідношення суми всіх депозитів та кредитів приватного сектора до ВВП, наприклад в Німеччині, дорівнює 107,5 %². Автор доводить, що крім структури капіталу українських підприємств коефіцієнт борг/активи міжнародного інвестиційного проекту будуть також визначати структура капіталу компанії-інвестора, техніко-економічні особливості

¹ *Brigham, E.F.* «Fundamentals of Financial Management», Seventh edition, The Dryden Press, 1995, p. 834.

² Розраховано за даними: Deutsche Bundesbank. Monatsbericht Oktober 1995. 47. Jahrgang Nr. 10. S. 34*.

проекту, особливості дії «ефекту фінансового важеля» в українській податковій системі та ін.

Теоретичний аналіз найважливіших аспектів іноземного інвестування передбачає також конкретизацію ключових положень, їх логічне поєднання та доповнення пропозиціями практичного характеру. Такий підхід впливає з головного завдання, яке стоїть перед дисертантом - на основі аналізу фінансової політики іноземного інвестора з позицій основних фінансових теорій запропонувати рекомендації українському партнеру та відповідним державним структурам. Тим самим органічно завершується дослідження інвестиційного процесу на мікро- і макрорівнях.

Для реалізації поставленого завдання використовується прийом моделювання інвестиційного процесу. Незважаючи на умовність інвестиційного проекту, що розглядається в роботі, автор комплексно аналізує найважливіші умови його здійснення, показує мотивацію іноземного інвестора, яка покладена в основу рішення про здійснення проекту. Це також дає змогу визначити ризики, пов'язані з проектом, оцінити ефективність його реалізації для іноземного інвестора і українського партнера. Крім того, в моделі відпрацьовані типові підходи для ведення переговорів з іноземними інвесторами, визначені найважливіші напрямки регулювання їх діяльності за допомогою використання фінансових стимулів. Застосовані в моделі показники рівнів цін, курсів валют, темпів інфляції, характеристики ринків, запропонований механізм участі у проекті урядової організації в цілому відповідають реальній економічній ситуації в Україні та чинному законодавству.

ЗАГАЛЬНІ ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

1. Проведено дослідження процесу прямого іноземного інвестування в Україну на основі сучасних теорій прямих зарубіжних інвестицій та запропонована класифікація фінансової політики іноземних інвесторів за ознаками здійснюваної ними стратегії.

2. Проаналізовано розвиток ринку облігацій внутрішньої державної позики та зроблено висновок про його все більший вплив на основні показники валютного ринку, який поступово набуває ознак «ефективного ринку». Запропоновано комплексний підхід до визначення взаємозв'язків між процентними ставками, темпами інфляції, курсами спот та форвард. Доведено, що в умовах політичної та економічної нестабільності у разі його застосування необхідно використовувати спеціальні коефіцієнти, які б враховували існуючий на ринку дисбаланс.

3. Розглянуто шляхи підвищення ефективності залучення іноземного капіталу в Україну після відміни пільг щодо податку на прибуток для підприємств з іноземними інвестиціями. Пропонується більш повно використовувати інвестиційні податкові знижки.

4. Обґрунтовано необхідність оцінки фінансової ефективності інвестицій в Україну на основі моделі APV, а не моделі NPV, як це робилось до цього часу. Модель відрегульованої теперішньої вартості (APV) дає змогу розрахувати додаткову вартість від проекту в умовах, коли неможливо визначити очікувану ставку доходності у країні

інвестиції, а також якщо вона залежить від місцевого фінансування.

5. Обґрунтовано пропозицію про законодавче встановлення та величину максимально допустимого розміру роєліті та платежів за управління, що переказуються за кордон.

6. Доведена необхідність зміни ст. 13 закону «Про цінні папери та фондову біржу». В зв'язку з низьким показником борг/активи українських підприємств запропоновано відмінити обкладання податком процентів, що виплачуються кредиторам по облігаціях. Це відкриє додаткове джерело кредитних коштів під інвестиційні проекти і сприятиме розвитку фінансового ринку України в цілому.

7. Внесено пропозицію про розподіл функцій (щодо укладення договорів від імені держави, організації та здійсненні фінансування проектів, пошуку, інформаційного та консультативного забезпечення іноземних інвесторів та українських підприємств) між установами виконавчої влади, котрі мають відношення до іноземних інвестицій.

Основні положення дисертації відображені в таких публікаціях:

1. Степаненко А.С. "Валютний контроль в Україні: цілі, методи, завдання." // Вісник Національного банку України № 5/95. - 0,2 д.а.
2. Степаненко А.С. "Джерела капіталу для фінансування іноземних інвестицій в економіку України" // Проблеми

економічної інтеграції України у Європейський Союз. Збірник наукових праць. (англ. мовою), Львів, «Діло», 1996.- 0,6 д.а.

3. Степаненко А.С. “Модель венчурного фінансування інвестицій та її використання в Україні”/Фінанси України, № 3/97. - 1 д.а.

АННОТАЦИЯ

Степаненко А.С. Финансовые аспекты прямых иностранных инвестиций.

Диссертация является рукописью.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.04.02 - Государственные финансы и налоги, Киевский национальный экономический университет, Киев, 1997.

В диссертации исследуется финансовая стратегия иностранных инвесторов при осуществлении ими прямых инвестиций в экономику Украины. Круг рассматриваемых вопросов включает методы управления рисками, оценку уровня налогообложения, источников и механизмов финансирования инвестиций, методику расчета их эффективности. Дан анализ современных тенденций развития процесса иностранного инвестирования в Украину. Рассчитана финансовая эффективность и проведен анализ чувствительности результата к изменению основных факторов эффективности международного инвестиционного проекта. Проанализированы недостатки и обоснованы направления совершенствования существующих в

Україне методів державного регулювання діяльності підприємств з іноземними інвестиціями.

Ключові слова: іноземні інвестиції, методи фінансування, фінансова ефективність, управління ризиком, структура капіталу, державне регулювання

Stepanenko A.S. Financial Aspects of Foreign Direct Investments.

The thesis is a manuscript.

The thesis seeking for the scientific degree of a Candidate of Economic Sciences, speciality 08.04.02 «State Finance and Taxes», Kyiv National University of Economics, Kyiv, 1997.

The paper looks at the financial policy of global investors in their foreign ventures with special emphasis on Ukraine. Issues discussed include financing techniques employed by main capital providers, valuation of the investment, the application of the concepts of venture capital financing and structured finance. The paper outlines the institutional and legal environment for multisource financing of foreign venture in Ukraine, shows the level and kind of risks foreign participants encounter in that emerging market. Finally, an attempt is made to determine the most feasible and efficient model for financing projects in Ukraine.

Key words: foreign investment, financing techniques, valuation, risk management, state regulation.

1952

435952

AV 37.143

SEP 20 1954