

E. Mykhalska, PhD Student
Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine

METHODOLOGICAL BASES OF PRACTICAL APPLICATION OF PRODUCTION COSTS MANAGEMENT ACCOUNTING AT OIL AND FAT ENTERPRISES

Implementing of models of production costs management accounting in response to responsibility centers into Ukrainian oil and fat enterprises is the aim of their full optimization in terms of current competitive market. Setting production costs as an object of every single responsibility center will enable to update the whole range of accounting operations on costs paperwork, used raw and other materials assessment, cost recovery from labour costs with benefits-related deduction, depreciation recovery due to season production variability, services distribution of auxiliary and service departments and general production costs. In this regard, referring to the current costs accounting at oil and fat enterprises of Ukraine it should be admitted that the main purpose of the article is to explore the above-mentioned issues.

Keywords: responsibility centers, raw materials evaluation, labour costs, depreciation, auxiliary services departments, total production costs.

Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics, 2014, 11(164): 45-52

УДК 336.58:334.752:332.012.32/33

JEL G23, H54

Я. Овсянникова, канд. екон. наук, асист.
Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Київ

ПРОЕКТНІ ОБЛІГАЦІЇ В ФІНАНСУВАННІ ПУБЛІЧНО-ПРИВАТНОГО ПАРТНЕРСТВА В УКРАЇНІ

У статті поглиблено теоретичні положення щодо фінансування проектів публічно-приватного партнерства та обґрунтовано практичні рекомендації для вдосконалення процедури залучення фінансових ресурсів для реалізації проектів публічно-приватного партнерства на основі застосування проектних облигацій.

Ключові слова: публічно-приватне партнерство, проектні облигації, інфраструктурні облигації, проектне фінансування, інституційні інвестори.

Постановка проблеми. В умовах подолання наслідків світової фінансової кризи виникає потреба у доступних джерелах фінансування проектів, що здійснюються на засадах публічно-приватного партнерства (ППП). Адже криза призвела до скорочення обсягу доступних фінансових ресурсів та погіршення умов кредитування проектів публічно-приватного партнерства, що значно вплинуло на їхню життєздатність та фінансові результати. В сучасних умовах розвитку фінансового ринку залучення інвестицій шляхом випуску облигацій може відіграти важливу роль для PPP у подоланні фінансового дефіциту та подальшої модернізації інфраструктури й розвитку економіки в цілому. За допомогою випуску подібних фінансових інструментів можна залучити додаткові кошти, а також підвищити прозорість інвестицій в інфраструктурні проекти, тому що процентні платежі визначаються рентабельністю кожного проекту.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематиці співробітництва державного та приватного секторів економіки присвячено праці багатьох вітчизняних та зарубіжних вчених, таких як: В. Базилевича, В. Варнавського, С. Гатті, В. Грімсейя, Д. Делмона, М. Дерябіної, Т. Єфименко, І. Запатріної, М. Льюїса, Ю. Петленко, А. Пильтяя, Я. Ткаченко, Є. Черевікова, П. Шилепницького та інших. Серед дослідників, що вивчають фінансові аспекти проектів публічно-приватного партнерства, можна виділити: А. Акинтойя, М. Бекка, С. Грейя, А. Ізагір, Э. Йескомба, Т. Качаліну, С. Науменкову, Е. Фаркьюхарсоа, Дж. Холла та інших.

Невирішені раніше частини загальної проблеми. Наголошуючи на важливому значенні проведених наукових досліджень з даної тематики, слід зауважити, що цілий ряд теоретичних та прикладних питань ще не знайшли свого вирішення або залишаються дискусійними та потребують подальшого опрацювання. На особливу увагу заслуговує наявність складностей щодо залучення необхідних фінансових ресурсів для реалізації проектів, де на перший план виходять проблеми нерозвиненості вітчизняного фондового ринку та низької інвестиційної привабливості самих проектів. Саме тому проблема фінансового забезпечення проектів публічно-приватного партнерства в Україні набуває все

більшої актуальності з огляду на перспективи подальшої розбудови вітчизняної економіки, насамперед, на основі застосування нових фінансових інструментів, що забезпечуватиме залучення більш широкого кола приватних інвесторів та їхнього капіталу при реалізації проектів публічно-приватного партнерства.

Мета статті – розкриття змісту та особливостей використання проектних облигацій у фінансуванні проектів публічно-приватного партнерства та обґрунтування практичних рекомендацій щодо їхнього застосування для стимулювання розвитку вітчизняної економіки.

Виклад основного матеріалу дослідження. В сучасних умовах фінансування проектів PPP характеризується обмеженістю джерел залучення коштів, тому проектні облигації можуть виступати як додаткові інструменти залучення приватних інвестицій у проекти. Основним фінансовим інструментом виступають інфраструктурні або проектні облигації, особливістю яких є їхній цільове призначення, тобто емісія здійснюється безпосередньо для фінансування будівництва або модернізації того чи іншого об'єкту інфраструктури, що здійснюється на засадах PPP.

На сьогодні багато країн розпочало пошук альтернативних фінансових інструментів шляхом вивчення міжнародного досвіду провідних країн, а також проведення глибоких досліджень фінансового ринку та його можливостей. Так, у березні 2010 року Європейський парламент прийняв резолюцію щодо проведення Європейською Комісією оцінки наявних фінансових механізмів із залучення коштів та визначення інноваційних фінансових інструментів для підтримки розвитку PPP. За результатами даного дослідження було запроваджено "Ініціативу проектних облигацій" по всьому Європейському Союзу. Крім того, США й Великобританія поглиблено вивчають досвід Канади, яка є безперечним лідером у розвитку ринку облигацій та використанні їх для фінансування проектів PPP. Росія та Індія теж розпочали активно розвивати ринок облигацій із цільовим призначенням.

На нашу думку, основною перевагою облигаційного фінансування є його гнучкість, тобто можливість використання інших джерел ринку капіталів. У зв'язку із зменшенням комерційного банківського кредитування

після недавнього економічного спаду, зростанням вартості фінансових ресурсів та збільшенням контролю кредитними комітетами за банківською діяльністю ініціаторам проектів потрібні додаткові джерела фінансування. Таким чином, існуюча ліквідність на ринку капіталів (тобто наявність додаткових джерел капіталу) дозволяє здійснити диверсифікацію наявних джерел фінансування та перерозподілити кошти банківського боргу шляхом рефінансування проекту облігаціями після завершення будівництва. Облігації за своєю природою довгострокові фінансові інструменти, які повністю відповідають потребам інституційних інвесторів по їх довгостроковими зобов'язаннями. Тим самим для ППП це може бути фінансовим рішенням, що майже відповідає термінам ППП контракту і не несе ризику рефінансування.

Як свідчить міжнародний досвід, ряд чинників спонукає інвесторів надавати перевагу проектним облігаціям, ніж банківським кредитам. Основний чинник – можливість отримати кошти на більш тривалі строки, особливо для проектів з концесії. На сьогодні строки, за якими здійснюється облігаційне фінансування, збільшились в середньому від 17 до 20 років, тоді як термін погашення банківського кредиту коливається близько 7 – 10 років. У поточних ринкових умовах вартість облігаційного фінансування нижче за банківські кредити, що може сприяти поліпшенню співвідношення "ціна-якість" проекту ППП та знизити вартість проекту в цілому. Більш того, механізм фінансування проектними облігаціями дозволяє встановлювати фіксовану процентну ставку, що усуває хеджування процентних ставок.

Разом з тим, в умовах поширення облігаційного фінансування в усьому світі, в Україні проектні облігації не набули популярності, що обумовлено неузгодженістю нормативно-правових питань.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України 01.08.2012 р. оприлюднила законопроект "Про внесення змін до Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок" щодо розвитку ринку облігацій", яким вводиться поняття "корпоративні облігації" та їх нові види: інфраструктурні, біржові, концесійні. 10.10.2013 р. даний проект було прийнято Верховною Радою України в першому читанні як основу закону "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо емісії цінних паперів" [1].

Згідно з законопроектом інфраструктурні облігації визначаються як корпоративні облігації, що розміщуються підприємством з метою залучення грошових коштів, призначених для фінансування створення та/або відновлення (реконструкції, модернізації) інфраструктури, що здійснюється відповідно до договору, укладеного в рамках державно-приватного партнерства. Під концесійними облігаціями, в свою чергу, слід розуміти інфраструктурні облігації, розміщення яких здійснюється з метою фінансування створення та/або відновлення інфраструктури, що передбачено договором концесії.

Також вводиться термін "інфраструктура", яка визначається як сукупність нерухомого майна, що складається з одного чи кількох окремих об'єктів та/або технологічних комплексів, призначених для забезпечення діяльності транспорту, енергетики, соціальної сфери, комунального господарства та електрозв'язку [1]. Таким чином, термін "інфраструктурні облігації" має певні обмеження, адже відповідно до Закону України "Про державно-приватне партнерство" даний механізм має більш ширше застосування.

На основі аналізу законопроекту визначено, що він містить недостатньо інформації щодо особливостей процедури емісії та її умов, обігу цінних паперів. Так, вказано, що емісію має право робити проектна компанія, проте відсутні будь-які терміни погашення даних зобов'язань. На нашу думку, якщо держава хоче фінансувати розвиток інфраструктури шляхом випуску облігацій, термін їх погашення повинен відповідати тривалості проекту ППП або його основним фазам, тобто випуск облігацій здійснюється лише для фінансування будівництва проекту, після якого здійснюється наступна емісія для забезпечення належного функціонування та обслуговування об'єкту ППП.

Також відсутні пояснення щодо надання забезпечення, способів погашення інфраструктурних облігацій та гарантій для інвесторів. Слід зазначити, що забезпечення по облігаціях та погашення зобов'язань є найбільш привабливим фактором, що визначає їх кредитний рейтинг, що було наголошено раніше. У світовій практиці застосовуються різні способи забезпечення виконання емітентом зобов'язань за інфраструктурними облігаціями, серед яких [2, с. 21]:

- акредитив першокласного банку;
- формування резерву;
- державна чи муніципальна гарантія;
- страхування ризику відповідальності за невиконання зобов'язань;
- застава прав вимоги за концесійною угодою;
- застава прав вимоги надходжень від користувачів об'єктом (дохід від експлуатації відбудованого чи реконструйованого інфраструктурного об'єкта);
- акумулювання грошових коштів, отриманих в ході облігаційної позики, на спеціальному довірчому рахунку довірителя;
- застава грошових коштів, розміщених на депозиті, в розмірі надходжень від експлуатації інфраструктурного об'єкта і (або) отриманих від розміщення облігацій в обсязі, достатньому для забезпечення виконання зобов'язань емітента за облігаціями в поточному році;
- поступка прав вимог на користь власника облігацій за договором емітента-концесіонера;
- безпосередній контроль регулятора (орган державної влади) за розміщенням і виконанням зобов'язань за інфраструктурними облігаціями;
- застава нерухомого майна;
- поступка прав вимог за договорами з користувачами інфраструктурного об'єкта;
- хеджування валютних ризиків.

У табл.1 наведено особливості використання проектних облігацій у міжнародній практиці, а саме: назва інструменту, його емітент та наявні способи забезпечення. На основі наведених даних можна зробити висновок, що майже усі країни, де використовуються проектні облігації, надають податкові пільги проектним компаніям та державні гарантії позичальникам з метою підвищення привабливості даних фінансових інструментів та залучення інвесторів. Також майже в усіх країнах поширеним є страхування як спосіб забезпечення проектних облігацій та зниження ризику, що дозволяє підвищити інвестиційну привабливість боргового інструменту та проекту в цілому.

Таблиця 1. Особливості використання проектних облігацій у міжнародній практиці

Країна	Назва інструменту	Емітент	Податкові пільги	Спосіб забезпечення боргового інструменту			
				Застава	Державні гарантії	Поступка прав вимог	Страхування
Канада	Проектна облігація	Юридична особа	+	+	+	-	+
США	Проектна облігація забезпечена доходами; облігація із загальними зобов'язаннями	Юридична особа, Держава / ОДА	+	-	+	-	+
Велика Британія	Проектна облігація	Держава / ОДА	-	+	+	+	+
Франція	Проектна облігація	Держава / Юридична особа	+	+	+	+	+
Індія	Проектна облігація	Держава / ОДА	+	-	+	-	-
Чилі	Інфраструктурна облігація	Юридична особа	+	-	+	-	+
Казахстан	Інфраструктурна облігація	Держава / Юридична особа	+	-	+	-	-
Кенія	Інфраструктурна облігація	Юридична особа	+	-	+	-	+

Джерело: Складено автором за даними: [2; 4; 5; 6; 7; 8]

Потенційні інвестори на ринку капіталів, як правило, обирають безризикові довгострокові державні облігації з метою диверсифікації портфелю. Таким чином, інфраструктурні державні облігації привабливі лише тоді, коли вони можуть запропонувати більш високий прибуток, який компенсує передбачуваний ризик. Проектні облігації із цільовим призначенням, що забезпечені майбутніми доходами від експлуатації об'єкту ППП, можуть вирішити це питання. Це обумовлено тим, що норма прибутку за облігаціями визначається виробничими потужностями об'єкта інфраструктури, який буде побудовано. У цьому випадку уряду необхідно буде розповсюдити інформацію про особливості даного проекту, рівень очікуваної прибутковості і фактичну норму прибутку, а також покрити будь-які незаплановані перевитрати або операційні збитки.

Ми вважаємо, що за допомогою випуску подібних облігацій ППП може підвищити прозорість інвестицій в інфраструктуру, тому що процентні платежі (або дивіденди) визначаються рентабельністю кожного об'єкта інфраструктури. Якщо на початку об'єкт не генерує достатньо коштів для приватних інвесторів, публічний партнер може забезпечити проект необхідними коштами для підтримки його життєздатності.

Характерною рисою публічно-приватного партнерства є ефективне управління ризиками проекту, що може впливати на співвідношення ціни і якості. Наприклад, від об'єкту очікувалась висока прибутковість, проте норма прибутку нижча за прогнозовану. Так, інвестори, які контролюють виконання зобов'язань, вимагатимуть пояснень, відповідно, чинитимуть тиск на операторів для поліпшення управління об'єктом і усунення причин

низької продуктивності. Таким чином, прозора система нарахування норми прибутку буде сприяти поліпшенню управління та експлуатації об'єкту, досягаючи співвідношення "ціна-якість".

На нашу думку, враховуючи особливості фінансового ринку, доцільно випускати проектні облігації як із плаваючою ставкою, так і з фіксованою ставкою доходу, яку слід скорегувати з майбутніми грошовими потоками проекту з метою підвищення ефективності управління. Облігації із змінною ставкою доходу дозволяють інвесторам контролювати проект і зберегти право втручатися у процес експлуатації об'єкта. Облігації з фіксованою ставкою, в свою чергу, приваблюють інституційних інвесторів сек'юритизацією, що обумовлено ускладненням прогнозування майбутніх грошових потоків.

Облігації із змінною ставкою доходу може бути визнано занадто ризикованими у зв'язку із довгостроковим характером і політичними ризиками, що асоціюються із великими інфраструктурними проектами. З метою зниження ризиків держава може запровадити верхню та нижню межі, тобто діапазон зміни ставки (рис.1). Якщо інвестори хочуть забезпечити мінімальну ставку доходності, уряд може гарантувати мінімальну норму прибутку. Дана ставка може бути на рівні доходності державних облігацій з аналогічним терміном погашення.

Водночас уряд може визначити верхню межу облігацій із змінною ставкою доходу. З метою забезпечення мінімальної прибутковості інвестор також повинен відмовитися від несподіваного зростання норми прибутковості. Таким чином, якщо об'єкт інфраструктури є успішним і грошові потоки перевищують очікувані, уряд може отримувати доходи, вищі за верхню межу.

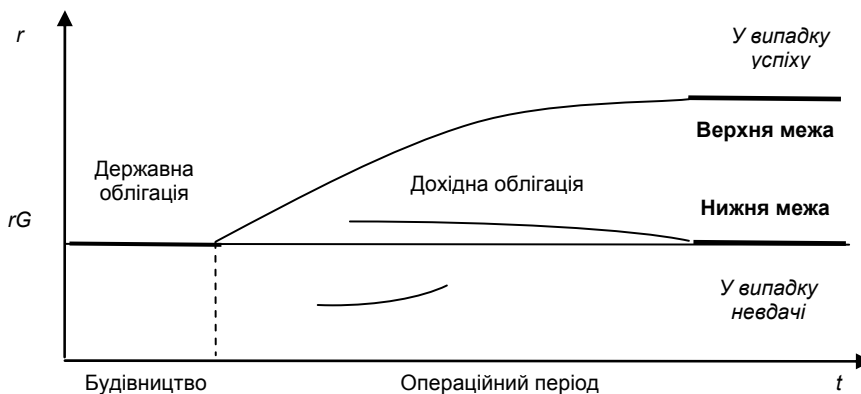


Рис. 1. Діапазон зміни ставки проектно-ї облігації із плаваючою ставкою

Джерело: Складено автором самостійно.

Примітка: rG – ставка доходності державних облігацій.

Дохідність за проектними облігаціями очікується на рівні ставки за державними облігаціями в період будівництва, так інвестори можуть отримувати стабільний дохід від своїх інвестицій. Отже, це сприятиме включенню проектних облігацій із змінною процентною ставкою інституційними інвесторами до своїх інвестиційних портфелів.

Таким чином, за умови запровадження проектних облігацій із змінною ставкою доходу слід встановити діапазон зміни ставки, тобто нижню та верхню допустиму межу. Перша, по суті, забезпечить приватних інвесторів майбутніми доходами, а друга гарантуватиме державі справедливе повернення за прийняття на себе ризиків. На нашу думку, повинні бути зроблені кроки на забезпечення проектів PPP достатньою фінансовою життєздатністю для того, щоб приватні інвестори не очікували від уряду гарантій по покриттю всіх їхніх витрат. Іншим важливим моментом є те, що заплановані проекти повинні піддаватися ретельній оцінці на наявність майбутніх доходів. Комбіноване використання проектних облігацій із змінною і фіксованою ставкою може забезпечити перспективний напрямок у боротьбі із невизначеністю оцінки майбутніх грошових потоків.

Ми вважаємо, що налагоджене функціонування даного механізму потребує наявності відповідного уповноваженого органу, який буде безпосередньо надавати фінансову допомогу та відповідно здійснювати координацію проектів, що фінансуватимуться за рахунок проектних облігацій. Прикладом подібного інституту в Росії є Зовнішекономбанк, в ЄС – Європейський інвестиційний

банк, в Канаді – Королівський банк Канади. Відтак, в Україні таким інститутом може стати Укрексімбанк. На початку 2013 року в Парламенті було оголошено, що згідно з Державною програмою активізації розвитку економіки на 2013–2014 р буде створено Державний Банк Розвитку з метою довгострокового кредитування реального сектору економіки для модернізації виробництва [3]. Можливо буде доцільним уповноважити цей інститут відповідними обов'язками та надати необхідні повноваження для нормального функціонування та забезпечення власних зобов'язань.

Публічний партнер відіграє провідну роль у сприянні використання проектних облігацій для фінансування проектів PPP. Механізм залучення фінансових ресурсів шляхом випуску проектних облігацій має за основу метод проектного фінансування, відомий як "підвищення кредитної якості", тобто підвищення кредитного рейтингу позичальника з метою зниження вартості позики. Таким чином, проектна компанія замість традиційного банківського кредитування може збільшити старший борг шляхом випуску проектних облігацій, інвестиційний рівень кредитного рейтингу яких повинен бути високим, щоб інвестори були зацікавлені купувати їх. У цьому випадку уповноважений орган (спеціальний державний банк, інвестиційний фонд) надає кредит або гарантії проектній компанії для забезпечення своєчасного погашення основного боргу та відсотків по облігаціях, тобто зниження ризику облігацій та підвищення їх кредитного рейтингу (рис. 2).

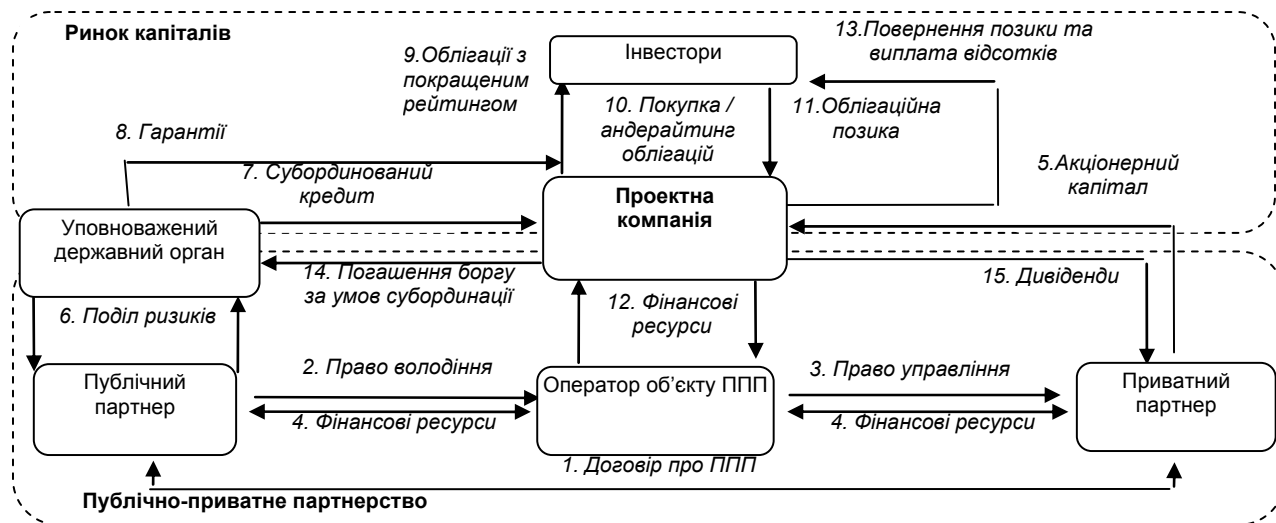


Рис. 2. Механізм залучення інвестицій для реалізації PPP з використанням проектних облігацій

Джерело: Складено автором самостійно

Уповноважений орган також може покрити всі ризики, пов'язані з проектом, що впливають на генерацію грошового потоку від початку періоду експлуатації об'єкту, а також будь-який дефіцит фінансування в період будівництва, шляхом надання кредитних ліній. В свою чергу, кошти, надані уповноваженим органом, будуть мати форму субординованого боргу, який буде погашено проектною компанією протягом певного часу наявними ресурсами після обслуговування старшого боргу, але до виплат по акціям та іншими формами фінансування (кредити акціонерів, інші субординовані кредити).

Як згадувалося вище, облігаційне фінансування має ряд особливостей. Тому держава повинна розробити чітку та зрозумілу процедуру залучення потенційних інвесторів для реалізації проектів PPP із використан-

ням проектних облігацій. Крім того, вже на початку процесу закупівель органи влади повинні переконатися, що даний інноваційний інструмент доступний для держави та відповідає усім вимогам. Можливо, залучити фахівця консультанта із даної сфери, адже типовий PPP консультант може не мати безпосереднього досвіду в облігаційному фінансуванні. На нашу думку, в процесі закупівель з PPP державі слід притримуватися певної процедури для сприяння та полегшення облігаційного фінансування, яку відображено на рис. 3.

Отже, проектні облігації відомі серед міжнародних інвесторів, їм зрозуміла їхня природа, механізм та умови, тому започаткування та розвиток подібного інструменту в Україні покращить інвестиційну привабливість країни та посприє залученню міжнародних інвесторів.

Слід зазначити, що для більшості вітчизняних потенційних емітентів виходити на міжнародні ринки, мати фі-

нансово-надійних позичальників, а отже, й надійний рейтинг є непосильним.

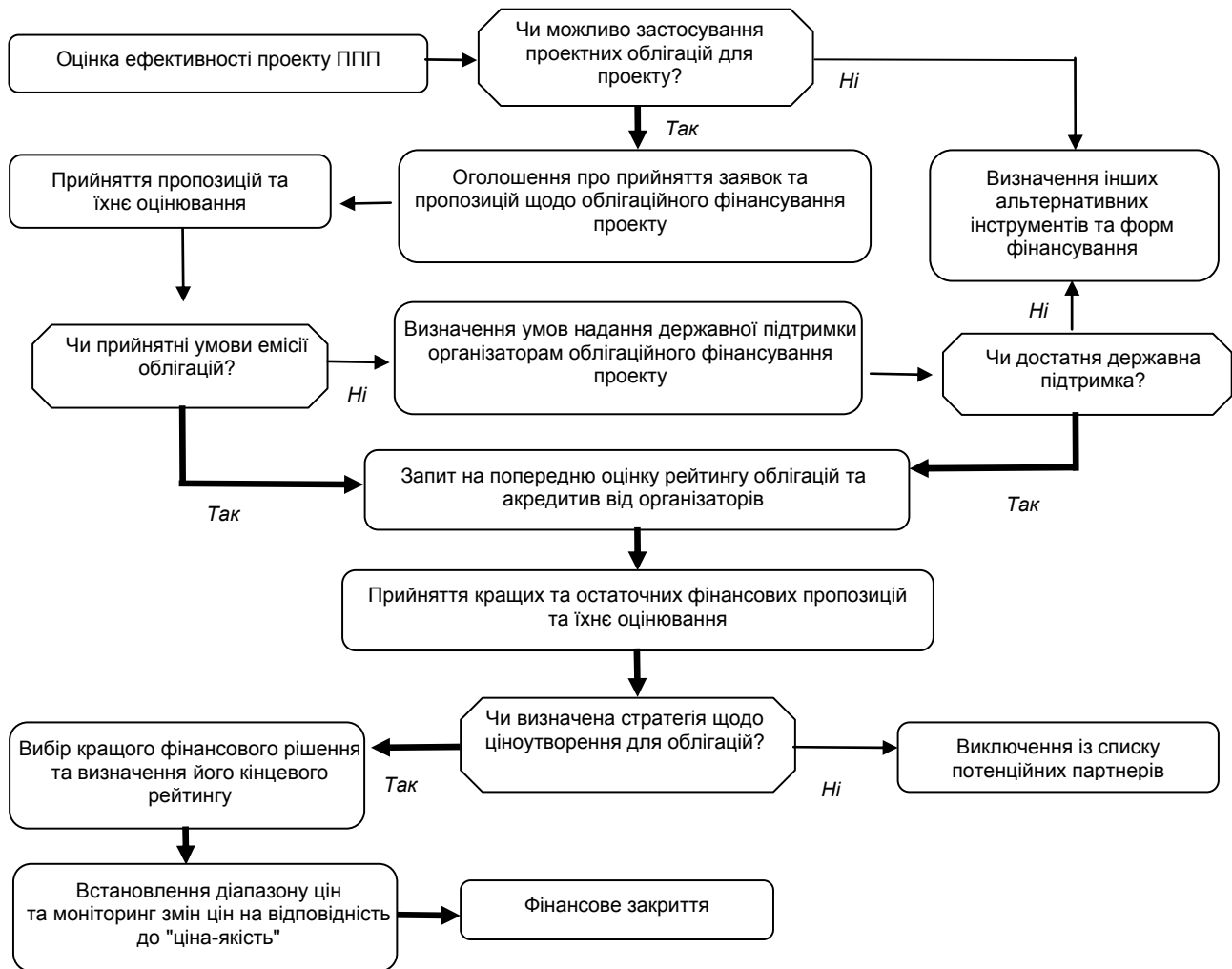


Рис. 3. Процес проведення конкурсу для проектів ППП із фінансуванням на основі застосування проектних облигацій

Джерело: Складено автором самостійно

Тому державна підтримка у даному випадку є необхідною, завдяки якій кредитна якість проектних облигацій підвищиться, тобто кредитний рейтинг старшого боргу, отже, проекти ППП будуть мати більше шансів залучити необхідні фінансові ресурси, як на внутрішньому, так й на зовнішньому ринках капіталів. Адже за даними дослідження компанії "Freshfields", що було

проведено на основі опитування експертів з інфраструктури лідируючих компаній світу всіх секторів після впровадження "Ініціативи проектних облигацій" в Європейському Союзі, майже половина інвесторів вважають рейтинги інвестиційного рівня "BBB" достатньо привабливими для інвестування (рис. 4).

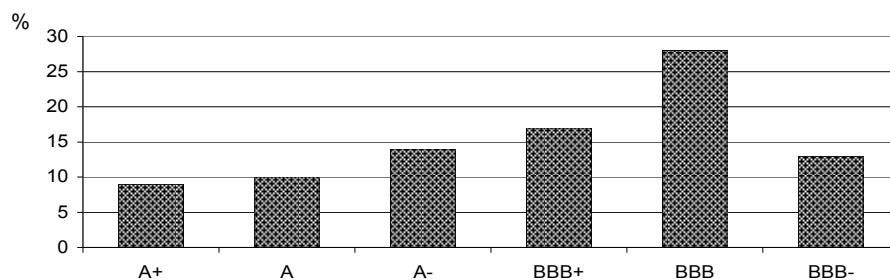


Рис.4. Привабливість проектних облигацій відповідно кредитним рейтингам, %

Джерело: Побудовано автором за даними: [252]

На нашу думку, із впровадженням проектних облігацій для довгострокового фінансування ППП та їх подальшою підтримкою й просуванням ринок цінних паперів країни буде розвиватися більш динамічніше, що також активізує діяльність інституційних інвесторів та їхній розвиток. Адже пенсійні фонди і страхові компанії все частіше стають основними інвесторами на ринку цінних паперів, а отже, й потенційними інвесторами проектів ППП.

На основі проведеного аналізу визначено, що придбання проектних облігацій інституційними інвесторами може бути взаємовигідним вирішенням інвестиційних питань, як для розвитку ППП, так й для розвитку інституційних інвесторів. Для недержавних пенсійних фондів (НПФ), інститутів спільного інвестування (ІСІ) та страхових компаній інвестиції в проекти ППП привабливі, так як ці активи можуть відповідати тривалості їхніх довгострокових зобов'язань та забезпечити довгострокове хеджування інфляції.

Проектні облігації можуть відіграти важливу роль у диверсифікації портфелів даних інвесторів, тому що вони характеризуються низькою кореляцією до традиційних класів активів. Оскільки із розвитком публічно-

приватного партнерства в Україні та світі дані активи будуть широко розповсюджені на фінансовому ринку, тому інвестиції в менш ліквідні активи ППП можуть бути корисними для забезпечення належної диверсифікації. На нашу думку, за принципом довгострокового інвестиційного горизонту саме НПФ, ІСІ та страхові компанії повинні стати природними інвесторами в менш ліквідні та довгострокові активи, такі як ППП.

За даними Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг та Української асоціації інвестиційного бізнесу за період 2006–2011 рр. в активах вітчизняних інституційних інвесторів знаходились облігації підприємств на загальну суму 64,5 млрд грн., а їхня частка в інвестиційному портфелі складала в середньому 25,5 % (рис.5).

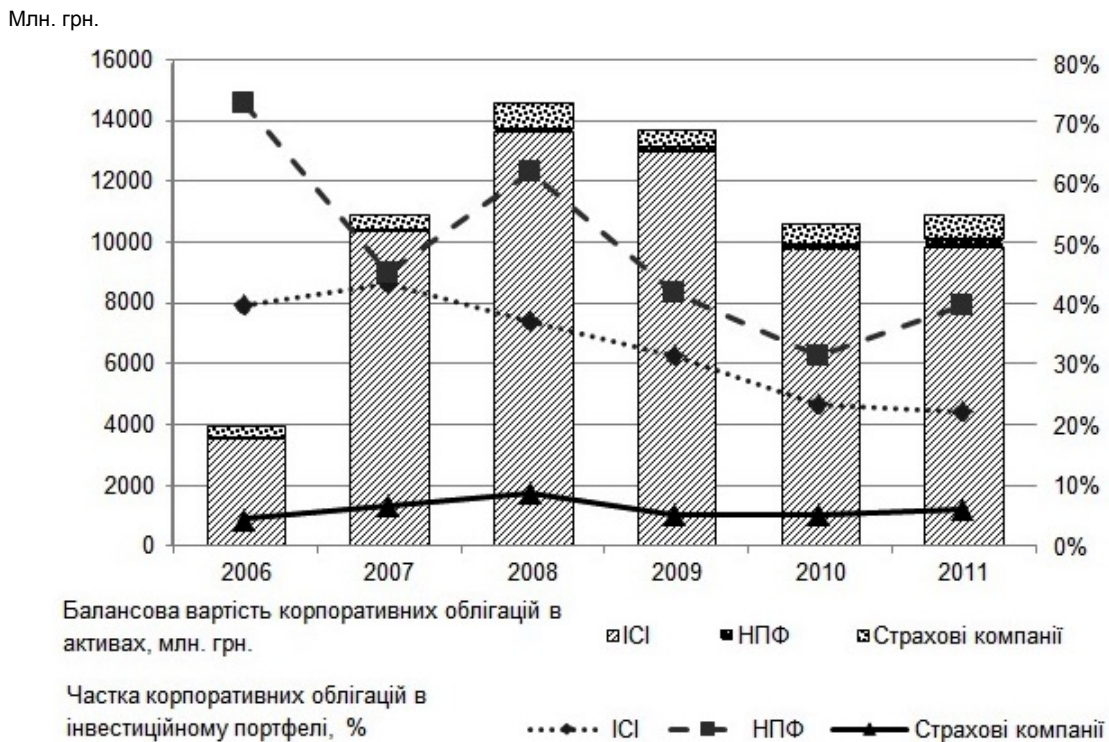


Рис. 5. Корпоративні облігації в активах вітчизняних інституційних інвесторів у 2006–2011 рр., млн грн, %

Джерело: Побудовано автором за даними: [9; 10;11]

Таким чином, можна стверджувати, що існує значний потенціал для розвитку та залучення інституційних інвесторів у фінансування проектів ППП за рахунок проектних облігацій. Найбільш розвиненим інституційним інвестором є ІСІ, балансова вартість облігацій в їхніх активах складає 93 % від загального обсягу. Також потенційним є ринок недержавного пенсійного забезпечення, частка облігацій в портфелях НПФ складає у середньому 49 %. Проте обсяги інвестицій НПФ є не значними, що пов'язано з нерозвиненістю сектору та затримкою II етапу пенсійної реформи.

За результатами проведеного дослідження виявлено, що з метою залучення інституційних інвестицій у

ППП та гарантування стійкого успіху інвестицій в довгостроковій перспективі необхідно подолати кілька перешкод. Проектні облігації відрізняються від інших активів, що може знизити їхню привабливість для потенційних інвесторів. Висока авансова вартість, недостатня ліквідність і довгостроковість активів ППП вимагає детальних даних щодо випуску проектних облігацій і аналізу притаманних цим активам ризиків за рахунок виділення додаткових ресурсів, яких, зазвичай, не вистачає більшості інвесторам. В сучасних умовах існує велика кількість різноманітних перешкод для участі інституційних інвесторів у фінансуванні проектів ППП, основні з них наведено у табл. 2.

Таблиця 2. Перешкоди участі інституційних інвесторів у фінансуванні проектів ППП

Категорія	Перешкоди
Державна підтримка	- відсутність політичної волі у довгостроковій перспективі; - нестабільність регуляторної системи; - висока вартість торгів у процесі закупівель проектів з ППП.
Можливості інвесторів	- відсутність досвіду; - недостатня масштабність; - регуляторні перешкоди.
Інвестиційний клімат	- активи ППП сприймаються на ринку як занадто ризиковані; - фрагментація ринку на різні відокремлені сегменти; - нерозвиненість фінансового ринку та його інструментів; - недосконалий інструментарій ризик-менеджменту та процедури надання гарантій; - відсутність прозорості в секторі інфраструктури; - брак даних про виконання проектів з ППП, відсутність базової ціни та методу оцінювання.

Джерело: Складено автором самостійно

Інституційні інвестори можуть відігравати більш активну роль у фінансуванні довгострокової та продуктивної діяльності, яка підтримує стійке зростання, тобто інфраструктурні проекти з ППП. Однак, перш ніж інституційні інвестори спрямують великий капітал в ППП, необхідно забезпечити прозоре, довгострокове і чітке управління та організацію даного сектору. Значні інвестиції будуть здійснюватися тільки за умови, якщо інвестори можуть заробити достатній дохід із поправкою на ризик, і якщо існують відповідні умови доступу до капіталу. Тому для більшого ефекту державі необхідно проводити паралельні заходи по сприянню довгострокових інвестицій й для інвесторів, тобто відбуватиметься ланцюгова реакція: із підтримкою й розвитком інституційних інвесторів відбуватиметься активізація фондового ринку, а отже, пришвидшення розвитку публічно-приватного партнерства й країни в цілому. Серед основних напрямів дій по створенню сприятливих умов для інституційних інвесторів можна виокремити наступні:

- розробка заходів щодо державної підтримки довгострокових інвестицій;
- реформування нормативної бази для довгострокових інвестицій;
- забезпечення прозорих умов для інвестицій в проекти публічно-приватного партнерства.

Висновки. У теперішній час вибір фінансових інструментів звужується в залежності від розвиненості внутрішнього фінансового ринку та економічної нестабільності країн. У зв'язку з цим, на нашу думку, в процесі розгляду можливостей проектною компанією у залученні фінансових ресурсів для реалізації проекту ППП доцільно розглядати як традиційні довгострокові фінансові джерела, так і сучасні фінансові інструменти, тобто проектні облігації. Застосування як основних фінансових інструментів у мобілізації коштів для реалізації проектів ППП, так й альтернативних в якості додаткових дозволить значно диверсифікувати джерела фінансування та побудувати оптимальну структуру фінансування проекту.

Для ефективного використання проектних облігацій у фінансуванні проектів ППП встановлено, що публічний партнер відіграє ключову роль у сприянні їх поширення, адже із наданням державної підтримки проектною компанією на рівні субординованого боргу підвищується якість старшого боргу, що дозволяє проектною компанії виходити на ринки капіталу із проектними облігаціями із підвищеним кредитним рейтингом старшого боргу проектною компанією. На нашу думку, це дозволяє знизити вартість фінансування, відкласти строк погашення заборгованості та спростити розміщення облігацій на ринку капіталів. Державна підтримка може мати форму кредиту або гарантій по обслуговуванню боргу та надаватися у разі нездатності проектною компанією генеру-

вати достатньо коштів від експлуатації об'єкту, щоб обслуговувати свої борги.

В Україні проектні облігації нормативно не регламентовано, хоча наразі обговорюється законопроект щодо їхнього впровадження, привабливість яких, на нашу думку, буде залежати від вдосконалення концесійного законодавства та чіткого врегулювання механізму реалізації проектів на засадах ППП. Успішне застосування альтернативних фінансових інструментів безпосередньо залежить від наявності на ринку потенційних інвесторів, в даному випадку, інституційних, адже саме недержавні пенсійні фонди, інститути спільного інвестування та страхові компанії можуть відіграти важливу роль у поширенні проектних облігацій як на внутрішньому, так й на зовнішньому фінансовому ринку, а отже, й у залученні необхідних фінансових ресурсів для розвитку та реалізації проектів ППП.

Список використаних джерел

1. Законопроект "Про внесення змін до Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок" щодо розвитку ринку облігацій": офіц. вид. : від 22.01.2013 [Електронний ресурс] // База "Законодавство України". – Електрон. дані. – Верховна Рада України, 1994-2013. Режим доступу: <http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc34?id=&pf3511=45528&pf35401=248723>
2. Качаліна Т. Инфраструктурные облигации: быть или не быть в России? / Т. Качаліна, Н. Лебедева // Рынок ценных бумаг. – 2009. – № 11. – С.18-24.
3. Державний банк розвитку України [Електронний ресурс] // Урядовий портал; новини. – Електрон. дані. – К., 2013. – Режим доступу: http://www.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=246007019&cat_id=244276429
4. Farquharson E. How to engage with the private sector in public-private partnerships in emerging markets / E. Farquharson, C. Torres de Mastle, E.R. Yescombe. – The World Bank ; The International Bank for Reconstruction and Development. – Washington, 2011. – 473 с.
5. Methodology for Quantitative Procurement Options Analysis, Discussion Paper [Електронний ресурс] // Partnerships British Columbia ; Документи. – Електрон. дані. – BC, 2013. – Режим доступу: <http://www.partnershipsbc.ca/files-4/documents/ProcurementOptionsAnalysisDiscussionPaperOctober142011.pdf>
6. National Public Private Partnership Guidelines: Discount Rate Methodology Guidance [Електронний ресурс] // Infrastructure Australia ; Документи. – Електрон. дані. – ІА, 2013. – Режим доступу: http://www.infrastructureaustralia.gov.au/public_private/files/National_PPP_Guidelines_Vol_5Discount_Rate_Methodology_Guidance_Jan_09.pdf
7. Public Private Partnership Manual [Електронний ресурс] // National Treasury ; PPP Unit. – Електрон. дані. – Pretoria, Republic of South Africa, 2013. – Режим доступу: <http://www.ppp.gov.za/Legal%20Aspects/PPP%20Manual/Module%2004.pdf>
8. The Green Book: Appraisal and Evaluation in Central Government [Електронний ресурс] // HM Treasury ; Documents. – Електрон. дані. – UK., 2013. – Режим доступу: http://www.hmtreasury.gov.uk/d/green_book_complete.pdf
9. УАІБ: Аналітичний огляд ринку спільного інвестування в Україні за 2006-2011 рр. [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу. Аналітичні матеріали УАІБ. – Електрон. дані. – К., 2000-2013. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/files/articles/1598/49/2011.pdf>
10. Нацкомфінансслуж: Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення за 2006-2011 рр. [Електронний ресурс] // Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків

фінансових послуг. Недержавні пенсійні фонди. – Електрон. дані. – К., 2000-2013. – Режим доступу: http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/dpn/npf_2011.pdf

11. Нацкомфінанпослуг: Підсумки діяльності страхових компаній за 2006-2011 рр. [Електронний ресурс] // Національна комісія, що здійснює

державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Страховий ринок. – Електрон. дані. – К., 2000-2013. – Режим доступу: http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/dpn/sk_4kv_2011.pdf

Надійшла до редколегії 16.10.14

Я. Овсянникова, канд. екон. наук, асист.
Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Київ, Україна

ПРОЕКТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ В ФИНАНСИРОВАНИИ ЧАСТНО-ПРИВАТНОГО ПАРТНЕРСТВА В УКРАИНЕ

В статье углублены теоретические положения относительно финансирования проектов публично-частного партнерства и обоснованы практические рекомендации по совершенствованию процедуры привлечения финансовых ресурсов для реализации проектов публично-частного партнерства на основе применения проектных облигаций.

Ключевые слова: публично-частное партнерство, проектные облигации, инфраструктурные облигации, проектное финансирование, институциональные инвесторы.

I. Ovsianynkova, PhD (Economic), Assistant
Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine

PROJECT BONDS IN FINANCING PUBLIC-PRIVATE PARTNERSHIPS IN UKRAINE

The theoretical principles concerning the financing of public private partnership' projects are deepened and practical recommendations for improving the procedure of raising funds for projects of public-private partnerships through the use project bonds are substantiated.

Keywords: public private partnership, project bonds, infrastructure bonds, project finance, institutional investors.

Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics, 2014, 11(164): 52-58

УДК 330:519.7

JEL C65, D80, L86, M10

В. Скіцько, канд. екон. наук, доц.

ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана"

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ МОДЕЛЮВАННЯ ІНФОРМАЦІЙНИХ ПОТОКІВ У ЛОГІСТИЦІ ПІДПРИЄМСТВА

У роботі досліджено існуючі моделі інформаційних потоків; запропоновано ієрархічні рівні моделювання інформаційних потоків; для загального випадку описано можливі порушення, які можуть мати місце у процесі протікання інформаційних потоків; пропонуються деякі способи використання відповідного інструментарію моделювання для вирішення низки проблем, пов'язаних з аналізом інформаційних потоків.

Ключові слова: інформаційний потік, моделювання, логістика, інформаційно-телекомунікаційні технології.

Постановка проблеми. За день певна особа може отримати обсяг інформації, який у кілька разів перевищує той, який особа отримувала кілька років тому, не кажучи вже про кілька десятиліть чи століть тому. Крім того, існує тенденція до зростання обсягів опрацювання, генерування, обміну інформацією, що зумовлено, зокрема, розвитком інформаційно-телекомунікаційних засобів і технологій. Завдяки інноваційним технологіям змінюються процеси, які пов'язані із опрацюванням інформації людиною. Наприклад, для написання дипломної роботи студент раніше мав відвідати обов'язково бібліотеку, підібрати відповідні джерела за каталогом, замовити книжки, ознайомитися з ними в читальній залі бібліотеки, вибрати необхідну інформацію, творчо обробити її тощо. Часто на такі дії студенту необхідно було кілька днів. Проте наразі низка етапів такої роботи може бути виконано й по-новому, що скорочує час написання дипломної роботи. Зокрема, студент може з будь-якого місця підключитися до електронного каталогу бібліотеки за допомогою Інтернету, підібрати необхідну літературу та замовити її в дистанційному режимі або навіть ознайомитися з деякими джерелами в електронному виді не відвідуючи читальної зали бібліотеки.

Інформаційно-телекомунікаційні технології та засоби на стільки міцно увійшли у наше життя, що наразі важко уявити наше життя без них. Вони дають змогу майже миттєвого спілкування (наприклад, за допомогою мобільного телефона чи смартфона), проведення мультимедійних презентацій (з використанням проектору, ноутбуку тощо), полегшують процес продажу-купівлі товару у супермаркеті (наприклад, за допомогою касового апарату з відповідним програмним забезпеченням тощо).

У всіх сферах життєдіяльності людини спостерігається переорієнтація на електронні носії інформації. З

однієї сторони це спрощує звичні дії людини, з іншої потребує від неї набуття нових знань, компетенцій тощо. Якщо років п'ятнадцять тому зазначене в резюме користування комп'ютерною технікою могло бути перевагою при зайнятті певної посади, а кількість посад, які вимагали цього була незначна, то наразі вимога щодо уміння користування сучасною технікою та володіння низкою програм є обов'язковою майже для усіх посад на будь-якому підприємстві. Наприклад, раніше бухгалтера здійснювали розрахунки за допомогою записів на папері та рахівниці, потім за допомогою калькулятора. В цей період усі бухгалтерія велася виключно на паперових носіях. З появою доступної комп'ютерної техніки частина бухгалтерської інформації набула електронну форму, низку щоденних, технічних та рутинних операцій почали здійснювати відповідні програмні комплекси, а бухгалтера почали більше виконувати аналітичну та контролюючу функції. З однієї сторони робота бухгалтера стала легшою, з іншої сторони виконання професійних обов'язків потребує постійного підвищення кваліфікації, опанування нових навичок тощо. Аналогічні приклади можна навести й для низки інших професій, особливо тих, задачею яких є проведення аналітичних, облікових дій, прийняття управлінських рішень у сфері економіки тощо.

Новітні способи генерування, передачі, отримання інформації не повністю витіснили "традиційні", а співіснують поряд з ними. Важко оцінити, в якій формі (усній, письмовій чи електронній) переважає обсяг інформації, що обробляється кожною людиною, чи використовується на підприємствах для їх функціонування. Крім того, актуальною залишається задача щодо визначення цінності, оперативності, достовірності інформації за видами її носія. Наприклад, проблема достовірності є до-