

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

Міністерство освіти і науки України
Сумський державний університет
(СумДУ)
40007, м.Суми-7, вул. Римського-Корсакова, 2;
тел. (0542) 33 53 83; факс 33 40 58

ЗАТВЕРДЖУЮ
Проректор з наукової роботи,
д.ф.-м.н., професор
_____ А.М. Чорноус

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

АНАЛІЗ ТЕОРЕТИЧНОГО ПІДГРУНТЯ ТА ПРАКТИЧНИХ МЕХАНІЗМІВ
ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ З МЕТОЮ ФІНАНСУВАННЯ СТАЛОГО
РОЗВИТКУ
(проміжний)

Начальник НДЧ
к.ф.-м. н., с.н.с

Д.І. Курбатов

Керівник НДР
к.е.н., ст. викладач

Д.В. Леус

2015

Рукопис закінчено 11 грудня 2015 р.

Результати цієї роботи розглянуто науковою радою СумДУ,
протокол від 2015.12.24 № 5

СПИСОК АВТОРІВ

Керівник НДР, старший наук.співроб., канд.екон.наук, старший викладач	2015.12.11	Д.В. Леус
Відповідальний виконавець, молодший наук.співроб., аспірант	2015.12.11	П.О. Леус (вступ, висновки, 1,2,3)
Вед. наук. співроб., канд. екон. наук, професор	2015.12.11	В.М. Боронос (розд. 1,2)
Вед. наук. співроб., док. екон. наук, професор	2015.12.11	І.В. Басанцов (розд. 2)
Вед. наук. співроб., док. екон. наук, професор	2015.12.11	І.М. Кобушко (розд. 3)
Вед. наук. співроб., док. екон. наук, доцент	2015.12.11	Л.Л. Гриценко (розд. 1,2)
Вед. наук. співроб., канд. техн. наук, професор	2015.12.11	В.Т. Александров (розд. 2,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.11	М.Ю. Абрамчук (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.11	Н.А. Антонюк (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.11	К.В. Ілляшенко (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.11	Т.О. Ілляшенко (розд. 1,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.11	О.В. Зайцев (розд. 1,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.11	М.В. Костель (розд. 1,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.11	Т.В. Касьяненко (розд. 2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.11	Н.В. Котенко (розд. 2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.11	І.Й. Плікус (розд. 1)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.11	С.В. Похилько (розд. 1)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.11	П.М. Рубанов (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.11	І.Д. Скляр (розд. 1,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.11	О.О. Захаркін (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, ст. викладач	2015.12.11	Л.С. Захаркіна (розд. 1,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, ст. викладач	2015.12.11	А.В. Салтикова (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, ст. викладач	2015.12.11	І.В. Гютюник (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, ст. викладач	2015.12.11	Ю.М. Шкодкіна (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, ст. викладач	2015.12.11	Ю.Г. Гуменна (розд. 1,3)
Молодший наук. співроб., ст. викладач	2015.12.11	Т.А. Жукова (розд. 1)
Молодший наук. співроб., ст. викладач	2015.12.11	В.І. Лисиця (розд. 1,3)
Молодший наук. співроб., ст. викладач	2015.12.11	Д.Г. Михайленко (розд. 3)
Молодший наук. співроб., ст. викладач	2015.12.11	В.В. Могильний (розд. 1)
Молодший наук. співроб., асистент	2015.12.11	О.П. Дєдова (розд. 2)
Молодший наук. співроб., аспірант	2015.12.11	М. Є. Колесник (розд. 1)
Молодший наук. співроб., аспірант	2015.12.11	А.С. Сидоренко (розд. 3)
Молодший наук. співроб., аспірант	2015.12.11	С.Г. Сердюк (розд. 1)
Молодший наук. співроб., аспірант	2015.12.11	С. М. Солодовніков (розд. 1)

РЕФЕРАТ

Звіт про НДР: 94 с., 9 рис., 13 табл., 277 джерел.

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

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

Методами дослідження є: 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.

Новизна результатів роботи: полягає у вирішенні науково-прикладної задачі щодо розвитку методичного підґрунтя організації портфельного інвестування з метою забезпечення сталого розвитку економіки України.

Взаємозв'язок з іншими роботами: окремі результати доповідалися на науково-практичних конференціях, публікувалися в наукових виданнях.

Рекомендації по використанню результатів роботи: на підставі проведеного дослідження можуть бути обґрунтовані методичні підходи до використання відповідального портфельного інвестування з метою забезпечення сталого розвитку економіки.

Галузь застосування: 70.22 – «Консультавання з питань комерційної діяльності й керування»; 72.20 «Дослідження й експериментальні розробки у сфері суспільних і гуманітарних наук».

Значущість роботи і висновки: обґрунтовано, роль та місце портфельного інвестування як інструменту фінансового забезпечення сталого розвитку економіки, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено на основі дворівневого підходу, який передбачає: на першому рівні – розрахунок індексу сталості портфельного інвестування для країн з різним рівнем сталості розвитку економіки; на другому рівні – оцінювання кореляції між обсягом чистих портфельних інвестицій в пайові інструменти та індикаторами сталості економіки країни (поелементними та інтегральним – рівнем скоригованих чистих заощаджень) в країнах з різним рівнем доходу на душу населення

Прогнозні припущення про розвиток об'єкту дослідження: подальше дослідження методичних підходів до портфельного інвестування як інструмента фінансового забезпечення сталого розвитку економіки України.

ІНВЕСТУВАННЯ, СТАЛИЙ РОЗВИТОК, ВІДПОВІДАЛЬНЕ ПОРТФЕЛЬНЕ ІНВЕСТУВАННЯ, ESG.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
1 Системно-структурний аналіз концепції сталого розвитку економіки	10
2 Систематизація науково-методичних підходів до портфельного інвестування як інструменту фінансового забезпечення сталого розвитку економіки...21	
3 Вплив портфельного інвестування на сталий розвиток економіки	30
ВИСНОВКИ.....	63
ПЕРЕЛІК ПОСИЛАНЬ.....	66

ВСТУП

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

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

В. Козьменко, Ю. М. Коваленко, О. М. Костюком, С. В. Леоновим, Т. В. Майоровою, Л. Ц. Масловською, Л. Г. Мельником, С. З. Мошенським, А. А. Пересадою, М. В. Фоміною, І. О. Школьник та іншими.

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

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

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення наступних завдань:
дослідити сутність концепції СР, систематизувати світовий досвід її фінансового забезпечення, визначити роль та місце ПІ в цьому процесі;

розробити дворівневий підхід до вимірювання впливу ПІ на рівень сталості розвитку економіки країни;

обґрунтувати специфічні особливості ВПІ порівняно з традиційним ПІ та соціально-відповідальним інвестуванням;

обґрунтувати концептуальні засади ВПІ на основі структурно-функціонального підходу;

обґрунтувати домінуючий метод формування інвестиційного портфеля залежно від типу ВПІ;

обґрунтувати організаційні та методичні засади створення в Україні СФД;

запропонувати методичний підхід до оцінювання інвестиційного потенціалу регіону з урахуванням рівня сталості його розвитку;

розробити підхід до врахування зв'язку між рівнем корпоративної соціальної відповідальності емітента цінних паперів та його доходом.

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

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

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

У роботі відповідно до визначених завдань застосовано такі методи наукового дослідження: логічне узагальнення та наукова абстракція – для систематизації теоретичних основ фінансового забезпечення концепції СР економіки, обґрунтування категоріального апарату; історико-логічний підхід – для дослідження еволюції розвитку концепції СР та механізмів її фінансування; порівняльний та статистичний аналіз – для дослідження тенденцій ВПІ; системно-структурний аналіз – для обґрунтування концептуальних засад ВПІ на макро-, мезо- та мікрорівнях; кореляційно-регресійний аналіз, дисперсійний аналіз, непараметричні методи оцінки взаємозв'язку – для оцінювання впливу ВПІ на рівень сталості розвитку економіки країни та регіону; оцінювання інвестиційної привабливості об'єктів ВПІ.

Інформаційно-фактологічною базою дослідження є: законодавство України, звітно-аналітична інформація Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Державної служби статистики України та Української

асоціації інвестиційного бізнесу; нормативні та звітні документи Організації Об'єднаних націй, Світового економічного форуму, Європейського форуму інвестицій у СР, Форуму інвестицій у СР США, аналітичні дані Світового банку, Міжнародного валютного фонду, Інституту СФД, матеріали провідних світових торгово-аналітичних систем і бірж, консалтингових компаній; результати наукових досліджень з питань фінансового забезпечення СР.

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

удосконалено:

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

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

них рекомендації щодо реформування регіональної політики інвестиційного забезпечення СР;

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

1 Системно-структурний аналіз концепції сталого розвитку економіки

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

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

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

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

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

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

Словосполучення «сталий розвиток» з'явилося у наукових та політичних колах у 1987 р. з виходом доповіді «Наше спільне майбутнє» Міжнародної комісії ООН з навколишнього середовища і розвитку та означало такий розвиток, який задовольняє нинішні потреби і не ставить під загрозу можливість їх задоволення для майбутніх поколінь [179].

Варто зазначити, що визначення цієї концепції доволі широке. За підрахунками існує близько 160 визначень «сталого розвитку» [262], що свідчить про плюралізм підходів науковців та практиків до розуміння цієї об'ємної, всеохоплюючої та доволі спірної концепції. Проте, про її виключно важливе значення в умовах сучасного ведення економіки свідчить той факт, що жоден значний проект не отримає схвалення ООН, Міжнародного валютного фонду чи Всесвітнього банку реконструкції та розвитку, якщо не міститиме зв'язку з концепцією СР.

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

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

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

Джерело: складено автором за [216]

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

Окремі науковці за основу тлумачення СР покладають визначення дане Гру Харлем Брудтланд у розглянутій доповіді «Наше спільне майбутнє». На особливу увагу заслуговує визначення Інституту світових ресурсів, за яким СР розуміється як розвиток, при якому природні ресурси, людство і фінанси управляються і використовуються таким чином, щоб збільшити багатство і благоустрій людей без погіршення умов їх життєдіяльності у майбутньому [179].

Не ставлячи за мету нашого дослідження навести вичерпний перелік визначень СР, підкреслимо, що нам найбільш імпонує визначення Світового банку: СР – це управління сукупним капіталом суспільства в інтересах збереження та примноження людських можливостей». І в тому, і в іншому випадку концепція включає в себе поняття економічної, екологічної та соціальної стійкості, які трактуються як раціональне управління виробничим капіталом, природним капіталом і людським капіталом [64].

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

Проведений понятійний аналіз повною мірою узгоджується із системно-структурним аналізом концепції «сталого розвитку», який концентрується насамперед у її розумінні як триєдиного поєднання уже згадуваних економічної, екологічної та соціальної складової (рис. 1.1), заснованих на відповідних видах капіталу та сферах його застосування.

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

Рисунок 1.1 – Триєдина структура концепції СР, складено автором

Підтвердженням такого поділу є бачення СР Комітетом сприяння розвитку Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР): «Стратегічний і обговорюваний процес аналізу, дискусій, посилення здатності, планування і акцій СР. Намагання дати точну і однозначну дефініцію поняття «сталий розвиток» не увінчались успіхом. Консенсусу з цього питання поки що не досягнуто. Але при цьому треба зазначити, що існує загальне розуміння щодо трьох принципових вимірів СР – економічного зростання, соціального прогресу і захисту навколишнього середовища [67].

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

вказати людям, скільки вони можуть споживати, не роблячи себе при цьому біднішими» [30]. З визначення Дж. Хікса випливає ключове для концепції СР значення економічно оптимального використання обмежених природних ресурсів [262].

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

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

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

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

Перехресний вплив однієї складової на іншу покладено в основу розмежування підходів до СР таких вчених як М. В. Фоміна, Ю. В. Яковець, Б. В. Приткін. У працях вчених розроблено три підходи до аналізу положень концепції СР: суспільно-соціальний, еколого-економічний і економіко-екологічний [0, 207, 255]. Перший підхід має глобальний характер і стосується проблем розвитку цілісної особистості на основі підпорядкування їй природи та економіки. Еколого-економічний підхід уособлює первинність екологічної складової, яка є і основною метою, і головним джерелом

реалізації СР. Економіко-екологічний, маючи на меті сталий екологічний розвиток, джерелом його досягнення вважає економічну складову [255].

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

- екологічний – визначає умови й межі відновлення екологічних систем унаслідок їх експлуатації;
- економічний – передбачає формування економічної системи, гармонізованої з екологічним чинником розвитку;
- соціальний – утверджує право людини на високий життєвий рівень в умовах екологічної безпеки й благополуччя [178].

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

- підвищення рівня життя призводить до знищення природи;
- задоволення нинішніх потреб людства здійснюється зі шкодою для майбутніх поколінь;
- рух до меж існування людства (межі росту, у т. ч. й економічного) відбувається значними темпами, що випереджають не лише здатність екологічних систем до відновлення, але й соціальних систем до пристосування
- перевищення можливості біосфери абсорбувати антропогенні впливи та забезпечувати надалі умови, придатні до існування.

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

знаковими у формуванні концепції СР та визначенні напрямів її фінансування були наступні події:

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

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

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

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

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

- проведення Міжнародних конференцій з фінансування розвитку 2002 та 2008 рр., в межах яких глави держав і урядів країн світу, відзначаючи дефіцит ресурсів, закликали досягти інтернаціонально погоджених цілей розвитку, у тому числі тих, що містяться в Цілях Тисячоліття. Для цього вони запропонували використовувати такі інструменти: податкові важелі, інвестиції в економічну і соціальну інфраструктуру, розвиток ринків капіталу через банківські системи, розсудливі бюджетну і грошову політики,

зменшення інфляції, забезпечення високих норм економічного зростання, повної зайнятості, викорінення бідності [47];

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

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

У цьому контексті слід привести думку колишнього Генерального секретаря ООН Кофі Аннана щодо причин недостатньо активного СР. Такою причиною було названо неузгодженість сталого виробництва і сталого споживання: від надмірного споживання страждають і стале виробництво і екологія – через виснажливе користування природними ресурсами [72].

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

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

- ресурсні дисбаланси: двадцять відсотків населення розвинених країн споживають вісімдесят відсотків енергетичних ресурсів планети;
- значна диспропорція у розмірі доходів різних верств населення як в економічно розвинених, так і в країнах, що розвиваються;
- домінування фінансового капіталу над виробничим, фінансової сфери над сферою реальної економіки, що зумовлює перевищення обсягів портфельних інвестицій над прямими, короткострокових проектів над довгостроковими.

До прикладу, проведені дослідження організацією Global Footprint Network станом на 2009 р. визначає екологічний слід людства у еквіваленті 1,5 планет таких як Земля [79], тобто наша економіка щороку споживає на

50 % більше ресурсів, ніж здатна регенерувати Земля. Іншими словами, потрібен один рік і шість місяців, щоб відновити те, що ми споживаємо за один рік. Цей вид екологічного обліку показує, що економічне зростання виснажує ресурси з таким темпом, який не може бути збережений.

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

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

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

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

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

Таблиця 1.2 – Економічні підходи щодо запровадження концепції СР

Підхід		Українські вчені	Російські вчені
1		2	3
СР у контексті глобалізації та інтеграційних тенденцій (глобалізаційний підхід)		М. В. Фоміна Ю. Б. Федунь О. Г. Білорус	О. М. Клименко В. Є. Цой М. А. Толстов
		Л. Г. Мельник	К. І. Георгіївська
СР економічних систем (теоретичний підхід)		Я.Ю. Радченко В. Волошин В. Трегобчук В.В. Трофімова	О. Л. Очірова О. В. Білоусов Т. В. Габуєв П. І. Толмачов
СР регіональних та муніципальних утворень (регіональний підхід)		В. Г. Полішук В.В. Кузьменко В.В. Химинець Я. В. Хоменко Е. І. Цибульська та ін. Н. В. Іванова та ін. Л. Ц. Масловська В. В. Кузьменко І. М. Вахович З. В. Герасимчук С. В. Мартинов Н. В.Павліха	М. Ю. Калининков В. А. Мешков Р. К. Кечеруков Д. О. Деневізюк Т. А. Петрова К. О. Крявкіна Н. Ф. Менова О. М. Тимошко С. В. Зенченко Д. М. Москвін
СР окремих економічних агентів за видами економічної діяльності (галузевий підхід)	АПК, сільське господарство	А. Ю. Івахно Н.В. Гребенюк О.В. Шубравська Б. М. Данилишин	О. В. Мерзлов К. С. Подчуфаров Т. В. Коновалова М.М. Данілова Р. О. Скуратов І. П. Огородов
	Туризм	К. А. Панасюк Л.М. Побоченко Т. І. Ткаченко	К. В. Масленнікова Р. В. Хачмамук Л. В.Васильєва С. А. Севастьянова
	Металургія	П.Д. Каминський О.А. Сизоненко	К. Д. Штанський
	Торгівля	О.В. Хістева	О. В. Ніколаєва
	Підприємства загалом	П. В. Круш та ін. Л. А. Костирко О. М. Загорулькін О. М. Крайнік В. О. Василенко	Є. Є. Науменко С. І. Юдін Л. В. Сирцова
	Морське господарство	С. В. Ільченко та ін.	В. І. Грибов
	Легка промисловість	А. Є. Глинська	М. І. Нуріддінова
	Телекомунікації	Д. І. Олійник	–
СР фінансової сфери	Бюджетна сфера	Р. Л. Балакін	–
	Страховий ринок	О. В. Козьменко	В.О. Батадєєв

У ході аналізу праць зазначених науковців варто відмітити підхід В. Волошина та В. Трегобчука, щодо визначення ряду умов СР економіки [246]:

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

Аналізуючи підхід В. В. Трофимової щодо структуризації моделі СР, необхідно зазначити, що автор виділяє такі економічні компоненти моделі (динамічні механізми організації та функціонування, національної, регіональної та світової економіки) як соціалізація, державне регулювання, суспільна відповідальність, екологічність, безпека, інформатизація, власність, корпоративна система, ринкове регулювання, алокація ресурсів, інтелектуалізація, транснаціоналізація [247]. Проте, автор не вносить до цього переліку такого невід'ємного компонента як фінансове забезпечення СР.

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

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

У межах обраного нами об'єкта і предмета дослідження, сталий розвиток економіки виступає у вигляді цільового орієнтира, а відтак потребує детального аналізу інструментів його досягнення. Зважаючи на загальновідомий факт тісного зв'язку між економікою та фінансовою системою та відзначаючи брак наукових праць, які б пояснювали фінансові механізми стимулювання СР економіки, вважаємо за потрібне детально розглянути перший напрям дослідження – особливості фінансування та його місце у реалізації концепції СР та детально описати.

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

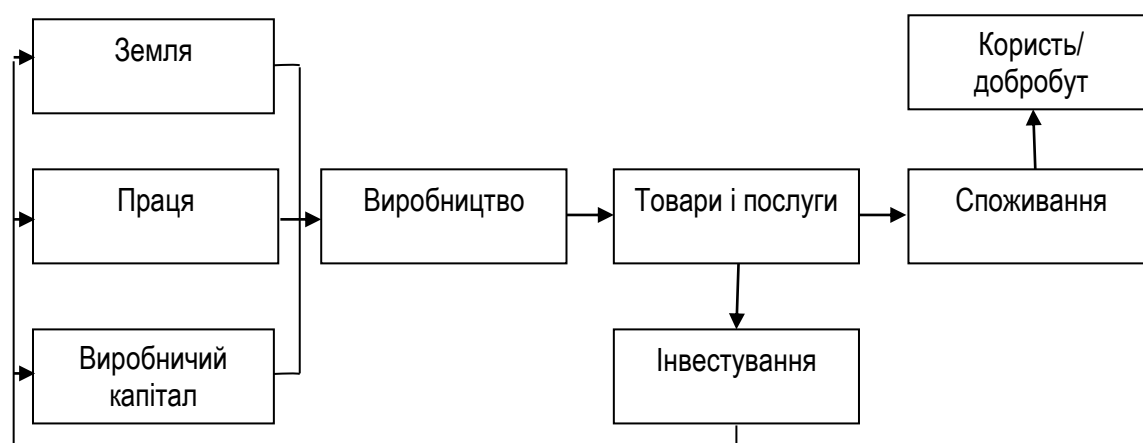


Рисунок 1.2 – Схема традиційної економіки

Джерело : [110]

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

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

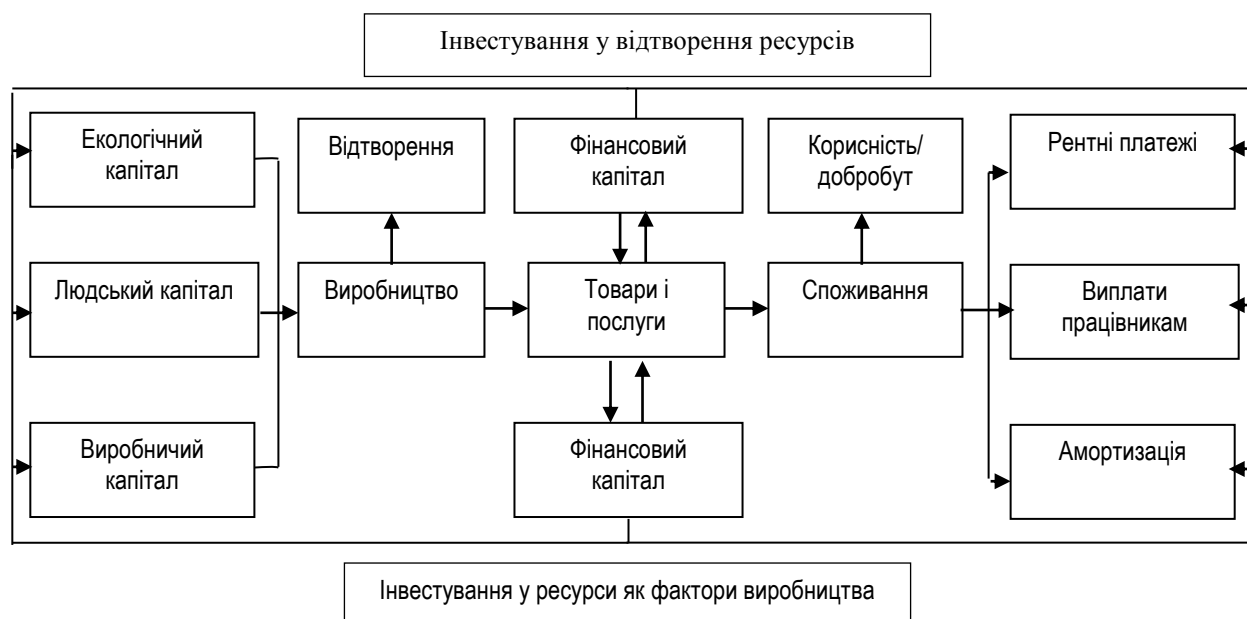


Рисунок 1.3 – Схема функціонування економіки СР

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

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

Так, правило Дж. Хартвіка ілюструє зв'язок між сталим розвитком (який визначається як незменшувана корисність) і пов'язаного з ним запасом капіталу. Хартвік довів, що країна з ресурсною економікою, яка поставлена у значну залежність від надходжень невідновлювальних природних ресурсів, має реінвестувати ренту від їх використання з метою підтримання сталого темпу реального споживання протягом певного періоду, а не лише для задоволення поточних споживчих потреб [29].

Як зазначають російські науковці О. Голуб та О. Струкова у крайньому випадку цей підхід передбачає, що суцільне знищення природного капіталу може виявитися прийнятним в умовах відповідного розвитку капіталу, створеного людством (обладнання та інфраструктура) та власне людського капіталу (освіта та технічні навички) [113, с.54]. Подібний підхід прослідковується і у доробку окремих зарубіжних авторів, які виступають на захист положень «екологічного оптимізму», що ілюструє технологічні методи вирішення природо-ресурсних проблем (П. Пільцер, Д. Белл, Е. фон Вайцеккер, Е. Ловіс та ін.) [143].

Бельгійський еколог Д. Девуйст визначає СР як багатовимірну концепцію, яка може бути усвідомлена через підхід, що передбачає соціальну частину як об'єкт управління, екологічну – як обмеження, економічну – як інструментарій. Зазначена концепція ґрунтується на такій системі цінностей, де економічна ефективність співвідноситься із соціальними потребами усього людства, а не лише певних індивідів [117, с.53-75].

Аналізуючи економічну ефективність від інвестування у СР економіки на рисунку 1.4 приведемо приклад графічної залежності між ефектом СР (крива а) та вкладених з метою отримання цього ефекту інвестицій (крива в), зокрема в екологічну діяльність. Згідно з підходом І. К. Бистрякова ці криві

перетинаються у двох точках С і М, стосовно яких відбувається ідентифікація етапів стабілізації й докорінного поліпшення.

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

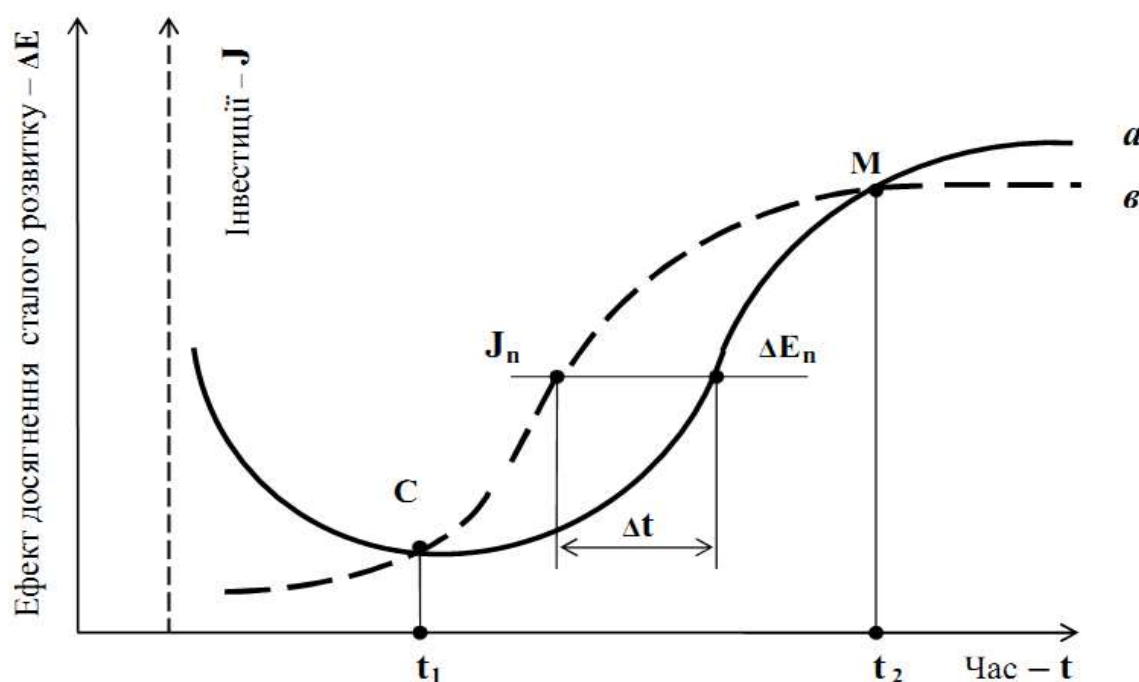


Рисунок 1.4 – Графік динаміки співвідношення інвестицій та ефекту досягнення сталого розвитку

Джерело: [99]

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

порозі граничної вигоди. Причому екологічний ефект має вже випереджальну, стосовно інвестицій, альтернативну корисність [99].

Крім розгляду схеми інвестування в економіку з метою її СР, необхідно розглянути більш детально механізми формування фінансового капіталу, спрямованого на інвестування. Крім наведених на схемі форм доходу, серед таких механізмів слід розглянути фінансування міжнародних неурядових організацій, державних структур тощо, які визначені на Міжнародних конференціях з фінансування розвитку.

На важливість проблеми фінансування наголошено і в «Порядку денному-XXI», у контексті формування значних потоків нових і додаткових ресурсів для країн, що розвиваються. Орієнтовний підрахунок відповідних витрат тільки на 1993-2000 рр. становив \$600 млрд. [112].

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

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

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

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

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

скорочення бідності [112];

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

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

Таблиця 1.3 – Характеристика інструментів фінансування СР

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

Джерело: [253]

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

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

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

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

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

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

в) зберігає здатність виконувати ці важливі функції навіть перед зовнішніми потрясіннями або при посиленні диспропорцій [270, с. 2].

Враховуючи здобутки зарубіжних авторів колектив наукової праці за редакцією В. І. Міщенко, О. І. Кіреєва, М. М. Шаповалової визначає стійкість фінансової системи як такий стан динамічної фінансової системи, за якого вплив будь-яких шоків на фінансову систему (чи на окремі її елементи) не заважає їй забезпечувати ефективний перерозподіл фінансових ресурсів в економіці, функціонування платіжної системи, а також абсорбцію (амортизацію) шоків [181, с.47].

Автори також наводять перелік основних стратегічних орієнтирів, які мають реалізовуватись, у тому числі завдяки стійкому функціонуванню фінансової системи: забезпечення сталого економічного розвитку, підвищення рівня добробуту та соціальної захищеності населення, припинення демографічної та інтелектуальної деградації нації, а також недопущення негативного впливу на економіку динаміки цін на реальні та фінансові активи [181, с.47].

Спираючись на підходи авторитетних вчених, щодо визначення сталості (стійкості) фінансової системи, можемо стверджувати, що СР

фінансової системи є запорукою СР економіки. Проте, в умовах високої самоорганізації, автономності, самодостатності та відриву фінансової системи від реальної економіки, виконання нею своїх первинних функцій не відбувається повною мірою.

Опис відриву фінансового сектору від реального набув детального розгляду у працях І. Левіної [150], Л. Даниленко [115], П. В. Суворова [239], І. Лютого, С. Міщенко [167]. Пояснення механізму випереджаючого розвитку фінансової системи знаходимо і в гіпотезі відриву (decoupling hypothesis), яка була сформульована Л. Менкоффом і Н. Тольксдорфом [43].

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

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

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

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

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

Таким чином, розглядаючи концепцію СР як орієнтир розвитку людства у ХХІ ст. слід відзначити, що думки науковців і практиків фокусуються не лише навколо розуміння механізмів СР, але й впливу фінансових та економічних процесів на нього. За результатами системно-структурного аналізу, розуміючи СР як управління сукупним капіталом суспільства в інтересах збереження та примноження людських можливостей в межах економічної, екологічної та соціальної стійкості, які трактуються як раціональне управління виробничим, природним капіталом і людським капіталом, визначено місце фінансового капіталу та механізму його інвестування у економіці СР. З урахуванням «економіки нульового розвитку» Г. Дейлі і правила Дж. Хартвіка було встановлено, що через механізми інвестування забезпечується безперервність функціонування економіки, а фінансовий капітал в економіці СР є важливим джерелом відтворення та поповнення інших видів капіталу. Історико-логічний підхід до аналізу концепції СР засвідчив важливість фінансової складової у її розвитку. Крім того, було встановлено, що існує ряд інструментів фінансування СР економіки, зокрема мобілізація ресурсів, вивільнення коштів, податкові надходження, альтернативні інструменти, покликані забезпечити достатній обсяг інвестицій у відповідні програми. Разом з тим, в умовах переходу фінансової системи до самодостатнього стану, відриву її від потреб реального сектору економіки, відбувається відволікання інвестиційних ресурсів з економіки та трансляція кризових явищ, які потребують переосмислення підходів до фінансування СР економіки.

3 Вплив портфельного інвестування на сталий розвиток економіки

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

Фінансовий ринок України, характеризуючись браком ліквідності, обмеженістю використовуваних технологій та об'єктів портфельного інвестування, не виконує покладених на нього функцій – забезпечення достатнім обсягом дешевих і довгострокових ресурсів економіки з метою підтримки її розбудови [274]. Необхідно підкреслити, що таке становище зумовлюється передусім недостатнім рівнем теоретичних розробок у сфері портфельного інвестування та фінансового забезпечення СР економіки (у порівнянні з мейнстримом світової фінансової науки), стимулів до розвитку соціально-відповідального портфельного інвестування. Звідси випливає необхідність узагальнення ключових портфельних теорій, що пояснюють поведінку інвесторів, систематизації категоріального апарату портфельного інвестування, класифікаційних характеристик інвестиційних портфельів та принципів здійснення інвестування в умовах СР економіки.

Звернувши увагу на визначення інвестицій згідно із Законом України «Про інвестиційну діяльність в Україні», за яким інвестиціями є всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (доход) або досягається соціальний ефект [202], зазначимо, що дане визначення враховує основні напрямки та мету здійснення інвестицій – стратегічне, портфельне та соціально-відповідальне, що деякою мірою узгоджується із концепцією СР.

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

Авторським колективом підручника «Портфельне інвестування» ПІ розуміється як вкладення надлишкових (тимчасово вільних) коштів не в один, а у велику кількість інвестиційних об'єктів, генеруючи тим самим певну диверсифіковану їх сукупність [196].

Подібне визначення портфельного інвестування надає і відомий російський учений І. А. Кох: «портфельне інвестування – це багатоаспектне явище, яке має власний методологічний зміст, і одночасно виступає в ролі методу здійснення інвестиційної діяльності, що припускає обов'язковий і планований розподіл загальної суми інвестованих коштів між кількома об'єктами інвестування (інвестиційними активами)» [145].

Як бачимо основне завдання ПІ полягає у створенні для сукупності інвестиційних активів таких умов інвестування, які є недосяжними з позиції окремо взятого активу і можливі тільки при його поєднанні з іншими. Це передбачає досягнення найбільш оптимального поєднання для інвестора таких інвестиційних характеристик, як доходність, ліквідність та ризикованість [96].

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

Основа та об'єкти наступного визначення портфельних інвестицій як господарських операцій, які передбачають придбання цінних паперів, деривативів та інших фінансових активів за кошти на фондовому ринку є доволі подібними до попереднього, проте А. А. Пересада та ін. обмежують склад таких інвестицій виключно операціями з купівлі активів як безпосередньо платником податку, так і пов'язаними з ним особами, в

обсягах, які не перевищують 50 % загальної суми акцій, емітованих іншою юридичною особою [196, 187].

Відсутність права на участь в управлінні підприємством вирізняє портфельні інвестиції з поміж інших видів інвестицій на думку Т. В. Майорової, яка зазначає, що «основною ознакою портфельних інвестицій є те, що інвестор не має права на участь в управлінні підприємством, а такі інвестиції передбачають лише одержання інвестором дивідендів на акції підприємства або інші цінні папери» [168].

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

Як зазначають автори підручника «Міжнародна торгівля й інвестиції», межа між прямими й портфельними інвестиціями багато в чому умовна, тому в різних країнах її кількісні параметри встановлюється по-різному. Звичайно, до прямих інвестицій відносять володіння більше ніж 10-20 % акцій іноземної компанії. У США, наприклад, до прямих інвестицій формально відносять такі вкладення, коли інвестор має 10 % і більше власності фірми [183].

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

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

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

Натомість, портфельні інвестиції розуміють як придбання за кордоном великих пакетів цінних паперів (акцій, облігацій та ін.), що не дають права на контрольний пакет. Як правило, вони являють собою суто фінансову операцію з придбання цінних паперів. За визначенням МВФ, портфельні інвестиції – це капітал, вкладений резидентом однієї країни в акції та боргові цінні папери підприємства в іншій країні з метою одержання доходів [183].

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

Отже, проводячи уточнення категоріально апарату ПІ, ми поділяємо думку П. Кухти [149] щодо недоцільності протиставлення прямих та портфельних інвестицій через виокремлення цих видів за різними класифікаційними ознаками. Оскільки прямі інвестиції виділяють за ознакою самостійності здійснення: передбачають безпосередню участь інвестора у виборі об'єктів вкладень на відміну від непрямих, які здійснюються за допомогою та участю інвестиційних посередників, а портфельні виділяють за ознакою мети інвестування, поділяючи їх на стратегічні та власне портфельні. Характерною рисою стратегічних інвестицій є отримання владних повноважень і контролю за операційною та фінансовою діяльністю об'єкта вкладень за рахунок контрольного пакету акцій, а портфельних інвестицій – зростання суми вкладеного капіталу чи отримання поточного доходу без досягнення контролю за об'єктом інвестування.

У контексті зазначеного необхідно також навести визначення, надані Л. О. Примостокою. Автор відносить до фінансових інвестицій вкладення коштів у різноманітні фінансові інструменти, такі як цінні папери, депозити, цільові банківські вклади, паї, частки, вкладення в статутні фонди компаній, а

до реальних – вкладення коштів у матеріальні та нематеріальні активи [197]. Як бачимо, можна провести паралель між портфельними та фінансовими інвестиціями та реальними і стратегічними. Отже, на відміну від існуючої практики, необхідно розмежовувати поняття стратегічних та портфельних інвестицій (табл.1.4) як альтернативних підходів до здійснення інвестиційної діяльності на фінансових ринках з урахуванням ознак порівняння.

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

Ознака	Стратегічні інвестиції	Портфельні інвестиції
1	2	3
Ступінь контролю	10-50 % голосів – значний вплив; понад 50 % голосів – контроль (владні повноваження)	До 10 % голосів – міноритарний вплив
Об'єкти інвестування	Насамперед матеріальні та нематеріальні активи,	Насамперед фінансові інструменти: цінні папери, депозити, похідні фінансові інструменти тощо
Рівень ліквідності	Нижча	Вища
Прибутковість	Нижча	Вища
Ризикованість	Вища	Нижча
Строки окупності	Тривалі, обумовлені довгостроковим характером проектів	Переважно коротко- та середньострокові, довгострокові у окремих інституційних інвесторів
Рівень здійснення	Переважно мікроекономічний	Переважно макроекономічний
Роль для окремого суб'єкта господарювання	Створення первісної основи для функціонування та його подальшого забезпечення	Отримання додаткових ресурсів для фінансування окремих проектів
Роль в економіці	Пряме забезпечення розширення виробництва та відтворення ресурсів	Опосередковане, забезпечення розширення виробництва та відтворення ресурсів

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

Своєю чергою нарощування обсягів портфельних інвестицій зумовили «втечу капіталу» з реального сектору економіки у фінансовий, відрив

останнього, суттєві дисбаланси у взаємодії фінансової сфери як надбудови зі своєю основою – реальною економікою, що врешті-решт втілюється у масштабні кризові явища, рецесію у економіці багатьох країн світу.

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

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

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

Науковці, що досліджують проблематику портфельних інвестицій аналізують такі об'єкти у розрізі наведених вище складових. На думку класика інвестиційної теорії Ф. Дж. Фабоцці об'єктами ПІ є високонадійні інструменти фондового ринку, які мають високе співвідношення доходу, що стабільно виплачується, і зростання курсової вартості [251, с. 65-90].

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

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

приватизаційні цінні папери, похідні цінні папери, товаророзпорядчі цінні папери [206].

Подібний підхід також застосовується і щодо визначення складу учасників фінансового ринку. Так, згідно Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» учасниками ринку є емітенти або особи, що видали неемісійні цінні папери, інвестори в цінні папери, інституційні інвестори, професійні учасники фондового ринку, об'єднання професійних учасників фондового ринку, у тому числі й саморегулювні організації професійних учасників фондового ринку [206].

Класифікація О. М. Буреніна [98] передбачає поділ усіх учасників ринку на професійних (організації, що здійснюють посередницькі та консультаційні послуги на ринку, а також виступають у ролі активних гравців на ринку цінних паперів і формують його інфраструктуру), а також юридичних й фізичних осіб, які виходять на ринок з метою тимчасового розміщення вільних коштів.

За підходом авторського колективу на чолі з В. С. Торкановським виділяють такі групи учасників ринку: основні (держава, муніципалітети, великі національні та міжнародні компанії); інституційні інвестори, тобто різні фінансово-кредитні інститути, що здійснюють операції із цінними паперами; індивідуальні інвестори (фізичні особи, а також власники невеликих підприємств венчурного бізнесу); професіонали ринку цінних паперів (брокери та дилери) [215].

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

інституційні інвестори розглядають у широкому та вузькому сенсі [267]. У широкому сенсі «інституційні інвестори» – це фінансові посередники будь-якого типу.

Таке визначення відокремлює їх від індивідуальних інвесторів, які володіють портфелем і безпосередньо отримують усі доходи з нього. Втім, у період зростання ролі інституційних інвесторів на американському ринку цінних паперів почали вирізняти також поняття інституційні інвестори у вузькому сенсі. В цьому разі до них належать пенсійні фонди, взаємні фонди, страхові компанії, а також трастові відділи банків, що здійснюють інвестиції [196].

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

У такому випадку інвесторів називають, за аналогією до виду інвестування, стратегічними. На відміну від стратегічних інвесторів, портфельні інвестори орієнтуються на отримання доходу від об'єктів інвестування, що перебувають у їхніх портфелях. З погляду А. А. Пересади та ін. об'єкти ПІ концентруються у кредитному портфелі, портфелі цінних паперів та портфелі реальних проектів. Залежно від такого поділу об'єктів з-поміж фінансових посередників виділяють різних суб'єктів ПІ (табл. 1.5). Слід зауважити, що в умовах глобалізації фінансових ринків, створення нових інструментів фінансового інжинірингу та виникнення альтернативних механізмів та об'єктів відповідального інвестування перелік їх потребує уточнення.

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

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

Джерело : [196]

Поряд з цим, необхідно переглянути склад та функції суб'єктів ПІ, що здійснюють операції в умовах зміни парадигми фінансування економіки. Проте традиційно діяльність суб'єктів ПІ по відношенню до його об'єктів пов'язують з управлінням інвестиційним портфелем. У своєму найпростішому трактуванні портфель – це набір фінансових активів, яким володіє інвестор [214]. У світовій практиці під портфелем цінних паперів (інвестиційним портфелем) розуміють інтегровану сукупність цінних паперів, яка належать юридичній або фізичній особі, що являє цілісний об'єкт управління [25].

Визначення інвестиційного портфелю вітчизняними науковцями: як «цілеспрямовано сформованої сукупності інвестиційних активів (реальних або фінансових інвестицій), що належать фізичній або юридичній особі (або декільком особам на правах пайової участі), який являє собою цілісний об'єкт управління для реалізації попередньо розробленої стратегії, що визначає інвестиційну мету» [96] підкреслює важливість відповідності інвестиційних цілей, обраної стратегії інвестування та структури портфелю. Серед таких інвестиційних цілей традиційно називають:

- забезпечення ліквідності портфелю,
- мінімізація інвестиційних ризиків,

- максимізація доходу,
- зростання капіталу.

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

Таблиця 1.6 – Класифікація інвестиційних портфельів за типами

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

Джерело [196, 131, 124, 169, 95, 96, 260]

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

- портфель зростання;
- портфель доходу;
- низькоризиковий портфель;
- високоліквідний портфель.

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

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

– хеджевий портфель – відповідає консервативним стратегіям, направленими на мінімізацію ризиків та підтримання стабільних темпів доходу;

– спекулятивний (арбітражний) відповідає агресивним стратегіям зростання доходу за високого рівня ризиків;

– комбінований – портфель, що враховує різні напрями діяльності інвестора як в частині отримання прибутку, так і забезпечення захисту від надмірних ризиків.

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

Теоретичною надбудовою, методологічним узагальненням розглянутих підходів до П, його класифікаційних ознак та принципів є портфельна теорія. І. А. Кох пропонує трактування портфельної теорії як сукупності принципових підходів до формування інвестиційного портфеля, а також економіко-математичних моделей, що дозволяють формалізувати процес визначення складу і структури портфеля, що відповідає вимогам конкретного інвестора [145].

Таблиця 1.7 – Принципи П

Принцип	Класичне трактування
1	2
Диверсифікації	Формування структури інвестиційного портфелю з різних об'єктів інвестування з метою підвищення доходності і надійності та зниження ризику
Оптимізації співвідношення доходності, ліквідності та ризику	Дотримання пропорцій між прийнятим рівнем ризику, рівнем ліквідності і доходності портфелю з метою забезпечення платоспроможності та стійкості інвестора
Забезпечення реалізації обраної інвестиційної політики	Відповідність обраного типу портфелю цілям інвестиційної політики та напрямам реалізації інвестиційної стратегії з метою їх узгодження, планомірності виконання
Забезпечення відповідності обсягу, структури і строковості портфелю інвестиційним ресурсам	Досягнення взаємозв'язку між обсягом, структурою та строковістю портфелю та відповідними характеристиками ресурсів з метою їх збалансування
Забезпечення належного управління портфелем	Врахування певних обмежень у строках, ресурсах, видах об'єктів інвестування з метою досягнення контрольованості основних параметрів портфелю

Джерело: доповнено автором на основі [126, 124]

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

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

заснованій на раціональності інвесторів та можливості управляти портфелем на основі його диверсифікації.

Розроблені на основі портфельної теорії Г. Марковіца підходи Дж. Тобіна, Дж. Лінтнер, Я. Моссіна, Дж. Трейнора, Ю. Фама неодноразово критикувались у працях Е. Бріггема, Л. Гапенські [7], Р Ролла [55], С. Росса [56] та ін. дослідників. Так, гіпотеза ефективності ринку, розвинута Ю. Фамою [22], і до сьогодні протиставляється гіпотезі фрактальності ринку Б. Мандельброта [39], Е. Петерса [49], яка покладає в основу функціонування ринку його мультифрактальну структуру з різних за довжиною інвестиційних горизонтів учасників. Твердження про раціональність цих учасників відкидається концепціями поведінкових фінансів Д. Канемана, А. Тверські [35] та ін.

Нетрадиційністю підходів до пояснення механізмів ПІ вирізняються моделі «переосмислення», які доповнюють вищезазвані моделі нелінійної парадигми у фінансах та виникли у відповідь на поширення кризових явищ на фінансових ринках і неспроможність існуючих моделей їх пояснити. Прикладами таких теорій є теорії Н. Талеба [66], Дж. Сороса [226] та ін.

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

Коментуючи вказані постулати, варто підкреслити, що з появою нових видів об'єктів ПІ, зокрема, похідних фінансових інструментів, структурованих продуктів, та ін. фінансових конструкцій за допомогою яких можливе управління ризиками, існуючі класичні моделі не мали достатнього математичного апарату для прогнозування їх поведінки. Крім того, з'явилися нові види ризиків, які не враховувалися у цих моделях, а теза щодо

необхідності диверсифікації заперечується неочікуваною кореляцією між різними видами активів.

Таблиця 1.8 – Класичні та сучасні теорії в поясненні особливостей ПІ

Постулат	Класична портфельна теорія	Сучасні портфельні теорії
1	2	3
Раціональність інвестора	Інвестори завжди раціональні щодо прийняття рішень	Ірраціональність інвесторів та їх очікувань визначає стан ринку
Терпимість до ризиків	Усі інвестори мають однаковий рівень терпимості до ризиків	Кожен з інвесторів має власний інвестиційний горизонт, що характеризує його схильність до ризиків
Основні фактори для визначення структури портфелю	Очікувана дохідність портфелю та стандартне відхилення	Багатофакторні моделі
Функція розподілу доходності на ринку	Нормальний розподіл	«Важкі хвости» у розподілі
Міра ризику	Стандартне відхилення і кореляція між різними активами	Принципи диверсифікації не виконуються в умовах високої корельованості різних активів
Ефективність ринку	Ринок ефективний (раціональний), існує можливість описати його поведінку за допомогою економіко-статистичних моделей	Через численні аномалії та дисбаланси у розвитку ринку його ефективність є точковим станом, який доволі важко описується за допомогою стандартного математичного апарату
Податкові, соціальні, екологічні та ін. наслідки	Не беруться до уваги	Відіграють значну роль, оскільки фінансові ринки інтегровані у господарський механізм

Джерело : розробка автора

До прикладу, банкрутство хеджевого фонду Long Term Capital Management, що був в управлінні нобелівських лауреатів М. Шоулза і Р. Мертона, у серпні 1998 р. було спричинено раптовою корельованістю усіх його позицій [139] і завдало інвесторам збитків на 4,6 млрд. дол. Варто також зазначити, що практичного підтвердження в останню фінансову кризу набула гіпотеза Х. Мінські, за якою у період економічного підйому інвестори і позичальники схильні до сприйняття більшого ризику, що веде до збільшення

частки спекулятивних учасників і ще більшого збільшення частки «Понці» - фінансування відносно частки хеджевих учасників ринків [87].

Подібні приклади свідчать про необхідність перегляду теоретичних портфельних конструкцій, що лежать в основі фінансування сучасних фінансових ринків, на користь запобігання кризовим явищам на них і забезпечення СР економіки. Одним із таких шляхів подальшого розвитку портфельних теорій є поява окремого напрямку у фінансовому забезпеченні економіки з урахуванням екологічної та соціальної складової – соціально-відповідального інвестування, інвестування у СР. Проте, на сьогодні відсутні єдині і деталізовані підходи до його здійснення в цілому і до формування дієвого механізму такого інвестування, націленого на потреби СР економіки, зокрема.

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

Так, Х. Д. Ісаєвою обгрунтовані ключові елементи управління ПІ, які включають оцінку пріоритетів інвестиційної політики, виявлення короткострокових і довгострокових потреб інвестора, аналіз очікуваної кон'юнктури при створенні конкретного портфеля, виконання плану формування портфеля цінних паперів, дослідження відповідності потреб інвестора мінімально заданому ризику [128], Н. А. Петербурзькою у цьому контексті розроблено класифікацію етапів формування портфелю цінних паперів та комплекс рекомендацій за кожним з них з урахуванням стану фондового ринку [190].

На макрорівні особливості здійснення ПІ на ринках, що формуються, та методика оцінки ризиків інвестиційних портфелів і ефективності управління ними в умовах нестабільності детально відображені у праці О. Г. Бакатанова [84], а положення щодо створення раціонального механізму стратегічного розвитку ПІ у фондові інструменти розвинуті Я. В. Самойловою [219].

На макрорівні методичні розробки щодо планування, функціонування (за стадіями життєвого циклу), контролю інвестиційно-фінансових проектів при здійсненні ПІ окремими підприємствами здійснені М. Ю. Лосєєвим [166], а підходи щодо оцінки інвестиційної привабливості підприємств у ході ПІ (оцінка чутливості інвестиційної привабливості, галузевий підхід, алгоритм вибору об'єктів ПІ) розвинуті К. П. Селянином [223].

З точки зору застосування математичних методів та моделей означена проблематика розглядається у працях А. Ю. Середи [224] (використання моделі VaR у портфельному інвестуванні) та О. А. Ратушної [209] (методика формування інвестиційного портфелю з ризик-випереджаючою дохідністю та модифікація моделі В. Шарпа з альтернативними рівнями дохідності).

Глибинним підходом до розробки теми та методологічним рівнем отриманих результатів вирізняються докторські дисертації І. А. Коха [145], яким було розроблено концептуальні основи ПІ з урахуванням специфіки російського ринку цінних паперів, багатофакторну модель формування інвестиційного портфелю та індивідуальні методики для портфельних інвесторів, зокрема, з урахуванням рівня ліквідності цінних паперів, та А. Х. Каранашева [134], який розвинув стохастичний підхід до портфельного інвестиційного процесу на фондовому ринку, що враховує стохастичну динаміку ціни ризикованих активів, еволюцію параметрів цього ринку та дозволяє побудувати оптимальний портфель з урахуванням хеджевої та спекулятивної його складових.

Серед українських науковців, до сфери наукових інтересів яких входить ПІ, слід назвати І. В. Борщук [95] (здобутки у сфері управління та підвищення ефективності портфелю банківських установ), О. К. Малютіна [169] (методи управління ризиками при портфельному інвестуванні із застосуванням динамічного хеджування та трансфертних опціонів), Д. Л. Циганюка [260] (концептуальні засади формування системи управління портфелю цінних паперів інститутів спільного інвестування та механізм узгодження параметрів ресурсної бази інститутів).

На особливу увагу заслуговують досягнення А. В. Рябушенка, який у суміжній науковій царині здійснює системне моделювання задач ПІ з використанням методів фінансової інженерії, моделі випадкового середнього та мультифрактальної волатильності до оцінювання вартості похідних фінансових інструментів [217].

Однак, слід зауважити, що розглянуті праці з урахуванням вирішуваних ними завдань дають відповіді на питання ПІ, які не співвідносяться з проблематикою СР економіки. У цьому контексті опосередковано може бути взята до уваги праця І. І. Конєвої, у якій здійснено розгорнуте обґрунтування застосування фінансових інструментів ПІ екологізації агропромислового виробництва [141], проте з впевненістю можна констатувати, що комплексного підходу щодо здійснення ПІ з метою підтримання СР економіки поки що не розвинуто. Як показав аналіз праць, присвячених тематиці СР економіки (підрозділи 1.1, 1.2), вони мають подібні обмеження у частині неврахування місця і ролі механізмів ПІ у цій концепції.

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

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

Детальний розгляд науково-методичних підходів до ПІ (підрозділ 1.3), а також узагальнення методичної бази фінансового забезпечення реалізації

концепції СР (підрозділ 1.2) апріорі засвідчують наявність позитивного впливу ПІ на СР економіки.

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

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

Вперше на необхідності їх розробки було наголошено у «Порядку денному на XXI століття», прийнятому на Конференції ООН з навколишнього середовища і розвитку, що відбулася у Ріо-де-Жанейро у 1992 р. У 40-му розділі цього документа («Інформація для прийняття рішень») зазначено: «З метою створення надійної основи для процесу прийняття рішень на всіх рівнях і сприяння полегшенню саморегульованої стійкості комплексних екологічних систем і систем розвитку необхідно розробити показники сталого розвитку» [1].

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

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

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

характеризують окремі складові СР та системи індикаторів, що охоплюють усі складові СР.

Особливу увагу варто звернути на той факт, що вказані підходи до групування індикаторів повною мірою узгоджуються з обґрунтованою у підрозділі 1.1 триєдиною структурою концепції СР і призначені для ілюстрації або окремих її складових, або усіх складових у сукупності.

Таблиця 1.9 – Існуючі індикатори СР

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

Джерело : складено і доповнено автором на основі [123, 32, 242]

Проведений аналіз різних систем та індикаторів СР є підґрунтям до формулювання гіпотези цього підрозділу нашого дослідження: чи існує

взаємозв'язок між показниками, що ілюструють динаміку та обсяги ПІ, та показниками, що вважаються загальноприйнятими індикаторами СР економіки.

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

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

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

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

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

На першому етапі аналізу на основі розрахунку індексу сталості портфельних інвестицій проводиться перевірка стабільності їх впливу протягом аналізованого періоду, тобто чи може зазначений вид інвестицій бути використаний для фінансування потреб СР, а чи формування їх обсягів має значні коливання та не може бути основою для такого фінансування. Показники обсягів портфельних інвестицій за різними країнами світу були взяті із бази даних Міжнародного валютного фонду. Крім того, класифікаційний поділ країн за рівнем їх СР проведемо з урахуванням результатів моделі вимірювання СР, розробленої у Світовому центрі даних з геоінформатики та СР [123]. Зазначений поділ дає змогу виділити із сукупності країн світу по-перше країни-лідери СР, і по-друге, для досягнення порівнянності та співставності показників – країни BRICS та країни пострадянського простору (NIS), у т.ч. й Україну.

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

Крім того, розрахунок коефіцієнту варіації i , відповідно, коефіцієнту сталості за згладженими рівнями даних дає змогу нівелювати той факт, що зазвичай, вони розраховуються у цілому за увесь період, однак це не дає змоги дослідити динаміку сталості. Для усунення цього недоліку використовують ковзні показники, які розраховуються в межах обраного інтервалу згладжування за методом ковзної середньої за допомогою середньоквадратичного відхилення (1.1), середнього значення ряду, коефіцієнту варіації (1.2).

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

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

де σ_x – середньоквадратичне відхилення;

x_i – рівень ряду (інтервалу згладжування);

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

n – число рівнів ряду;

v – коефіцієнт варіації.

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

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

Розрахунок індексу сталості за такою методикою надає перевагу в простоті інтерпретації отриманих результатів. Відомо, що критичне значення коефіцієнту варіації становить 33 %, що вказує на неоднорідність розподілу досліджуваної сукупності. Таким чином, значення коефіцієнту сталості, що

перевищують 67% вказують на сталість досліджуваного показника та динаміки його зміни.

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

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

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

Джерело: розрахунки автора за даними Міжнародного валютного фонду [73]

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

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

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

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

Джерело: розрахунки автора за даними Міжнародного валютного фонду [73]

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

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

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

Джерело: розрахунки автора за даними Міжнародного валютного фонду [73]

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



Країни BRIC

Країни - лідери

Країни NIS

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

Джерело : побудовано за розрахунками автора

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

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

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

На другому етапі запропонованої методики визначення масштабу дослідження полягає у виборі країн (групи країн) на основі яких буде проводитися аналіз взаємозв'язку. У цьому контексті пропонуємо

використовувати показники усіх країн світу, розподілених на загальноприйнятій групі за рівнем доходу.

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

Щодо періоду дослідження, необхідно зазначити, що визначення часового проміжку аналізу тісно поєднується з вибором джерела даних та показників для аналізу. З урахуванням того, що найбільш повною і детальною є статистична база Індикаторів Світового розвитку, а єдність статистичної методології відбору та підходів до розрахунку показників для нас є значимою, її було покладено в основу дослідження. При цьому необхідно зауважити той факт, що більшість показників за різними країнами доступні починаючи 1975 р. і до 2011 р., саме цей часовий проміжок було обрано за період дослідження.

Що стосується відбору показників, наша увага була зосереджена на тих елементарних індикаторах СР економіки, які містяться у базі даних щодо досягнення Цілей розвитку Тисячоліття (Millenium Development Goals) [45], а саме:

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

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

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

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

Заощадження виступають ключовою категорією у концепції СР економіки, яка орієнтована на захист майбутніх поколінь. Саме вони лежать в основі майбутнього економічного зростання і добробуту. Скориговані чисті заощадження (*genuine (domestic) savings*), «істинні» або «справжні» заощадження, засновані на концепції «зелених національних рахунків», у цьому контексті є вимірником реальної різниці між виробництвом та споживанням з урахуванням інвестицій в людський капітал, амортизації основних засобів, виснаження натуральних ресурсів та збитків від забруднення навколишнього середовища. Від'ємні значення індикатора є свідченням деструктивних явищ у соціальній, економічній та екологічній сфері, що можуть негативно позначитися на добробуті майбутніх поколінь [78].

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

Аналізуючи динаміку індикатора скоригованих чистих заощаджень за 1980-2011 рр. (рис. 1.6) слід підкреслити, що Східноазіатський та Тихоокеанський регіони протягом вказаного періоду підтримують найвищі темпи зростання цих заощаджень серед інших регіонів світу. Такий бурхливий ріст зумовлений небувалим економічним піднесенням головної країни регіону – Китаю. Рівень скоригованих чистих заощаджень у Латинських країнах

залишався постійним, у той час як динаміка цього показника у Східноєвропейських та Центральноазіатських країнах демонструвала значні коливання.

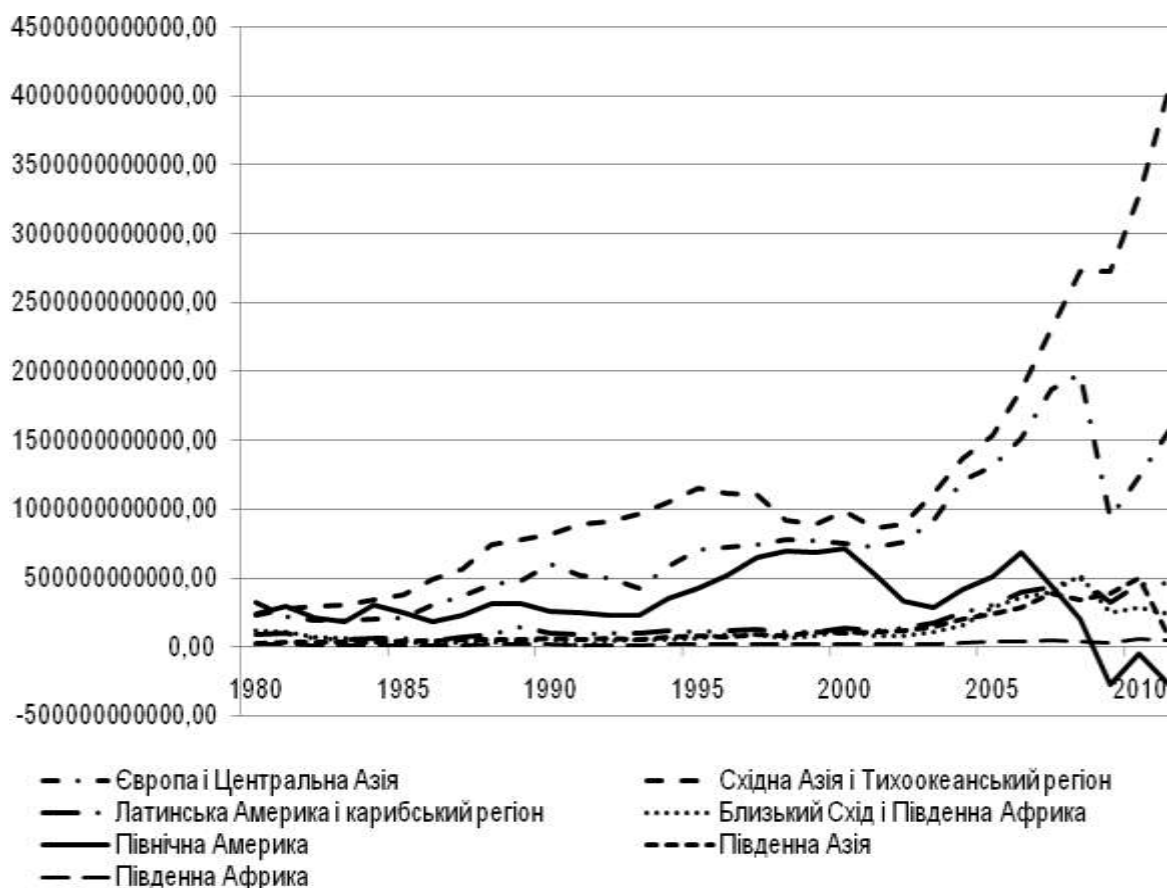


Рисунок 1.6 – Індикатор скоригованих чистих заощаджень («істинних» заощаджень) за регіонами світу за 1980-2011 рр., дол. США

Джерело : складено автором за даними Світового банку [78]

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

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

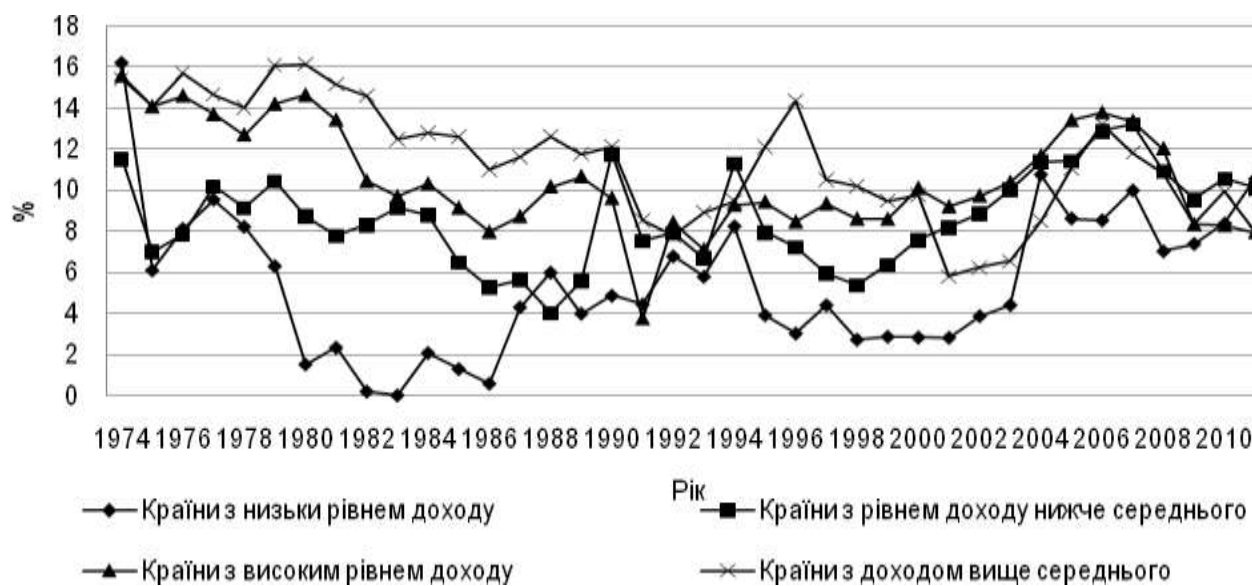


Рисунок 1.7 – Частка скоригованих чистих заощаджень за агрегованими регіонами світу за рівнем доходу на душу населення за 1974-2011 рр., %

Джерело : складено автором за даними Світового банку [78]

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

У ході добору показників, які б могли свідчити про вплив ІІ на СР не в цілому, а економіки зокрема, як на домінуючу його складову, необхідно звернути увагу на традиційні поелементні макроекономічні індикатори – показники чистого національного доходу, валового внутрішнього продукту та валового формування капіталу, які також включені до індикаторів, що аналізуються при досягненні Цілей розвитку Тисячоліття. При цьому, показник чистих скоригованих заощаджень не втрачає своєї значимості, оскільки на противагу останнім інтегрує усі складові СР, у т.ч. й превалюючу економічну, і, водночас, дозволяє робити співставлення за групами країн як у

географічному розрізі, так і у розрізі їх групування за рівнем доходу на душу населення, як основоположним економічним індикатором, що дозволяє співставляти різні за рівнем добробуту та чисельністю населення країни. Використовуючи групування країн за рівнем доходу, представимо розраховані коефіцієнти кореляції між названими показниками та обсягом чистих портфельних інвестицій в пайові інструменти (табл. 1.13).

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

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

Джерело: розробка автора

Зазначений показник за методологією Світового банку включає чисті потоки від пайових цінних паперів, інших, ніж прямі інвестиції, у т.ч., акції, депозитарні розписки (американські чи глобальні), і прямі купівлі акцій на місцевих фондових ринках іноземними інвесторами [78].

За первинними даними Світового банку усього проаналізовано 159 країн. Зупинимось на окремих результатах аналізу. Механізми ПІ країн, що мають високий рівень доходу, як тих, що входять до Організації з

економічного співробітництва та розвитку, так і тих що знаходяться поза нею, характеризуються помітними за щільністю зв'язками (коефіцієнт кореляції понад 0,6) і з економічною складовою СР, і з його інтегральним показником – чистими скоригованими заощадженнями. Особливістю країн з доходом вище середнього є від'ємна і достатньо сильна кореляція між чистими портфельними інвестиціями та валовим формуванням капіталу. Як відомо, показник валового формування (накопичення) капіталу складається з витрат на інвестиції в основний капітал економіки плюс чисті зміни рівня запасів. Відповідно до Системи національних рахунків 1993 року, чисті придбання цінностей також вважаються накопиченням капіталу [77].

Означена тенденція пов'язана з тим, що останнім часом саме вони виступають активними донорами капіталу на міжнародних ринках. До прикладу, Китай, як один із лідерів цієї групи країн за період 2005-2012 рр. демонструє середній темп зростання відтоку портфельних інвестицій 39,4 % щорічно (рис. 1.8). Помірні за щільністю зв'язки (коефіцієнти кореляції 0,49-0,58) між ПІ та індикаторами СР характеризують групу країн з рівнем доходу нижче середнього.

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

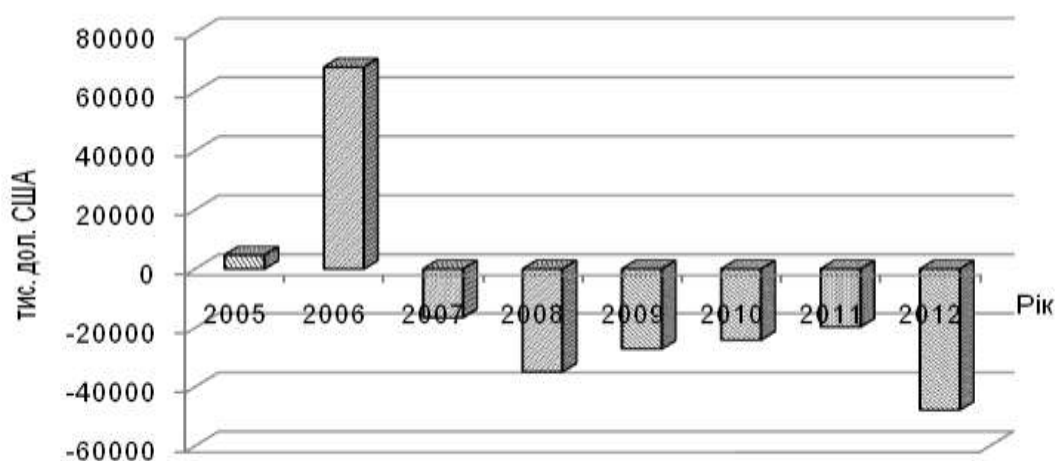


Рисунок 1.8 – Чисті портфельні інвестиції в Китаї за 2005-2012 рр., %

Джерело : [78].

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

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

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

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

Суттєвий зв'язок між показником скоригованих чистих заощаджень та обсягом портфельних інвестицій свідчить, що їх вплив на інтегральний показник СР є меншим у порівнянні з його економічною складовою, що є основною. Поряд з цим динаміка вказаних показників за останні 8 років (рис. 1.9) є односпрямованою, що свідчить про наявність потенціалу ПІ у забезпеченні потреб СР України в інвестиційних ресурсах.

Відтак, на основі проведених розрахунків можна зробити висновок про наявність впливу ПІ переважно на індикатори, що характеризують його економічну складову в Україні та про необхідність активізації такого впливу

на соціальну та екологічні складові в умовах помітного зв'язку між обсягами ПІ та чистими скоригованими заощадженнями.

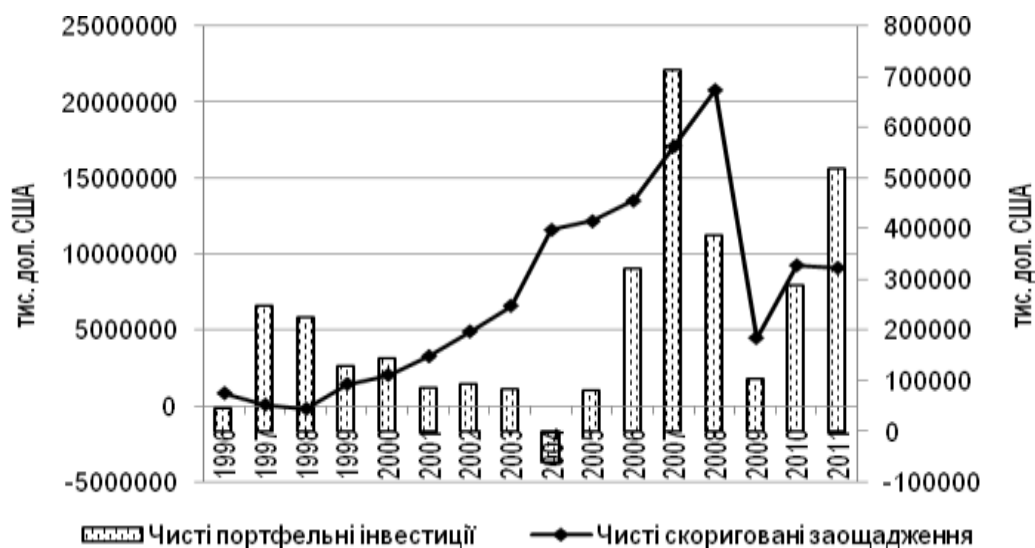


Рисунок 1.9 – Динаміка чистих портфельних інвестицій та чистих скоригованих заощаджень в Україні за 1996-2011 рр., тис. дол. США

Джерело : [78].

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

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

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

- на другому рівні – вимірювання впливу ПІ на рівень сталості розвитку економіки країни. Вирішення цієї задачі ускладнюється тим, що в літературі та практиці національного та наднаціонального управління

використовується доволі значна кількість поелементних індикаторів СР (екологічного, соціального, економічного спрямування), а також інтегральних, які також мають різну інтерпретацію. Для оцінювання економічної складової СР в роботі використано показники: валовий національний дохід, валове формування капіталу, валовий національний продукт (відповідно до Програмного документу ООН в сфері СР «Цілі розвитку тисячоліття»). В якості інтегрального індикатора СР використано показник чистих скоригованих заощаджень, оскільки: 1) відповідно до концепції СР рівень заощаджень є ключовим індикатором забезпечення добробуту майбутніх поколінь, так як свідчить про можливості країни до відтворення природного, виробничого, соціального капіталу, що були використані при створенні національного доходу; 2) механізм розрахунку цього показника узгоджується з концепцією еколого-економічного обліку ООН та «зелених рахунків» та передбачає коригування валових внутрішніх заощаджень в країні на знецінення основного капіталу, виснаження природних ресурсів та рівень екологічного збитку, а також інвестиції в людський капітал.

Результати застосування запропонованої методики для України свідчать про наявність помітного впливу процесів ПІ на економічну складову СР України та про існування значного потенціалу такого впливу відносно інших його складових. Однак, при цьому розмах індексу сталості ПІ склав 38,9 %, що свідчить про те, що ПІ сьогодні не можна вважати стабільним джерелом фінансового забезпечення СР вітчизняної економіки.

ВИСНОВКИ

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

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

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

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

5. Відзначаючи характерні риси портфельного та прямого інвестування, встановлено, що ПІ передусім здійснюється інституційними (портфельними) інвесторами в класи цінних паперів, що знаходяться у вільному обігу на фінансовому ринку (акції, облігації, фінансові деривативи, інші фінансові інструменти, що мають форму цінних паперів) шляхом формування та управління різними типами їх портфелів з метою отримання доходу на принципах диверсифікації, оптимізації співвідношення дохідності, ліквідності та ризику, забезпечення реалізації обраної інвестиційної політики, відповідності обсягу, структури і строковості портфелю інвестиційним ресурсам та належного управління ним.

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

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

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

ПЕРЕЛІК ПОСИЛАНЬ

1. Agenda 21. – United Nations Environment Programme. – Access : <http://www.unep.org/Documents.Multilingual/Default.asp?documentid=52>.
2. 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.
3. Barney J. Firm resources and sustained competitive advantage. / Barney J. // Journal of Management. – 1991. –Vol. 17. – No. 1. – pp. 99-120.
4. Baue B. Investing for Sustainability. State of the World. – 2008. – New York: W.W. Norton & Company, 2008. – pp. 180-252.
5. Bolton P. Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investments / Bolton P., Samama F. and J. E. Stiglitz. – Columbia University Press. – 2011. – pp. 108-110.
6. Boronos D. V. II investments opportunities in Ukraine: benefits and risks / D. V. Boronos, I. M. Kobushko // Економіка для екології // Збірник тез XV Міжнародної наукової конференції. – Суми : Вид-во СумДУ, 2009. – С. 24 – 26.
7. Boulding K. The Economics of the Coming Spaceship Earth. in H. Jarrett (ed.), Environmental Quality in a Growing Economy / Boulding K. – 1966. – pp. 3-14
8. Brigham E. F., Gapenski L. C. Intermediate Financial Management: 4-th ed. – Chicago; New York; San Francisco etc.: Dryden Press, 1993. – 312 p.
9. By the Numbers: The Quest for Performance // State Street Center for Applied Research. – Access : www.statestreet.com/centerforappliedresearch/.
10. 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/>.

11. Commitment to the Impact Investment Market. – Access : <http://www.jpmorganchase.com/corporate/socialfinance/business-motivation.htm>
12. Corruption perceptions index <http://cpi.transparency.org/cpi2012/>.
13. Daly H. Steady-State Economics, 2nd edition / Daly H. – Island Press, Washington, DC.– 1991.
14. Demystifying Responsible Investment Performance : A review of key academic ra broker research on ESG factors. – A joint report by The Asset Management Working Group of the United Nations Environment Programme Finance Initiative ra Mercer. – October, 2007. – 82 p.
15. Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach / C. Flammer. – Access : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2146282.
16. Dow Jones Sustainability Index. – Access : www.sustainability-indices.com/.
17. Dow Jones Sustainability World Index Guide Book, Version 11.4. – 2010. – Access : http://www.sustainability-index.com/djsi_pdf/.
18. Environmental Performance Index: Yale Center for Environmental Law & Policy. – Access : http://epicharts.activewebdev.com/v01/downloads/2012EPI_Report.pdf.
19. European responsible investing fund survey 2013. – Access : <http://www.kpmg.com/lu/en/issuesandinsights/articlespublications/pages/europeanresponsibleinvestingfundsurvey-2013.aspx>.
20. European responsible investors fund survey. – KPMG & ALFI. – 2013 – 64 c.
21. European SRI Study 2012. – 68 p. – Access : <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/sri-study-2012/>.
22. Fama E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Evidence // Journal of Finance. – 1970. – № 25. – P. 383-417.
23. Financial Development Report. – Access : <http://www.weforum.org/reports/financial-development-report-2012>.

24. Georgescu-Roegen N. The Entropy Law and the Economic Process. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts. – 1971. – 476 p.
25. Glassman James K. Secret Code of the Superior Investor: How to Be a Long-Term Winner in a Short-Term World. – Crown. Publishing Group, 2002 – 325 p.
26. Green Paper – Promoting. a European framework for Corporate Social Responsibility. – 2001. – Access : http://ec.europa.eu/green-papers/index_en.htm.
27. Growing Pains? An Index of Sustainable Economic Welfare for the United Kingdom 1950 – 1990. – The New Economics Foundation, 1994.
28. Hart S. L. A natural resource-based view of the firm / Hart S. L. // Acad. Management Rev. – 1995. – Vol.20. – No 4. – pp. 986-1014.
29. Hartwick J. M. Intergenerational Equity and the Investing of Rents from Exhaustible Resources / Hartwick J. M. // The American Economic Review. – 1977 (Dec.). – Vol. 67. – No. 5. –972–974.
30. Hicks J. Value and Capital: An Inquiry Into Some Fundamental Principles of Economic Theory / John Hicks. Clarendon Press, 1946 – Business & Economics – 340 p.
31. Human Development Report 2013. – United Nations Development Programme. – 2013. – Access : http://hdr.undp.org/en/media/HDR2013_EN_Summary.pdf.
32. Indicators of Sustainable Development: Guidelines and Methodologies : third ed. – United Nations, 2007. – ISBN 978-92-1-104577-2.
33. International Business Leaders Forum. – Access : <http://www.iblfi.org>.
34. Just Pensions: a Guide for Trustees and Fund Managers. – 2001. – 26 p.
35. Kahneman D. Prospect theory: An analysis of decisions under risk / D. Kahneman, A. Tversky. – Econometrica. – 1979. – № 47. – pp. 313–327.
36. Keynes J. M. Economic Possibilities for Our Grandchildren/ Keynes J. M. – Essays in Persuasion, New York : W.W.Norton & Co., 1963. – pp. 358–373.
37. Leus D. V. The advantages of the investment portfolio diversification / D. V. Leus // Економіка для екології: матеріали XVIII Міжнародної наукової

конференції, м. Суми, 27–30 квітня 2012 р. / редкол.: Д. О. Смоленніков, А. С. Лавриненко. – Суми : Сумський державний університет, 2012. – С. 81-82.

38. Leus D. V. The role of venture capital funds in a providing of sustainable development of socially responsible Ukrainian companies / D. V. Leus // *Středoevropský věstník pro vědu a výzkum*. – 2014. – №2(4) P. 74-78.

39. Mandelbrot B. *The Fractal Geometry of Nature*. New York : W.H. Freeman, 1982. – 460 p.

40. Markowitz H. M. Portfolio Selection / H. M. Markowitz // *Journal of Finance*. – 1952. – 7. № 1. – pp. 71-91.

41. Masdar. Abu Dhabi . – Access : <http://mubadala.ae/portfolio/masdar/>.

42. 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.

43. Menkhoff L. *Financial Market Drift: Decoupling of the Financial Sector from the Real Economy?* / L. Menkhoff, N. Tolksdorf. – Berlin: Springer, 2001. – 233 p.

44. Mill J. S. *Of the Stationary State*, Book IV, Chapter VI in *Principles of Political Economy: With Some of Their Applications to Social Philosophy*. – J. W. Parker. – Access : <http://www.econlib.org/library/Mill/mlP61.html#Bk.IV,Ch.VI>, 17 August 2009.

45. Millenium Goals. World bank. – Access : http://databank.worldbank.org/data/Views/Reports/ReportWidgetCustom.aspx?Report_Name=MDG-Table&Id=c658ae98&inf=n.

46. MIT Sloan Management Review: Marks and Spencer's emerging business case for sustainability. – 2012. – Access : <http://sloanreview.mit.edu/article/marks-and-spencers-emerging-business-case-for-sustainability/>.

47. Monterrey Consensus of the International Conference on Financing for Development. – Access : <http://www.un.org/esa/ffd/>.

48. Norway Government Pension Fund-Global. – Access http://www.nbim.no/Global/Reports/2011/Annual%20report%202011/Arsrapport_11_ENG_web.pdf, p.9.

49. Peters E. E. Fractal Market Analysis: Applying Chaos Theory to Investment and Economics / Edgar E. Peters – NY. : John Wiley & Sons, 1994. – 336 p.

50. Porter M. E. Strategy & society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility / Porter M. E, Kramer M. R.// Harvard Bus. Rev. – 2006. – Vol. 84. – №12. – pp.78–92.

51. Porter M. E. The big idea: Creating shared value / Porter M. E, Kramer M. R. // Harvard Bus. Rev. – 2011. – Vol. 89. – №1–2. – pp.62–77.

52. Porter M. E. America's green strategy. Scientific America. – 1991. – Vol.264. – №4. – 168 p.

53. Report on Sustainable and Responsible Investing Trends in the United States. – US SIF. – 2012. – Access : <http://www.ussif.org/content.asp?contentid=40>

54. Rifkin J. The North will Rise Again: Pensions, Politics and Power in 1980s. / J. Rifkin, R. Barber. – London : Beacon Press, 1978. – 279 p.

55. Roll R. A. Critique of the Asset Pricing Theory's Test / Roll R. A. // Journal of Financial Economics. – 1977. – Vol. 4. – № 2. – pp. 129-176

56. Ross S. The Capital Asset Pricing Model (CAPM), Short Sales Restriction and Related Issues /Ross S.// Journal of Finance. – 1977. – March. – pp. 177-184.

57. Russo M. V. A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability / Russo M. V. Fouts P. A. // Acad. Management J. – 1997. – Vol. 40. – №3. – pp. 534-559.

58. Schumacher, E. F. Small Is Beautiful: Economics As If People Mattered. – New York: Harper and Row, 1973.

59. 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.

60. Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda February 29, 2008
www.imf.org/external/np/pp/eng/.../022908.pdf.

61. Study Linking Shareholder Resolutions to Firm Performance Wins Moskowitz Prize. – Access: <http://newsroom.haas.berkeley.edu/article/study-linking-shareholder-resolutions-firm-performance-wins-moskowitz-prize#sthash.oj515CeV.dpuf>.

62. Sustainability – an overview / Sarasin Bank. – Access : https://www.jsafrasarasin.com/internet/com/com_index/com_about_us/com_sustainability.htm.

63. Sustainable development : World Bank glossary . – Access : <http://www.worldbank.org/depweb/english/beyond/global/glossary.html>.

64. Sustainable development : World Bank glossary. – Access : <http://www.worldbank.org/depweb/english/beyond/global/glossary.html>.

65. Sustainable development. – World resource institute. – Access : <http://www.wri.org/search/site/sustainable%20development?f>.

66. Taleb N. N. The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable / Taleb N. N. – The New York Times, 2007. – 366 p.

67. The DAC Guidelines: Strategic for Sustainable Development: Guidance for Development Cooperation, Development Cooperation Committee, OECD. – Paris, 2001. – Access : www.oecd.org/dac/...development/2669958.pdf.

68. The Difference We're Making / 2012 Progress report. – Access https://www.upbnk.com/system/assets/706/UPB_2012_Progress_Report.pdf71366838990.

69. The Global Competitiveness Report 2013–2014. World Economic Forum . – Access www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2013-14.pdf.

70. The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2013/ – Access : kpmg.com/sustainability.

71. 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.

72. The Report of the Secretary General to the World Summit on Sustainable Development. – UN. – N. Y., 2002. – Access: <http://daccess-ods.un.org/TMP/5174508.0947876.html>.

73. Total portfolio investment : all economies. IMF data. – Access : <http://elibrary-data.imf.org/Report.aspx?Report=9492639>

74. WhatisaSWF?. – Access:<http://www.swfinstitute.org/what-is-a-swf/>.

75. 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>.

76. World Business Council for Sustainable Development. – Access : <http://www.wbcsd.ch/home.aspx>.

77. World Development Indicators. – Washington DC: World Bank, 2007. – 375 p.

78. World Development Indicators. – World Bank database. – Access : http://databank.worldbank.org/data/views/variableSelection/selectvariables.aspx?source=world-development-indicators#s_p.

79. World Footprint – Access: http://www.footprintnetwork.org/en/index.php/GFN/page/world_footprint/.

80. 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.

81. Андрос С. В. Стратегії відповідального інвестування: теоретичний аспект / С. В. Андрос, Т. В. Романьок // Економічні проблеми сталого розвитку : матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції, присвяченої 20-річчю наукової діяльності ф-ту економіки та менеджменту СумДУ, м. Суми, 3-5 квітня 2012 р. / Відп. за вип. О. В. Прокопенко. – Суми : СумДУ, 2012. – Т.3. – С. 15-16.

82. Аннаев А. А. Инвестирование на рынке ценных бумаг с учетом принципов социальной ответственности : автореф. дис. канд. экон. наук : 08.00.10 / Аннаев Александр Аннамуратович. – М., 2011. – 23 с.

83. Артеменко В. Індикатори стійкого соціально-економічного розвитку регіонів / В.Артеменко // Регіональна економіка. – 2006. – № 2. – С. 90-97.

84. Бакатанов О. Г. Портфельное инвестирование в условиях высоко нестабильных финансовых рынков : диссертация... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Бакатанов Олег Георгиевич. – Москва, 2008. – 148 с.

85. 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.

86. Бахтараева, К. Б. Социально ответственное инвестирование на рынке ценных бумаг : дис. канд. экон. наук : 08.00.10 / Бахтараева Карина Борисовна. – М., 2009. – 218 с.

87. Бирюкова Е. А. Альтернативные теории риска портфельного инвестирования / Е. А. Бирюкова // Вестник Челябинского государственного университета. – 2010. – № 27. – С. 73-291.

88. Бланк І. О. та ін. Інвестологія: наука про інвестування / За ред. проф. С. К.Реверчука. – К. : Атіка, 2001. – 264 с.

89. Бондаренко А. В. Соціальне інвестування як фактор забезпечення соціально-економічного розвитку держави / Бондаренко А. В., Омелянович Л. О. // Вісник Донбаської національної академії будівництва і архітектури. – 2009. – № 5(79). – С.201- 203

90. Боронос Д. В. Вибір та застосування інструментів регулювання процентного ризику банку / Д. В. Боронос, О. М. Пожар, М. Б. Перзеке // Управління ризиками банків : монографія у 2 томах. Т. 2: Управління ринковими ризиками та ризиками системних характеристик / [А. О. Спіфанов, Т. А. Васильєва, С. М. Козьменко та ін.] / за ред. д-ра экон. наук, проф. А. О. Спіфанова та д-ра экон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – С. 56 – 82.

91. Боронос Д. В. Вплив фондового ринку на фінансову систему держави / І. М. Кобушко, Д. В. Боронос // Економіка: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць. – Випуск 253 : в 7 т. – Т. III. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2009. – С. 647-653.

92. Боронос Д. В. Методологічні засади формування ефективних інвестиційних портфельів / С. В. Дубовик, Д. В. Боронос, П. М. Рубанов // Управління ризиками банків : монографія у 2 томах. Т. 1: Управління ризиками базових банківських операцій / [А. О. Єпіфанов, Т. А. Васильєва, С. М. Козьменко та ін.] / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. О. Єпіфанова та д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – С. 180 – 193.

93. Боронос Д. В. Розвиток фондового ринку як основа для залучення інвестиційних ресурсів в економіку України / Д. В. Боронос, Ж. Пронікова // Економічні проблеми сталого розвитку : матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції, присвяченої 20-річчю наукової діяльності ф-ту економіки та менеджменту СумДУ (м. Суми, 3-5 квітня 2012 року) : у 8 т. / за заг. ред. О. В. Прокопенко. – Суми : Сумський державний університет, 2012. – Т. 2. – С. 32 – 34.

94. Боронос Д. В. Розроблення моделі оцінки ринкової вартості бізнесу за порівняльним підходом / Д. Г. Михайленко, Д. В. Боронос // Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка. – 2010. – № 1, Т. 2. — С. 53-57.

95. Борщук І. В. Управління портфельними інвестиціями комерційних банків в Україні: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.02.03 / І.В.Борщук ; Львів. нац. ун-т ім. І.Франка. – Л., 2003. – 20 с.

96. Боярко І. М. Інвестиційний аналіз: навчальний посібник / І. М. Боярко, Л. Л. Гриценко; Мін-во освіти і науки України, ДВНЗ «УАБС НБУ». – К. : Центр учбової літератури, 2011. – 400 с. – ISBN 978-611-01-0002-1

97. Буренин А. Н. Управление портфелем ценных бумаг М., Научно-техническое общество имени академика С.И. Вавилова, 2008. – 440 с.

98. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов / А. Н. Буренин. – М. : НТО, 2011. – 394 с. – ISBN 978-5-905094-01-9

99. Быстряков И. К. Проективно-деятельностная модель устойчивого развития общества / И. К. Быстряков // Механізм регулювання економіки. – 2004. – №4. – С. 47–55.

100. В фокусе: корпоративное управление и устойчивое развитие. – KPMG. – 2013. – № 3. – 14 с.

101. В фокусе: корпоративное управление и устойчивое развитие. Вестник KPMG. – 2013. – № 3. – Access : <http://www.kpmg.com/ru/ru/issuesandinsights/articlespublications/in-focus-corporate-governance-sustainability/pages/default.aspx>

102. Вахович І. М. Теоретико-методологічні засади формування та реалізації регіональної політики фінансового забезпечення сталого розвитку : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : спец. 08.00.05 розвиток продуктивних сил і регіональна економіка / І. М. Вахович. – Одеса, 2008. – 35с.

103. Веревокина А. А. Социально инвестирование в системе корпоративной ответственности бизнеса : автореф. дис. канд. экон. наук : 08.00.01 / Веревокина Анна Александровна. – М., 2011. – 23 с.

104. Винников В. С. Управление социальным инвестированием в корпорациях: теоретико-методологический аспект : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / Винников Виталий Сергеевич. – М., 2007. – 201 с.

105. ГВардия. Рейтинг социально ответственных компаний – 2013 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://kontrakty.ua/article/62569>

106. Гаврилишин Б. Стратегія сталого розвитку та європейська модель «еко-соціальної ринкової економіки» як основа конкурентоздатності України в сучасну епоху / Б. Гаврилишин, В. Вовк [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.clubofrome.org.ua/arkh-v/anal-tichna-zapiska-podana-ker-vnitstvu-sekretar-ata-prezidenta-ukra-ni-v.yushchenko-ta-prem-r-m-n-stru-ukra-ni-yu.timoshenko-v-lyutomu-2005-r..html>.

107. Галушкин С. В. Выгоды устойчивого развития: выход на рынок «устойчивых» инвестиций / Галушкин С. В., Головачев С. С., Наквасин С. Ю. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ir-russia.ru/news/Sustainable-investment-14022011.htm>.

108. Герасимчук З. В. Інвестиційний потенціал регіону: методика оцінки, механізми нарощення : монографія / З. В. Герасимчук, В. Р. Ткачук. – Луцьк : Надстир'я, 2009. – 232 с.

109. Герасимчук З. Комплексна оцінка рівня сталого розвитку регіонів України // Економіка України. – 2002. – № 2. – С. 34-42.

110. Гилман Р. Проект устойчивой экономики [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.greensalvation.org/old/Russian/Publish/03_rus/03_10.htm

111. Гитман Л. Основы инвестирования / Гитман Л., Джонк М.; [пер. с англ.]. – Дело, 1997. – 1008 с.

112. Глобалізація і безпека розвитку : монографія / Нац. акад. наук України, Ін-т світової економіки і міжнар. відносин, Київ. нац. екон. ун-т; О. Г. Білорус та ін. / кер. авт. кол., наук. ред. О. Г. Білорус. – К. : [Б. в.], 2001. – 734 с.

113. Голуб А. А. Экономика природных ресурсов: Учебн. пособие для вузов / Голуб А. А., Струкова Е. Б. – М. : Аспект-Пресс, 1999. – 319 с.

114. 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>.

115. Даниленко, Л. Финансиаризация современной экономики / Л. Даниленко // Инновации. – 2008. – № 9. – С. 86-91.

116. Данилишин Б. М. Устойчивое развитие в системе природно-ресурсных ограничений /Данилишин Б. М. Шостак Л. Б. – К. : СОПС Украины НАНУ, 1999. – 324 с.

117. Девуист Д. Измерение и оценка устойчивого развития на локальном уровне / Д.Девуист // Механізм регулювання економіки, економіка природокористування, економіка підприємства та організації виробництва. – 2002. – № 1-2. – С. 63-75.

118. Дейлі Г. Поза зростанням. Економічна теорія сталого розвитку. К. : Інтелсфера, 2001. – 234 с.

119. Доклад о социальных инвестициях в России за 2004 год / Под общей ред. С.Е. Литовченко – М. : Ассоциация Менеджеров, 2004 г. – 80 с.

120. Дорогунцов С. Сталість розвитку еколого-економічного потенціалу України та її регіонів / Дорогунцов С., Федорищева А. // Економіка України. – 1996. – №7. – С. 4-17

121. Д'яконова І. І. Теоретичні та економічні основи інвестиційної діяльності. – Суми : Слобожанщина, 1998. – 68 с.

122. Замлелый А. Ю. Финансирование устойчивых инвестиций : автореф. дис. на соиск. ученой степ. канд. экон. наук :08.00.10 / А. Ю. Замлелый. – М., 2013. – 26 с.

123. Згуровський М. З. Моделювання процесів сталого розвитку в глобальному та регіональному контекстах [Електронний ресурс] / Згуровський М. З., Болдак А. О., Єфремов К. В. // Інститут прикладного системного аналізу НТУУ МОН і НАН України. – Режим доступу : <http://wdc.org.ua/uk/category/data/data>.

124. Игонина Л. Л. Инвестиции: Учеб. пособие / Л.Л. Игонина; Под ред. В. А. Слепова. – М. : Юристъ, 2012. – 480 с.

125. Игошкина Л. В. Развитие социальной ответственности бизнеса как инструмента совершенствования корпоративного управления : автореф. дис. канд. экон. наук : 08.00.05 / Игошкина Лариса Владимировна. – М., 2008. – 25 с.

126. Инвестиции: учебное пособие / Г.П. Подшиваленко, Н.И. Лахметкина, М.В. Макарова [и др.]. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : КНОРУС, 2006. – 200 с. – ISBN 5-94761-219-7.

127. Индекс процветания стран мира [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.prosperity.com/>.

128. Исаева Х. Д. Управление портфельным инвестированием в условиях становления фондового рынка : Дис.... канд. экон. наук : 08.00.10. – Махачкала, 2004. – 150 с.

129. Інвестиційна політика України на регіональному рівні / Інститут Реформ. Недержавний аналітичний центр. – К., 2003. – Вип. 16. – 88 с.

130. Інвестиційний клімат в Україні: яким його бачить бізнес. – Міжнародна фінансова корпорація, 2011. – 126 с.

131. Інвестування : підручник / В. М. Гриньова [та ін.]. – К. : Знання, 2008. – 452 с. – Бібліогр. в кінці розд. – ISBN 978-966-346-366-7.

132. Казакевич П. А. Суверенные фонды благосостояния на рынках ценных бумаг: дис. кандидата экон. наук: 08.00.10 / Казакевич Петр Александрович. – М, 2009. – 203 с.

133. Караєва Н. В. Комплексна оцінка ефективності механізмів екологічного регулювання, спрямованих на забезпечення сталого розвитку території : Дис... канд. наук: 08.08.01 – 2005. – 209 с.

134. Каранашев А. Х. Моделирование и оптимизация стратегий портфельного инвестирования: автореферат дис.... доктора экономических наук: 08.00.13 / Каранашев Анзор Хасанбиевич. – Кисловодск, 2012. – 35 с.

135. Келимбетов К. Н. Суверенные фонды: опыт создания и функционирования на примере Казахстана / К. Н. Келимбетов // «Международная экономика». – 2011. – №10. – С.20-27.

136. Кобушко Я. В. Еколого-економічна оцінка відтворення інвестиційного потенціалу регіону : дис... канд. экон. наук: 08.00.06 / Яна Володимирівна Кобушко ; Сумський держ. ун-т. – Суми, 2012. – 237 с.

137. Коваленко В. Инвестиции: не проходите мимо! / Виктор Коваленко [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://kontrakty.ua/article/52940>.

138. Коваленко В. Рейтинг социально ответственных компаний – 2012 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://kontrakty.ua/article/52940>.

139. Коваленко Ю. М. Портфельні теорії крізь призму сучасних кризових явищ / Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки : науковий економічний журнал. – 2010. – N 8. – С. 5-9. – ISSN 1993-6788.

140. Козьменко О. В. Страховий ринок України у контексті сталого розвитку : монографія / О. В. Козьменко. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. – 350 с.

141. Конєва І. І. Розвиток портфельного інвестування екологізації агропромислового виробництва : автореф. дис.... канд. екон. наук : 08.00.08 / Конєва Ірина Іванівна ; ННЦ «Ін-т аграр. економіки». – К., 2010. – 20 с.

142. Концепція сталого розвитку України // Світ. – 1997. – № 12. – С. 5–7

143. Костерін В. О. Сталий розвиток продуктивних сил України в умовах соціально-економічних трансформацій / В. О. Костерін // Механізм регулювання економіки. – 2006. – № 2. – С. 24-32.

144. Костюк О. М. Соціально-відповідальне інвестування: основні тренди в американській та європейській практиці [Текст] / О. М. Костюк, Я. І. Мозговий // Вісник УАБС. – 2011. – № 2(31). – С. 79–83.

145. Кох И. А. Теория и методология портфельного инвестирования на российском рынке ценных бумаг : дис.... доктора экономических наук : 08.00.10 / Кох Игорь Анатольевич. – Саратов, 2009. – 321 с.

146. Красильников О. Ю. Портфельное инвестирование как способ финансирования инноваций на российских предприятиях / О. Ю. Красильников // Управление корпоративными финансами. – 2012. – № 4. – С. 190-195

147. Кузнецов О. Л. Устойчивое развитие: научные основы проектирования в системе природа-общество-человек : учебник / О.Л. Кузнецов, Б.Е. Большаков. – СПб.; М.; Дубна, 2001. – 616 с.

148. Кузьменко В. В. Економічна безпека та сталий розвиток: взаємодія на регіональному рівні : Дис... канд. наук: 08.00.01 – 2007. – 190 с.

149. Кухта П. Тракткування поняття «інвестиції»: класичний і сучасний підходи / П. Кухта // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2011. – № 121–122. – С. 29-33.

150. Левина И. К вопросу о соотношении реального и финансового секторов / И. К. Левина // Вопросы экономики. – 2006. – № 9. – С. 83-103.

151. 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.

152. Лепесин М. В. Реализация инвестиционного потенциала стабилизационного фонда Российской Федерации : диссертация... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Лепесин Михаил Викторович. – Москва, 2008. – 154 с.

153. Леус Д. В. Аналіз науково-методичних підходів до портфельного інвестування як інструменту фінансового забезпечення сталого розвитку економіки / Д. В. Леус // БІЗНЕС ІНФОРМ. – 2013. – №12. – С. 318 – 322.

154. Леус Д. В. Врахування ESG - критеріїв при здійсненні портфельного інвестування у сталий розвиток / Д. В. Леус // Інвестиції: практика та досвід. – 2014. – №2. – С. 72-76.

155. Леус Д. В. Механізм портфельного інвестування у сталий економічний розвиток: процесний підхід / Д. В. Леус // Економічний простір. – 2014. – № 81. – С. 82-90.

156. Леус Д. В. Моделювання потреби регіону у фінансових ресурсах для забезпечення сталого економічного розвитку території / В. Г. Боронос, І. В. Карпенко, Д. В. Леус // Вісник Сумського національного аграрного університету. Серія: фінанси і кредит. – 2012. – №2. – С. 30-41.

157. Леус Д. В. Особливості застосування регулятивних механізмів та програмних документів фінансового забезпечення сталого розвитку економіки України / Д. В. Леус // Сучасні проблеми та механізми фінансового управління. Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції 12 - 13 грудня 2013 р. – Х. : ВД «ІНЖЕК», 2013. – С. 554 – 556.1

158. Леус Д. В. Порівняльний (ринковий) підхід до оцінки вартості бізнесу / Д. В. Леус // Фінансовий менеджмент : навчальний посібник / В. М. Боронос, І. Д. Скляр, І. М. Кобушко та ін.; за заг. ред. В. М. Бороноса. – Суми : Сумський державний університет, 2012. – С. 524 – 527.

159. Леус Д. В. Проблеми та перспективи розвитку інвестиційних банківських послуг в умовах глобальної фінансової нестабільності / Д. В. Леус, Н. М. Власенко, С. В. Дубовик // Держава, підприємства та банки в системі антикризового управління: монографія / за ред. д.е.н., проф. Т. А. Васильєвої, к.е.н. О. Б. Афанасьєвої. – Суми: «Ярославна», 2013. – С. 300 – 308.

160. Леус Д. В. Стійкість фінансової системи як основа економіки сталого розвитку / Д. В. Леус // Фінансова політика та забезпечення економічної стабільності держави : Матеріали Всеукраїнської науково-практичної Інтернет-конференції студентів, аспірантів та молодих вчених, 3 грудня 2013 р. – Полтава : ПолтНТУ, 2013. – С. 43 – 44.

161. Леус Д. В. Фінансове забезпечення економічної складової концепції сталого розвитку / Д. В. Леус // Механізм регулювання економіки. – 2013. – №4. – Том 1. – С. 47-56.

162. Леус Д. В. Фінансування сталого розвитку економіки: світовий та вітчизняний досвід / Д. В. Леус // Менеджер. Вісник Донецького державного університету управління. – 2013. – № 4(66). С. 264 – 267.

163. Леус Д. В. Формалізація впливу механізму портфельного інвестування на сталий розвиток економіки / Д. В. Леус // Ефективна економіка [Електронний ресурс]. – 2014. – №1. – Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=2688>.

164. Леус Д. В. Формалізація підходу до визначення інвестиційного потенціалу регіону з урахуванням сталого розвитку / Д. В. Леус // Перспективи розвитку ринкової економіки на засадах конкурентоспроможності, інноваційності та сталості [Текст] : матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, 14-15 лютого 2014 р. // Національний гірничий університет. – Дніпропетровськ : Видавничий дім «Гельветика», 2014. – С. 162-163.

165. Леонов С. В. Інвестиційний потенціал банківської системи України : монографія / С. В. Леонов. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – 375 с.

166. Лосев М. Ю. Проектное управление портфельным инвестированием средств предприятия : Дис.... канд. экон. наук : 08.00.05. – Москва, 2004. – 214 с.

167. Лютий І. Вплив фінансового сектору на функціонування економічної системи / І. Лютий, С. Міщенко // Фінанси України. – 2007. – №3. – С. 14– 29.

168. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність: підручник / Т.В.Майорова. – К. : ЦУЛ, 2009. –472 с. – ISBN 978-966-364-883-5.

169. Малютін О. К. Портфельне інвестування в умовах розвитку фінансового ринку України: автореф. дис... канд. экон. наук: 08.00.08 / О.К.Малютін ; Н.-д. фінанс. ін-т при М-ві фінансів України. – К., 2007. – 20 с. – укр.

170. Мальтус Т. Опыт о законе народонаселения. Петрозаводск: Петроком, 1993 (Шедевры мировой экономической мысли. Т. 4).

171. Масловська Л. Ц. Сталий розвиток продуктивних сил регіонів: теорія, методологія, практика: дис... д-ра экон. наук: 08.10.01 / Масловська Людмила Цезарівна; НАН України; Рада по вивченню продуктивних сил України. – К., 2004. – 414 с.

172. Масловська Л. Ц. Сталий розвиток продуктивних сил регіонів: теорія, методологія, практика / Київський національний торговельно-економічний ун-т. – К. : Видавництво КНТЕУ, 2003. – 365с.

173. Мельник Л. Г. Досвід Європейського Союзу у формуванні інноваційної стратегії сталого розвитку / Л. Г. Мельник, І. Б. Дегтярьова // Маркетинг і менеджмент інновацій. – 2012. – № 1. – С. 190 - 200.

174. Мельник Л. Г. Устойчивое развитие: теория, методология, практика: учебник / под ред. проф. Л. Г. Мельника. — Сумы : Университетская книга, 2009. – 1216 с.

175. Мельник Ю. М. Організаційно-економічні основи формування стратегій забезпечення екологічно сталого розвитку регіону: автореф. дис... канд. екон. наук: 08.00.06 / Юлія Миколаївна Мельник ; Сумський держ. ун-т. – Суми, 2009. – 20 с.

176. 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.

177. Мошенський С. З. Соціально відповідальне інвестування : сутність та перспективи розвитку / С. З Мошенський // Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу. – 2011. Випуск 3. – Ч. 1. – С. 258-265.

178. Національна парадигма сталого розвитку України / за заг. ред. академіка НАН України, д.т.н., проф., засл. діяча науки і техніки України Б. Є. Патона. – К. : Державна установа «Інститут економіки природокористування та сталого розвитку Національної академії наук України», 2012. – 72 с.

179. Our Common Future: Report of the World Commission on Environment and Development. Annex to A/42/427, Development and International Co-operation: Environment, August 1987. <http://www.un-documents.net/wced-ocf.htm> Sustainable development : World Bank glossary [Electronic resource]. – Access : <http://www.worldbank.org/depweb/english/beyond/global/glossary.html>.

180. Общепринятые принципы и практика – Принципы Сантьяго [Электронный ресурс]. – МВФ, 2008. – Режим доступа www.iwgswf.org/pr/pdf/rus/pr0804r.pdf.

181. Організаційно-методичні підходи до запровадження в НБУ системи оцінки стійкості фінансової системи : інформаційно-аналітичні матеріали / За редакцією В. І. Міщенко, О. І. Кіреєва, М. М. Шаповалової. – Київ : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 97с.

182. Особливості та можливості венчурних інвестиційних фондів в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/195.htm.

183. Павленко І.І. Міжнародна торгівля та інвестиції : навчальний посібник / Павленко І.І., Варяниченко О.В., Навроцька Н.А.. – К. : Центр учбової літератури, 2012. – 256 с. – ISBN 978-611-01-0329-9.

184. Павліха Н. В. Регіональна соціально- економічна система в зоні радіаційного забруднення (особливості формування і розвитку) : дис... канд. екон. наук: 08.10.02; 08.08.03 / Павліха Наталія Володимирівна ; Луцький індустріальний ін-т. – Львів, 1996. – 159 с.

185. Пан Ги Мун призвал увеличить финансирование на цели развития : Новости ООН [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.un.org/russian/news/story.asp?newsID=20391#.UmKKzHw4KE4>

186. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом / А. А. Пересада – К. : Лібра, 2002. – 472 с.

187. Пересада А. А. Інвестиційне кредитування : навч. посіб. / А. А. Пересада, Т. В. Майорова ; Київ. нац. екон. ун-т. - К. : КНЕУ, 2002. – 271 с. – ISBN 966-574-329-5.

188. Пересада А.А. Фінансові інвестиції: підручник/ А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко; Мін-во освіти і науки України, КНЕУ ім. Вадима Гетьмана. – К. : КНЕУ, 2006. – 728 с. – ISBN 966-574-856-4.

189. 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.

190. Петербургская Н. А. Повышение эффективности портфельного инвестирования на фондовом рынке России : дис... канд. экон. наук : 08.00.10. – СПб., 2000. – 139 с.

191. 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>.

192. Підгурська О. І. Сутність та етапи розвитку фондів суверенного добробуту [Електронний ресурс] / О.І. Підгурська. – Ефективна економіка. – Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=1457>.

193. План дій «Україна – Європейський Союз». Європейська політика сусідства від 12.02.2005 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/994_693/conv

194. Пластун В.Л. Інституційні інвестори: роль у розвитку фондового ринку / В. Л. Пластун, О. Л. Пластун. – Суми : ТОВ «Друкарський дім «Папірус», 2012. – 212 с.

195. Попков В. В. Устойчивое экономическое развитие в условиях глобализации и экономики знаний: концептуальные основы теории и практики управления / В. В. Попков. – М. : Экономика, 2007. – 295 с.

196. Портфельне інвестування: навчальний посібник / А. А. Пересада [та ін.]; Мін-во освіти і науки України, КНЕУ. – К. : КНЕУ, 2004. – 408 с. – ISBN 966-574-604-9.

197. Примостка Л.О. Фінансовий менеджмент у банку Підручник. – 2-ге вид., доп. і перероб. – К. : КНЕУ, 2004. – 468 с.– ISBN 966-574-626-х.

198. 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>.

199. 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>.

200. 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>.

201. 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.

202. Про інвестиційну діяльність [Електронний ресурс] : Закон України від 18.09.1991 № 1560-XII. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1560-12>.

203. 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>.

204. Про першочергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України [Електронний ресурс] : Закон України від 31.10.2008 № 639-VI. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/639-17>.

205. Про угоди про розподіл продукції [Електронний ресурс]: Закон України від 14.09.1999 № 1039-XIV. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1039-14>.

206. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс] : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

207. Прыткин Б. В. Глобальная экономика – ключ к самосохранению. Деятельность эколого-экономических систем / Б. В. Прыткин. – М. : Изд-во ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 335 с.

208. 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.

209. Ратушная Е. А. Модели портфельного инвестирования с риск-упреждающей оценкой доходности : диссертация... кандидата экономических наук : 08.00.13 / Ратушная Елена Анатольевна. – Воронеж, 2010. – 152 с.

210. Рейтинг Global 100. – Access:www.global100.org/.

211. Рейтинг інвестиційної привабливості регіонів. – Державне агентство з інвестицій та управління інвестиційними проектами – 2013. – 356 с.

212. Рейтинги устойчивого развития регионов Российской Федерации. – ЗАО «ИНТЕРФАСС», 2011. – 96 с.

213. Розробка засад створення Національного Фонду Розвитку від надходжень з видобутку вуглеводнів [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://nomos.com.ua/content/view/436/74/>.

214. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Опорный конспект лекцій / составитель Юдина И. Н. – Барнаул. Изд-во «Азбука», 2006.– 119 с.

215. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учеб. пособие для студ. экон. вузов и коммерческих школ / Под ред. В. С. Торкановского. – СПб.: Комплект, 1994. – 422 с.

216. Рябкова С. А. Возникновение и основные проблемы становления понятия «устойчивое развитие» / С. А. Рябкова // Устойчивое развитие: наука и практика. – 2013. – № 1 (10). – С. 9-23.

217. Рябушенко, А. В. Системне моделювання задач портфельного інвестування : автореф. дис.... канд. техн. наук : 01.05.04 / Рябушенко Андрій Віталійович ; Нац. техн. ун-т України «Київ. політехн. ін-т». – К., 2012. – 29 с.

218. Салова Н. Ю. Развитие системы социального инвестирования в современной России : дис. канд. экон. наук : 08.00.01 / Салова, Наталья Юрьевна. – М., 2011. – 217 с.

219. Самойлова Я. В. Стратегия развития портфельного инвестирования на фондовом рынке : Дис.... канд. экон. наук : 08.00.10. – СПб., 2005. – 160 с.

220. Сахаров А. А. Суверенные фонды благосостояния. Опыт России / А. А. Сахаров [Электронный ресурс] // Регламентация банковских операций: Документы и комментарии. – 2008. – № 6. – Режим доступа : http://www.reglament.net/bank/reglament/2008_6_article.htm.

221. Світовий центр даних з геоінформатики і сталого розвитку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://hdr.undp.org/en/media/HDR2013_EN_Summary.pdf.

222. 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.

223. Селянин К. П. Оценка инвестиционной привлекательности российских предприятий при портфельном инвестировании : Дис.... канд. экон. наук : 08.00.05. – Екатеринбург, 2004. – 161 с.

224. Серeda А. Ю. Оценка показателя VaR на основе моделей изменяющейся вариации в задачах портфельного инвестирования : диссертация... кандидата экономических наук : 08.00.13 / Серeda Андрей Юрьевич. – Воронеж, 2008. – 139 с.: ил.

225. Смирнова К. Обзор Социально-ответственные инвестиции. Опыт развитых стран [Электронный ресурс] / К. Смирнова. – Режим доступа : www.cloudwatcher.ru/userfiles/investirovanie.pdf.

226. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. – М. : Эксмо, 2007. – (Серия: Антология экономической мысли) – 960 с. – ISBN 978-5-699-18389-0.

227. Солтисік О. О. Моделювання стратегій сталого розвитку регіону: автореф. дис... канд. екон. наук: 08.03.02 / Солтисік Оксана Орестівна ; Хмельницький національний ун-т. – Хмельницький, 2005. – 18 с.

228. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности : пер. с англ. / Дж. Сорос. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 148 с.

229. Социально-ответственные инвестиции на рынке ценных бумагах : Аналитический обзор. – 2007 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.eufn.ru/download/analytics/main/social_07_23_2007.pdf

230. Спасут ли Фонды национального благосостояния мировую финансовую систему? – Новости WOC [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://woc-org.com/news-view-2573.html>.

231. Список інвесторів – учасників СЕРЕС [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.cdproject.net/en-US/Programmes/Pages/Members-List.aspx>.

232. Список організацій, які взяли ПВІ ООН [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.unpri.org/signatories>.

233. Список організацій, які прийняли Принципи Екватора [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.equator-principles.com>.

234. Список учасників ФІ ЮНЕП [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.unepfi.org/signatories/mdex.html?&no_cache=1.

235. Сталий розвиток промислового регіону: соціальні аспекти: моногр. / О. Ф. Новікова, О. І. Амоша, В. П. Антонюк та ін.; НАН України, Ін-т економіки пром-сті. – Донецьк, 2012. – 534 с.

236. Стасюк О. М. Інтегральна оцінка конкурентоспроможності регіонів України / О. М. Стасюк, І. А. Бевз // Економіка і прогнозування. – 2012. – С. 75-86.

237. 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.

238. 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.

239. Суворов П. В. Взаимодействие реального и фиктивного капитала в условиях глобализации : автореф. дис. на соиск. учен. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.01 – «Экономическая теория (общая экономическая теория)» / П. В. Суворов – Москва : МГУ имени М.В. Ломоносова, 2007. – 25 с.

240. Сухарев А. Н. Государственные финансовые резервы как потенциал модернизационного развития экономики России : автореф. дис. ... д-ра эконом. наук : спец. 08.00.10 - финансы, денежное обращение и кредит / А. Н. Сухарев ; Российская академия наук. – М., 2011. – 38 с.

241. Сухарев А. Н. Финансовые механизмы формирования и использования суверенных фондов // Финансы и кредит. – 2010. – №18. – С. 28-33.

242. Тарасова Н. П. Индексы и индикаторы устойчивого развития / Н. П. Тарасова, Е. Б. Кручинина // Устойчивое развитие: природа – общество – человек : материалы международной конференции – М., 2006. – Т. 1. – С. 127-144.

243. Тарханов Н. В. Формирование и развитие системы социального инвестирования : дис. канд. экон. наук : 08.00.05 / Тарханов, Николай Владимирович. – Сп-б., 2005. – 175 с.

244. Тарханова Н. О. Пошук оптимальної моделі соціального інвестування в Україні [Електронний ресурс] / Н. О. Тарханова. – Режим доступу http://www.rusnauka.com/3_ANR_2013/Economics/4_125735.doc.htm.

245. 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.

246. Трегобчук В. Концепція сталого розвитку для України // Вісник НАН України.– 2002.– № 2.– С. 33–34.

247. Трофимова, В. В. Концепція сталого розвитку як основа постіндустріальних моделей розвитку / В. В. Трофимова // Інвестиції: практика та досвід, 2010. – №8. – С. 33- 37.

248. Угода про розподіл прибутку [Електронний ресурс]. – Режим доступу :<http://eimg.pravda.com.ua/files/b/8/b808b48-psa-ukraine-chevron.pdf>.

249. Уманець Т. В. Оцінка інвестиційної привабливості регіону за допомогою інтегральних індексів / Т. В. Уманець // Економіка і прогнозування. – 2006. – № 4. – С. 133-146.

250. Ускова Т.В. Управление устойчивым развитием региона : монография / Т.В. Ускова. – Вологда: ИСЭРТ РАН, 2009. – 355 с.

251. Фабоцци Ф.Дж. Управление инвестициями: Пер. с англ. – М., 2000 – С. 65 - 90.

252. Финансироване устойчивого развития: Материалы ООН [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.un.org/ru/development/sustainable/finance.shtml>.

253. Финансироване устойчивого развития: Материалы ООН [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.un.org/ru/development/sustainable/finance.shtml>.

254. Финансовый кризис в России и в мире / Под ред. Е.Т. Гайдара – М. : Проспект, 2009. – 256 с

255. Фоміна М.В. Сталий економічний розвиток та особливості його реалізації в умовах глобалізації. // Науковий вісник НЛТУ України. – 2011. – вип. 21.19. – С. 39 – 45.

256. Фондовые рынки в контексте устойчивого развития [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ey.com/RU/ru/Services/Specialty-Services/Climate-Change-and-Sustainability-Services/Capital-markets-in-the-context-of-sustainability>.

257. 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.

258. Хоняев С. Н. Развитие социального инвестирования в России : дис. канд. экон. наук : 08.00.05 / Хоняев, Санджи Николаевич. – Волгоград, 2008. – 167 с.

259. Циганюк Д. Л. Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування : автореф. дис.... канд. экон. наук : 08.00.08 / Циганюк Дмитро Леонідович ; ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». – Суми, 2011. – 22 с.

260. Циганюк, Д. Л. Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування: дис. на здоб. наук. ступ. к. е. н. : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Д. Л. Циганюк. – Суми : УАБС НБУ, 2011. – 261 с.

261. Черних О.В. Сутність та значення політики соціальних інвестицій в діяльності підприємств / О. В. Черних // Економічний вісник НГУ. – 2008. – № 1-2 . – С. 80-86.

262. Чимитова А.Б., Микульчинова Е.А. Вопросы устойчивого и безопасного развития экономики региона: Учебное пособие. – Улан-Удэ: Изд-во ВСГТУ, 2007. – 216 с.

263. Чистая выгода для России: преимущества ответственного финансирования. Доклад Программы по экологизации рынков и инвестиций WWF /Под ред. И. Герасимчук, К. Илюмжиновой, А. Шорна. – Москва – Франкфурт-на-Майне – Йоханнесбург: – WWF, 2010. – 133 с.

264. Чубик А. Не той багатий, хто багато заробляє, а той, хто ощадливо витрачає [Електронний ресурс] / Андрій Чубик // Дзеркало тижня. – 2013. – Режим доступу : http://gazeta.dt.ua/energy_market/ne-toy-bagatyy-hto-bagato-zaroblyaye-a-toy-hto-oschadlivo-vitrachaye-.html.

265. 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.

266. Шарипова Е. Как запустить конвейер долгосрочных инвестиций в инфраструктуру? Роль институциональных инвесторов / Елена Шарипова (Внешэкономбанк). – 2013 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.pppinrussia.ru/userfiles/upload/files/FINAL%20DOKLAD2-A4.pdf.

267. Шарп У. Инвестиции : пер. с англ. / Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. – М. : ИНФРА–М, 2001. – XII. – 1028 с.

268. Шевчук В.Я. Макроекономічні проблеми сталого розвитку / Шевчук В.Я. – К. : Геопринт, 2006. – 200 с.

269. Шигун М. М. Корпоративна соціальна звітність як перспектива інформування про людський капітал вітчизняних компаній / М. М. Шигун, Т.В. Давидюк // Вісник Запорізького національного університету. – 2011. – № 1. – С. 173-178. – Економічні науки.

270. Шинази Г. Дж. Сохранение финансовой стабильности / Гарри Дж. Шинази // Вопросы экономики (Международный валютный фонд). – 2005. – № 36. – С. 22–25.

271. Шихвердиев А.П., Серяков А.В. Качественный индекс социальных инвестиций как показатель эффективности корпоративной социальной ответственности // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета // Сыктывкарский государственный университет. – Электрон. вестник – Сыктывкар: СыктГУ, 2008. – № 4. – С.121-134.

272. Шкодкіна Ю. М. Механізм фінансової трансмісії у забезпеченні екологічного сталого розвитку / Ю. М. Шкодкіна // Інноваційна економіка. – 2012. – № 11. – С. 160-164.

273. Шкодкіна Ю.М. Концепція сталого розвитку у вимірах фінансової глобалізації / Ю.М. Шкодкіна // Економічні проблеми сталого розвитку : матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, присвяченої пам'яті

проф. Балацького О.Ф., м. Суми, 24-26 квітня 2013 р. / За заг. ред. О.В. Прокопенко. – Суми : СумДУ, 2013. – Т.2. – С. 269-271.

274. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан та стратегія розвитку : монографія / І. О. Школьник. – Суми : Мрія, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.

275. Шмарловская Г. Международные инвестиции суверенных фондов национального благосостояния / Г. Шмарловская, Е. Петрушкевич // Банкаўскі веснік. – Вересень 2010. – С. 35-41.

276. 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.

277. 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.

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).