

Міністерство освіти і науки України

Національний університет «Києво-Могилянська академія»

Факультет економічних наук

Кафедра фінансів

Магістерська робота

ОСВІТНІЙ СТУПІНЬ - МАГІСТР

на тему: **«УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ РЕАЛІЗАЦІЇ СПІЛЬНИХ
ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЄКТІВ З МІЖНАРОДНИМИ ФІНАНСОВИМИ
ОРГАНІЗАЦІЯМИ В УКРАЇНІ»**

Виконав: студент 2-го року навчання, спеціальності
072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

Каціон Олександр Юрійович

Керівник: Долінський Л.Б.

доктор економічних наук, професор

Рецензент: Вітлінський В.В.

Магістерська робота захищена
з оцінкою «_____»

Секретар ЕК Донкоглова Н.А.

«_____» _____ 2024 р.

Київ 2024

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ВИКОНАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЄКТІВ В УКРАЇНІ СПІЛЬНО З МІЖНАРОДНИМИ ФІНАНСОВИМИ ОРГАНІЗАЦІЯМИ	6
1.1 Теоретичні підходи щодо аналізу інвестиційних проєктів.....	6
1.2 Визначення поняття та характерних особливостей ризиків імплементації інвестиційних проєктів на основі нормативно-правової бази.....	11
1.3 Виокремлення актуальних питань у сфері управління ризиками реалізації інвестиційних проєктів з міжнародними фінансовими організаціями в Україні...	13
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ПОТОЧНИХ ТЕНДЕНЦІЙ У СФЕРІ ІМПЛЕМЕНТАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СПІВПРАЦІ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ОРГАНІЗАЦІЙ ТА УКРАЇНИ	19
2.1 Оцінка поточного стану інвестиційного співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями	19
2.2 Перспективи інвестиційного співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями	33
2.3 Моделювання впливу ряду факторів на рівень виконання інвестиційних проєктів.....	41
РОЗДІЛ 3. РЕКОМЕНДАЦІЇ ТА ПРОПОЗИЦІЇ ЩОДО ВЕДЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ОРГАНІЗАЦІЙ В УКРАЇНІ.....	50
3.1 Рекомендації на основі проведеного дослідження щодо імплементації інвестиційних проєктів міжнародними фінансовими організаціями в Україні	50
3.2 Рекомендації щодо імплементації майбутніх інвестиційних проєктів в Україні за участі міжнародних фінансових організацій.....	51
ВИСНОВКИ.....	56
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	59

ВСТУП

Україна має досить довгу історію співробітництва з різними міжнародними фінансовими організаціями щодо роботи над широким спектром питань, від вдосконалення процедури функціонування державних інституцій до надання фінансування у рамках проєктів з розвитку певного сектору економіки. Враховуючи складність процесу попереднього вивчення підґрунтя для певного проєкту, стадії планування, безпосередньої імплементації та подальшої діяльності суб'єкта інтересу міжнародних інституційних інвесторів, існує висока імовірність виникнення певних небажаних факторів у процесі спільної взаємодії української сторони та міжнародних організацій, що теоретично можуть призвести до, наприклад, сповільнення темпів прийняття стратегічних рішень щодо певної ініціативи або й повного припинення дій з іноземної сторони у зв'язку з втратою інвестиційного інтересу або появи сумнівів щодо потенційної успішності виконання проєкту.

Подібні фактори можуть мати місце як через внутрішні причини всередині країни, так і через несприятливі макроекономічні умови. Крім того, можливе одночасне виникнення ендо- та екзогенних чинників негативного впливу на стан співробітництва України з міжнародними організаціями, як, наприклад, наявність політичної нестабільності усередині країни у період кризового стану світової економіки, що лише посилює невпевненість у потенціалі української економіки та, як наслідок, призводить до відтоку іноземного капіталу, зокрема від міжнародних інституцій, тим самим послаблюючи перспективи економічного зростання країни.

Актуальність теми роботи полягає у дослідженні стану співробітництва міжнародних фінансових організацій з Україною у сфері виконання інвестиційних проєктів, що є критично важливою у період руйнування значної частини інфраструктури та виробничних потужностей країни внаслідок повномасштабного військового вторгнення росії до України у 2022 р.

Метою дослідження є визначення основних ризиків реалізації спільних інвестиційних проєктів з міжнародними фінансовими організаціями в Україні та виокремлення способів управління ними. **Основними завданнями** є з'ясування теоретичних аспектів, пов'язаних із імплементацією інвестиційних проєктів в Україні спільно з міжнародними фінансовими організаціями, на основі раніше досліджених ученими та експертами проблемних аспектах цього питання; виокремлення ризиків та сучасних тенденцій сфери інвестиційної співпраці міжнародних фінансових організацій та України; моделювання взаємозв'язку між певними факторами та рівнем імплементації інвестиційних проєктів в Україні; визначення подальших перспектив співробітництва України та міжнародних фінансових організацій у сфері виконання інвестиційних проєктів.

Об'єктом дослідження є співробітництво міжнародних фінансових організацій з Україною.

Предметом дослідження є ризики, що виникають під час фінансування інвестиційних проєктів міжнародними фінансовими організаціями в Україні.

Інформаційну базу дослідження становлять результати наукових досліджень вітчизняних учених щодо дослідження ризиків та специфіки імплементації інвестиційних проєктів в Україні, офіційні веб-сайти Групи Світового банку, Європейського банку реконструкції та розвитку та Європейського інвестиційного банку і пресрелізи на цих ресурсах, офіційне інтернет-представництво Національного банку України, статистичні та аналітичні матеріали Державної служби статистики України та Національного банку України, офіційні веб-сайти Міністерства Фінансів України, Міністерства закордонних справ України, Агенства відновлення та ряду інших державних інституцій, офіційні веб-сайти інформаційних агентств та фінансових порталів, інші ресурси мережі Інтернет.

Кожна наукова робота, незалежно від тематики чи напряму аналізу, потребує зосередження зусиль автора на вивченні досліджуваного питання. Відповідно, має бути проведене вивчення певної проблематики, що буде проаналізована у роботі. З метою найбільш ефективного виконання такого виду наукової праці та

акумулювання релевантних даних, ітерації з якими найбільш імовірно приведуть дослідника до відповіді на первинне питання інтересу автора, відбувається пошук та визначення релевантної інформації. Цей підхід забезпечує найбільш якісне виконання дослідження і тому використовується надалі у роботі.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у проведенні аналізу ризиків при реалізації спільних інвестиційних проєктів з міжнародними фінансовими організаціями в Україні в умовах повномасштабного військового вторгнення росії до України у 2022 р., що допомагає доповнити наявну інформацію з досліджуваної теми за допомогою найбільш актуальних даних та підходів щодо визначення та аналізу нових ризиків у процесі співробітництва України з міжнародними партнерами.

Практичне значення одержаних результатів. Отримані результати та зроблені висновки в результаті дослідження теми роботи потенційно мають можливість покращити стан інвестиційного співробітництва України з рядом міжнародних фінансових організацій, а також допомогти у зниженні рівня певних ризиків, що пов'язані із проведенням такої діяльності.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ВИКОНАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЄКТІВ В УКРАЇНІ СПІЛЬНО З МІЖНАРОДНИМИ ФІНАНСОВИМИ ОРГАНІЗАЦІЯМИ

1.1 Теоретичні підходи щодо аналізу інвестиційних проєктів

Протягом багатьох років існування України як незалежної держави та суб'єкта світової економічної арени виникало чимало питань та труднощів щодо стану фінансового потенціалу країни у питаннях забезпечення власних потреб. У випадку нестачі доходів бюджету країни для підтримки усіх сфер, що потребують фінансування, одним із альтернативних варіантів для держави є ресурси міжнародних фінансових організацій (МФО).

В обох випадках, зазвичай, фінансування МФО здійснюється у вигляді кредитів або грантів. Ряд учених, що досліджували дану тематику, виділяють, що специфічні умови щодо строків та способів виконання таких проєктів залежать від економічних показників країни-позичальника, цільового спрямування коштів, рівня ризику проєкту та ряду інших чинників. Фінансова допомога МФО у вигляді кредитування поступово ставала все більш розповсюджена протягом останніх 10-15 років. Причиною цього, зокрема, можна назвати відносно низьку вартість позикових коштів, що надаються МФО, у порівнянні із подальшою вигодою для підвищення рівня економічного розвитку України.

Савостьяненко М. В., наприклад, наводить наступне визначення даного типу фінансової допомоги: “Інвестиційний проєкт – це по суті інвестиційна акція, що передбачає вкладення певної кількості грошових і/або фізичних (включаючи людські) ресурсів у певну юридичну структуру з метою одержання запланованого результату у вигляді фінансового прибутку або розв’язання економічного завдання” [1]. Відповідно, МФО очікують як формальної сплати відсотків за наданими позиками, так і позитивних зрушень в економіці країни-позичальника. Кафтанова Н. М. використовує альтернативне визначення поняття: “Інвестиційний проєкт – це цілеспрямоване, заздалегідь опрацьоване, заплановане створення та

модернізація фізичних об'єктів, технологічних процесів, технічної та організаційної документації для них, матеріальних, фінансових, трудових та інших ресурсів, а також управлінських рішень і заходів їх виконання” [2].

Щодо визначення типу та характеристик ризиків, з якими стикаються міжнародні фінансові організації при імплементації різноманітних проєктів в Україні, наявний довгий перелік класифікацій, розроблених рядом інституцій. З огляду на це, було проаналізовано класифікацію фінансових ризиків, розроблену Долінським Л.Б. Автор виділяє 5 напрямів ризиків, що зображені на рисунку 1.1.



Рисунок 1.1. Класифікація фінансових ризиків

Джерело: складено автором на основі даних [3]

Згідно цієї класифікації, інвестиційні проєкти міжнародних фінансових організацій можуть бути пов'язані із декількома ризиками. Наприклад, інфляційний ризик має місце через потенційну можливість зростання рівня інфляції в Україні, що зі свого боку зменшить розмір реальної дохідності проєкту. Кредитний ризик, зокрема, є основним для іноземних партнерів у контексті виконання проєктів в Україні. У разі непередбачуваних несприятливих подій український уряд або підприємства, як позичальник, можуть стикнутися із проблемою неможливості виплати за борговими зобов'язаннями перед міжнародними організаціями, тобто кредитором.

Щодо найбільших МФО-партнерів України, автори виділяють Світовий банк (СБ), Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР) та Європейський

інвестиційний банк (ЄІБ) [1, 4, 5, 6]. З огляду на це, у подальшому основна увага роботи зосереджена на цих трьох організаціях. Як відомо, до Групи Світового банку входять 5 організацій, із яких найбільший обсяг співробітництва (у фінансовому вираженні) із Україною наявний у Міжнародного банку реконструкції та розвитку (МБРР) та Міжнародної асоціації розвитку (МАР) [7]. За даними Світового банку, станом на лютий 2023 року разом ці дві організації мають 111 проєктів в Україні (закриті, активні та на стадії «pipeline»), без урахування відхилених проєктів [8]. Як зазначають дослідники, подібні проєкти з інвестування спрямовані на переобладнання або модернізацію технічної складової компаній різних сфер діяльності чи регіону країни, на надання можливості фінансування оборотних засобів, за умови дотримання принципу прозорості закупівель на кошти, надані МФО [6].

Загалом, експерти виділяють наступні напрями спрямування фінансової допомоги від МБРР:

- Державний сектор.
- Фінансовий сектор.
- Сільське господарство.
- Енергетичний сектор.
- Інфраструктурні проєкти.
- Соціальна сфера [1, 2, 4, 5, 6].

Не менш важливим є присутність в Україні ЄБРР, що займається, насамперед, розвитком підприємництва, наданням фінансування малим та середнім компаніям. Автори праць із вивчення діяльності МФО в Україні називають ЄБРР «каталізатором економічних змін», оскільки діяльність організації в Україні позитивно впливає на рівень іноземних інвестицій [6]. Щодо ЄБРР, розглядаються наступні напрями реалізації інвестиційних проєктів в Україні:

- Фінансування малих та середніх підприємств із метою форсування розвитку.
- Енергетичний сектор та, що головне, сфера енергозбереження.
- Телекомунікація та інфраструктура.

- Фінансування комунальних підприємств [1, 2, 4, 5].

ЄІБ має дотичні напрями спрямування фінансування до МБРР та ЄБРР, проте наявні і відмінні, серед яких сфера охорони довкілля, допомога у розвитку окремих регіонів та інші [6]. Узагальнено усі напрями співробітництва України із Групою Світового банку, ЄБРР та ЄІБ зображено на рисунку 1.2.



Рисунок 1.2. Напрями інвестицій міжнародних фінансових організацій в Україні

Джерело: складено автором на основі даних [1, 2, 4, 5, 6, 7]

Україна також має довгу історію співпраці із Міжнародним валютним фондом, проте призначення цього співробітництва не стосується інвестиційних проектів, тому МВФ у роботі не розглядається.

У сучасному світі майже кожна інвестиція пов'язана із певним типом ризику та його відповідним рівнем. У сфері інвестиційної діяльності міжнародних фінансових організацій, зокрема в Україні, безперечно наявний перелік притаманних такому виду співробітництва ризиків.

Згідно дослідження Національного інституту стратегічних досліджень, станом на кінець 2019 року (що є доцільним для висвітлення до світової кризи 2020 року) Україна мала близько 5 млрд дол. США невикористаних коштів у рамках співробітництва із МФО. Одним із вирішальних чинників цих труднощів називають затримку розробки документації за спільними проектами із МФО, або й

цілком не початий процес підготовки договорів. Відповідно, наявний ризик не надходження погоджених для передачі до України фінансових ресурсів від міжнародних партнерів. У статті вказується, що в результаті таких затримок за 2020 рік позичальникам необхідно використати близько 70% невикористаних ресурсів за усіма проектами спільно з МБРР, у іншому випадку ресурси будуть анульовані [9].

Із найбільш наочних прикладів впливу затримок із юридичними аспектами на імплементацію проектів наводиться проект щодо третьої гілки метрополітену у Харкові, підписаний із ЄБРР та ЄІБ у 2017 р., проте не затверджений Верховною Радою України станом на кінець 2019 р. (очікувалося, що останнім терміном використання ресурсів буде кінець 2021 р., проте за даними веб-сайту ЄБРР проект у стадії «виділення») [10]. Цікавим аспектом автори також виділяють набагато повільніші темпи реалізації проектів у державному секторі порівняно із приватним.

Деякі дослідники виділяють і інші труднощі співпраці України з МФО у сфері реалізації інвестиційних проектів, серед яких:

- Недостатній рівень ефективності роботи, що виконується кадрами, залученими до імплементації проектів спільно з МФО, тобто відсутня відповідальність за невиконані обов'язки.
- Наявність бюрократії у підготовчому процесі проектів.
- Корумпованість, переважно у державних органах.
- Недостатня (або відсутня) прозорість використання коштів, наданих МФО.
- Низький рівень обґрунтування цільового спрямування проектних коштів та подальшого планування.
- Недотримання «здорових» пропорцій структури під час формування кредитного портфеля [1, 3, 6].

Важливими передумовами для отримання фінансування від міжнародних кредитних організацій також називають стабільність політичної системи України та збереження темпів виконання структурних реформ та умов за домовленостями із МФО. У багатьох літературних джерелах прослідковується тема порушення

строків імплементації проєктів та, як результат, анулювання (скасування) позик. Цікавим аспектом також є виділення відносно більш успішного виконання проєктів спільно з ЄБРР, переважно через детальніше спрямування коштів та природу кредитування ЄБРР, що передбачає фінансування разом з іншими агентами [1, 4].

1.2 Визначення поняття та характерних особливостей ризиків імплементації інвестиційних проєктів на основі нормативно-правової бази

Залучення фінансування від міжнародних фінансових організацій відіграє важливу роль у системі зовнішніх відносин та має великий вплив на стан економічного розвитку країни. З огляду на це, такий процес має бути регульований як місцевими органами влади, так і на міжнародному рівні. Необхідні заходи з регулювання процесу імплементації інвестиційних проєктів можуть бути запроваджені за використання наступних методів:

- Економічні методи.
- Адміністративні методи.
- Правові методи [6, 11].

На додачу до вищезазначених способів регулювання, можливе також застосування інструментів мотивування та обмеження.

Економічні методи можуть бути реалізовані за принципом системи інвестицій, позик або кредитів, грантів тощо. Адміністративні методи передбачають контролювання будь-яких питань щодо права власності. Правові методи можуть бути застосовані за допомогою системи регулятивних положень.

Складання регулятивних актів зазвичай відбувається у два шляхи:

- Прийняття законодавчої бази на місцевому рівні певної країни, що регулює процес виконання інвестиційних проєктів.
- Прийняття регулятивних актів, що стосуються усіх аспектів імплементації інвестиційних проєктів на регіональному рівні [11].

Передбачається, що для формування системи наявності довгострокових інвестицій в економіці необхідна активна роль уряду у центрі системи.

Європейська система державного регулювання таких видів інвестицій передбачає виконання широкого спектру програм з розвитку, де напрямки інвестицій розподілені серед різних сфер економіки країн.

Основними механізмами для державного регулювання інвестицій в економіці, за прикладом країн Європейського Союзу, є наступні:

- Контроль (допомога чи обмеження) обсягу інвестицій є основним механізмом проведення процесу інвестування у країну шляхом програм із запозичення, а також через податкову політику, монетарні заходи та торгові програми.

- Мотивація інвестування у певні сектори економіки та компанії через податкові та кредитні пільги.

- Вплив через залучення у процес адміністрування інвестиційного процесу з метою координування планів та дій компаній.

Держава має надавати пріоритет інвестиціям, що мають значний позитивний вплив, зокрема:

- Інвестиції спрямовані у підприємництво, забезпечуючи імплементацію нещодавніх здобутків у науці, передових технологіях тощо.

- Інвестиції мають позитивний вплив на рівень оподаткування в країні.

- Інвестиції стимулюють інтеграцію внутрішньої економіки та світової шляхом наукової, торгової та індустріальної співпраці, посилюючи розвиток економічних та бізнес-активностей.

Основними методами оцінки ризиків міжнародної інвестиційної активності у сфері зовнішніх відносин є:

- Економічно-математичний метод, що зумовлює можливість отримати найбільш раціональні результати з характеристик ризиків цього способу.

- Експертний метод, що застосовується у випадку нестачі даних щоб провести розрахунки економічно-математичним методом, та дозволяє надати комплексну оцінку для декількох компонентів.

- Емпіричний метод, що засновано на інвестиційному досвіді, що надає можливість визначити рівень ризику, застосовуючи як власний, так і запозичений

інвестиційний досвід.

Важливо зазначити, що рекомендується застосовувати методи оцінки ризиків міжнародної інвестиційної активності разом, за умови використання кожного із методів за правильною методологією [11].

1.3 Виокремлення актуальних питань у сфері управління ризиками реалізації інвестиційних проєктів з міжнародними фінансовими організаціями в Україні

На основі виокремлених у роботах фахівців проблемних аспектах інвестиційного співробітництва МФО з Україною, стають більш зрозумілі напрямки необхідного спрямування зусиль з обох сторін. З метою поліпшення майбутньої співпраці з міжнародними партнерами, наприклад із МБРР, можна виділити вектори діяльності, наведені у таблиці 1.1.

Таблиця 1.1

Запропоновані раніше заходи для можливого покращення стану інвестиційного співробітництва України з певними міжнародними фінансовими організаціями

Група Світового банку	Європейський банк реконструкції та розвитку
- Продовження розвитку заходів з метою лібералізації економіки України, серед яких важливе місце посідає імплементація важливих реформ.	- Проведення структурних реформ за даними раніше обіцянками та гарантіями (про що буде детальніше сказано у подальшому дослідженні).
- Продовження розвитку заходів з метою лібералізації економіки України, серед яких важливе місце посідає імплементація важливих реформ.	- Забезпечення належного сприяння притоку коштів у такі сектори, як промисловість, сфера послуг, інфраструктура та фінансові інституції.

Продовження таблиці 1.1

- Покращення кредитної процедури шляхом зменшення часового інтервалу між моментом підписання/ратифікації договору та фактичним наданням фінансових ресурсів.	- Виконання саме необхідних та економічно важливих проєктів, забезпечення наявності підґрунтя для їх планування, імплементації та подальшого функціонування.
- Вдосконалення процедури звітності з метою збільшення прозорості спрямування коштів.	-
- Посилення уваги до вимог та рекомендацій МФО-кредиторів.	

Джерело: складено автором на основі даних [12]

Співпраця із такою організацією, як ЄБРР, також має свої аспекти, що становлять значний ризик для можливості успішної реалізації інвестиційних проєктів, зокрема досить високий рівень корумпованості у податковій та митній службах, низька ефективність судової системи (верховенства права). Відповідно до подібних наявних проблем, дослідники виділяють ряд заходів, спрямованих на покращення майбутнього співробітництва із цією міжнародною організацією, що наведені у таблиці 1.1.

Наведені вище напрямки спрямування спільної уваги міжнародних кредиторів та вітчизняних позичальників стосуються виконання проєктів, фінансованих конкретно міжнародною організацією, існують також важливі фактори загальнодержавного рівня, про які залучені особи та організації мають бути поінформовані.

Серед таких наявний, зокрема, ризик політичної нестабільності, оскільки даний фактор має значний вплив на рівень невизначеності кредиторів будь-якого проєкту у країнах, що розвиваються. На практиці розподіл та нівелювання цього ризику можливо виконати у декілька способів. Експерти наводять приклад гарантій

виплати суми кредитування, що надаються такими організаціями, як, наприклад, Багатостороннє агентство з гарантування інвестицій (MIGA) та Euler Hermes (Allianz Trade) [13, 14]. Іншим способом вирішення цього фактору може бути спільна програма кредитування декількома організаціями з метою розподілу ризику між учасниками.

Також виділяють ризик девальвації місцевої валюти, причиною важливості якого є різниця у валюті доходу кредитованої юридичної особи та валюті наданого боргу та сплачуваних за ним відсотків [15]. Як результат, будь-яке значне коливання рівня обмінного курсу може поставити позичальника у положення, коли рівень отриманого доходу не буде достатнім для обслуговування боргу перед кредитором. Одним із можливих варіантів вирішення даного питання є структурування контракту проєкту з метою приведення валюти проєкту до валюти доходу (у випадку якщо позичальник отримує дохід у гривні, валютою контракту вказується гривня).

Наступним фактором є рівень розвитку регулятивної основи щодо іноземних інвесторів, зокрема щодо залучення коштів міжнародних фінансових організацій [15]. Стан розвитку цього чинника має безпосередній вплив на рівень впевненості міжнародних інвесторів, додаючи складності під час процесу імплементації певного проєкту. Важливим моментом є те, що довгий процес перевірки звітностей та іншої інформації про позичальника представниками міжнародних організацій часто може бути прямим результатом недостатньої довіри до правового середовища певної держави, наприклад України. Зі свого боку, це може негативно вплинути на вартість фінансування проєкту, відповідно це питання вимагає достатньої уваги.

У світлі російського військового вторгнення в Україну у 2022 р., виділяють дуже важливу роль розвитку питання корумпованості. У липні 2022 р. прем'єр-міністр Денис Шмигаль озвучив вартість повного відновлення української економіки у 750 млрд дол. США [16]. Оскільки військові дії не припиняються, дана цифра зростає щодня, і з нею збільшується необхідність залучення допомоги від міжнародних партнерів, зокрема міжнародних фінансових організацій, що були

перелічені раніше, оскільки більшість із них займається фінансуванням таких сфер, як критична інфраструктура, медична сфера, освіта та ін. Беручи до уваги цей аспект, такі інвестиції відіграватимуть ключову роль у повоєнному розвитку та трансформації. Проте, повертаючись до питання корумпованості, сумніви інвесторів щодо цього феномену можуть становити загрозу для залучення іноземної фінансової допомоги.

З 2014 року в Україні було проведено велику кількість важливих реформ, спрямованих на боротьбу із корупцією, зокрема було сформовано п'ять інституцій, що мають різні функції:

- Національне агентство з питань запобігання корупції, що займається адмініструванням декларацій про майновий стан державних службовців [17].
- Національне антикорупційне бюро України (НАБУ), що займається розслідуванням випадків корупції [18].
- Спеціалізована антикорупційна прокуратура (САП), що подає до суду серйозні справи щодо корупції [19].
- Вищий антикорупційний суд, що займається розглядом справ щодо корупції, відмивання грошей та пов'язаних із ними злочинів, що розслідує НАБУ та ведеться САП [20].
- Агентство з розшуку та менеджменту активів (АРМА), що займається відстеженням та вилученням або поверненням вкрадених державних активів [21].

Незважаючи на це, протягом періоду 2012-2022 рр. Україна отримувала низькі оцінки за Індексом сприйняття корупції, у 2022 р. посідаючи 116 місце зі 180 країн світу (рисунок 1.1) [22].

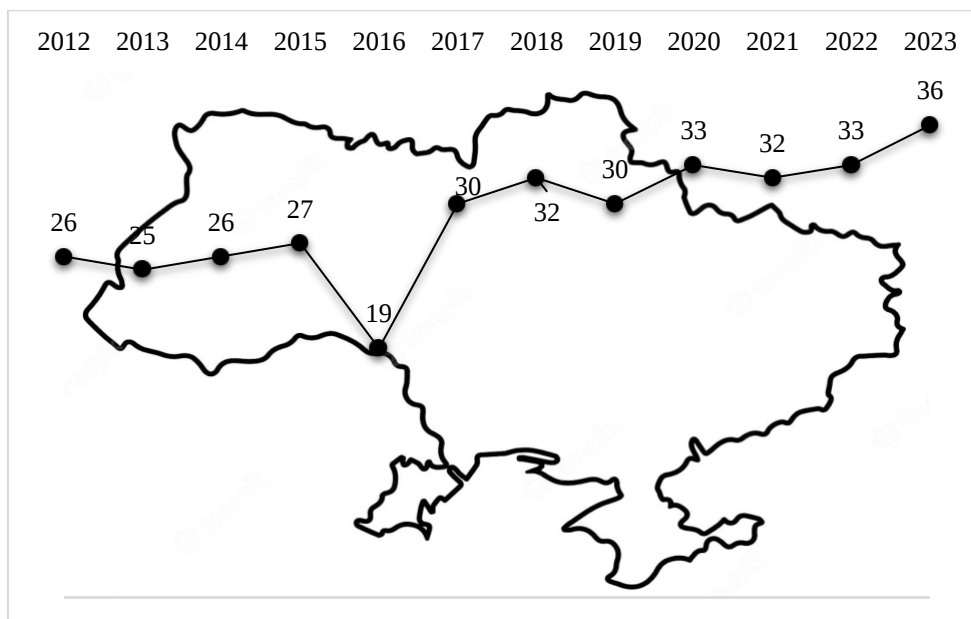


Рисунок 1.1. Індекс сприйняття корупції в Україні, 2012-2023 рр.

Джерело: складено автором на основі даних [22]

На додачу до цього, дослідники у сфері корупції зазначають, що війна в країні має тенденцію до збільшення випадків цього феномену, оскільки першочерговою є необхідність захисту національної безпеки, а сприяння доброчесності та заходи з притягання винних до відповідальності втрачають пріоритет [23]. Відповідно, зростає ймовірність виникнення випадків зловживання службовим становищем або інших видів підкупу.

Щоб зберегти та згодом покращувати інвестиційну привабливість як для приватних іноземних інвесторів, так і міжнародних фінансових організацій, виділяють наступні кроки для України:

- Проведення «деолігархізації», що є однією із головних умов вступу України до Європейського Союзу, правильним шляхом, із готовністю протидіяти будь-яким зловживанням силою закону [24].
- Забезпечити наявність достатнього обсягу кадрів, ресурсів, та, найголовніше, незалежності оперування антикорупційних інституцій.
- Сприяння та інвестиції у інші органи, що займаються вивченням та протидією корупції.
- Публічне притягнення винних у випадках із корупцією до

відповідальності.

- Поглиблення співпраці українських недержавних організацій із іноземними інституціями з метою тиску на уряд, та, у кінцевому підсумку, впровадження важливих реформ [25].

З моменту набуття незалежності Україна має багату історію співробітництва із міжнародними фінансовими організаціями, що була досліджена у багатьох наукових роботах. Зокрема, дослідники фокусувалися на організаціях із найбільшою співпрацею у контексті обсягів наданого фінансування, серед яких виділяють організації серед Групи Світового банку, Європейський банк реконструкції та розвитку, та Європейський інвестиційний банк. Поряд із цим, автори виокремлювали ряд ризиків, як макроекономічних, так і всередині держави, з якими пов'язане це співробітництво та які мають прямий вплив на темпи імплементації певних проєктів. На основі цього, і як результат наявних досліджень, було визначено ряд напрямів у контексті інвестиційної співпраці з МФО, що потребують приділення уваги, особливо у період після початку повномасштабного вторгнення росії на територію України у 2022 р.

РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ПОТОЧНИХ ТЕНДЕНЦІЙ У СФЕРІ ІМПЛЕМЕНТАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СПІВПРАЦІ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ОРГАНІЗАЦІЙ ТА УКРАЇНИ

2.1 Оцінка поточного стану інвестиційного співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями

На основі дослідженої інформації з літературних джерел, досліджень вітчизняних та закордонних фахівців, методологічних рекомендацій та пропозицій, сформовано необхідну базу подальшого дослідження управління ризиками реалізації спільних інвестиційних проєктів з міжнародними фінансовими організаціями в Україні.

З метою визначення у подальшому більш точної оцінки наявних ризиків у сфері фінансування міжнародними організаціями проєктів в Україні, проведено попереднє вивчення сучасного стану інвестиційного співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями та досліджено перспективи його розвитку з урахуванням сучасних ризиків.

На рисунку 2.1 зображено розподіл фінансування проєктів від Групи Світового банку між різними секторами спрямування коштів.



Рисунок 2.1. Розподіл загального фінансування проєктів Світового банку в Україні за секторами, станом на 2024 р.

Джерело: складено автором на основі даних [26]

Найбільше уваги приділяється фінансуванню змін в уряді, вдосконаленню державних інституцій. Енергетичний сектор, банківські інституції, промисловість та соціальний захист отримують відносно рівні обсяги фінансування.

З метою визначення стану співпраці Світового банку з Україною до початку військових дій у 2022 р., розглянуто стратегію їх співробітництва на 2019-2021 рр. Важливо зазначити, що наведені у таблиці 2.1 ризики та їх рівень оцінки мають сприйматися із врахуванням політичних змін, що відбулися в Україні після 2019 р.

Таблиця 2.1

Оцінка ризиків для імплементації стратегії співробітництва Світового банку з Україною на 2019-2021 рр.

Політичний ризик та ризик державного управління	Високий
Макроекономічні ризики	Високий
Ризики щодо галузевих стратегій та політик	Значний
Ризики щодо технічного дизайну певного проєкту або програми	Помірний
Ризики інституційної спроможності для реалізації та подальшої сталості проєктів	Значний
Фідучіарний ризик	Значний
Ризики, пов'язані із навколишнім середовищем та соціальні ризики	Помірний
Ризик зацікавлених сторін	Помірний
Загальний ризик	Значний

Джерело: складено автором на основі даних [26, 27]

Стосовно політичних ризиків, значною мірою невпевненість мала місце через нещодавню (на той момент) Революцію гідності, анексію АРК та російське вторгнення на територію Східної України, що означало збільшення витрат на

оборону та зниження інвестиційної привабливості України для іноземних інвесторів. З іншого боку, очікувалися президентські вибори 2019 р., що також додавало невпевненості у майбутньому політичному курсі України. Із цього також випливав ризик невиконання структурних реформ, необхідних як для вдосконалення державного апарату, так і для майбутнього залучення коштів від міжнародних організацій з метою розвитку економіки та виходу із кризового стану.

У зв'язку із нестабільною макроекономічною ситуацією у світі з 2020 р., навіть такі організації, як Світовий банк, стикаються із деякими труднощами у формуванні конкретної стратегії співробітництва із певною країною через перманентні економічні та політичні шоки, що пов'язані із цією країною. Відповідно, формуються стратегії допомоги на період певної кризи, наприклад під час пандемії COVID-19 у 2019 р. або російського військового вторгнення в Україну у 2022 р.

Поточний стан розвитку війни не залишає для міжнародних фінансових організацій іншого, як мобілізувати фінансову допомогу для України, чим і займається Світовий банк, відповідно до зазначеної ними інформації [28]. Станом на квітень 2023 р. Світовим банком було направлено більше 20 млрд дол. США у вигляді фінансової допомоги, у той час як у травні 2024 р. організацією було заявлено про вже направлені 36 млрд дол. США із 42 млрд дол. США загальних зібраних коштів [29]. Типи наданого фінансування включають як негарантовані позики від Міжнародного банку реконструкції та розвитку та Міжнародної асоціації розвитку, позики від МБРР гарантовані іншими міжнародними партнерами, та гранти від партнерів [30].

Одночасно Світовий банк виділяє наступні пріоритети для українського уряду (відповідно, на дотримання яких і мали бути виділені кошти):

- Підтримка менеджменту макрофінансового стану країни та функціонування уряду.
- Захист населення під час значної соціально-економічної кризи.
- Відновлення функціонування критичної інфраструктури.
- Збереження продуктивності економічного потенціалу [31].

Варто зазначити, що дані пріоритети стосуються періоду активних військових дій на території України, що мають бути підкріплені іншими заходами одразу по припиненні ведення вогню.

Більше 20 млрд дол. США було надано через програму Public Expenditures for Administrative Capacity Endurance (PEACE), що зосереджена на наданні заробітної плати державним працівникам та працівникам шкільних закладів, на виплаті пенсій, наданні виплат за станом здоров'я, та забезпеченні соціальних програм для вразливих верств населення [32]. Було також засновано Ukraine, Relief, Recovery, Reconstruction and Reform Trust Fund (URTF) – фонд, що займається фінансуванням проєктів з ремонту пошкодженої інфраструктури, відновленням державних послуг та забезпеченням економічної активності у сфері охорони здоров'я, енергетики, логістики, сільського господарства та надання житла. Світовий банк також затвердив створення Development Policy Loan (DPL) – ініціативу для нещодавно збіднілих та переміщених осіб шляхом надання допомоги домогосподарствам; для посилення прозорості та якості звітності за державними закупівлями; для покращення функціонування ринків протягом війни та після [30].

Враховуючи рівень збитків у багатьох секторах економіки у результаті повномасштабного вторгнення росії у 2022 р., Світовий банк здійснює систематичний підхід до надання підтримки найбільш важливим секторам. Лише станом на Листопад 2023 р. збитки, нанесені енергетичному сектору, оцінювалися у 12 млрд дол. США. З урахуванням цього, було створено Project of Winterization and Energy Resources (RePoWER) – проєкт на суму 500 млн дол. США з початковим капіталом у 200 млн дол. США від фонду URTF, що спрямований на підтримку аварійних ремонтів у енергосистемі та екстреної закупівлі необхідного обладнання [33].

За допомогою підтримки від Світового банку Україна мала змогу продовжувати ефективне управління протягом війни. Проєкт PEACE, зокрема, мав місце у наданні допомоги понад 13 млн людей. Світовий банк зазначає, що завдяки проєкту 100% уряду продовжує виконувати свої обов'язки, 98% пенсійних виплат

були здійснені вчасно, та більш ніж 90% державних працівників отримували заробітну плату вчасно.

Також виділяється несподівано стійкий сектор охорони здоров'я у контексті повномасштабної війни, навіть враховуючи допомогу Світового банку та інших партнерів. У грудні 2022 р. було затверджено Health Enhancement and Life-Saving (HEAL Ukraine) – перший серед проєктів із цільовим призначенням на фінансування основних послуг первинної медичної допомоги, потреб, пов'язаних із психічним здоров'ям та реабілітацією, надання доступної медицини та відновлення пошкоджених лікарень. Станом на кінець 2023 р. проєкт вже приніс наступні результати:

- Понад 2.4 млн вакцин було надано дітям віком до 7 років. Додатково близько 500 тис людей отримують медичні продукти, субсидійовані програмою Affordable Medicines National Prescription Drugs Cost Reimbursement українського уряду.

- Більш ніж 3.5 тис працівників у сфері охорони здоров'я зареєстровані на програму підготовки до догляду за жертвами гендерного насильства.

- Понад 11 тис людей вже мають можливість отримати критичну психіатричну допомогу [29, 30, 30, 31, 32, 33].

Присутні в Україні міжнародні партнери координують свої дії та наміри, як задля власної вигоди, так і позитивного впливу на сектор спрямування фінансування. На рисунку 2.2 наведено схематичний розподіл коштів, що надає ЄБРР Україні, за секторами спрямування.

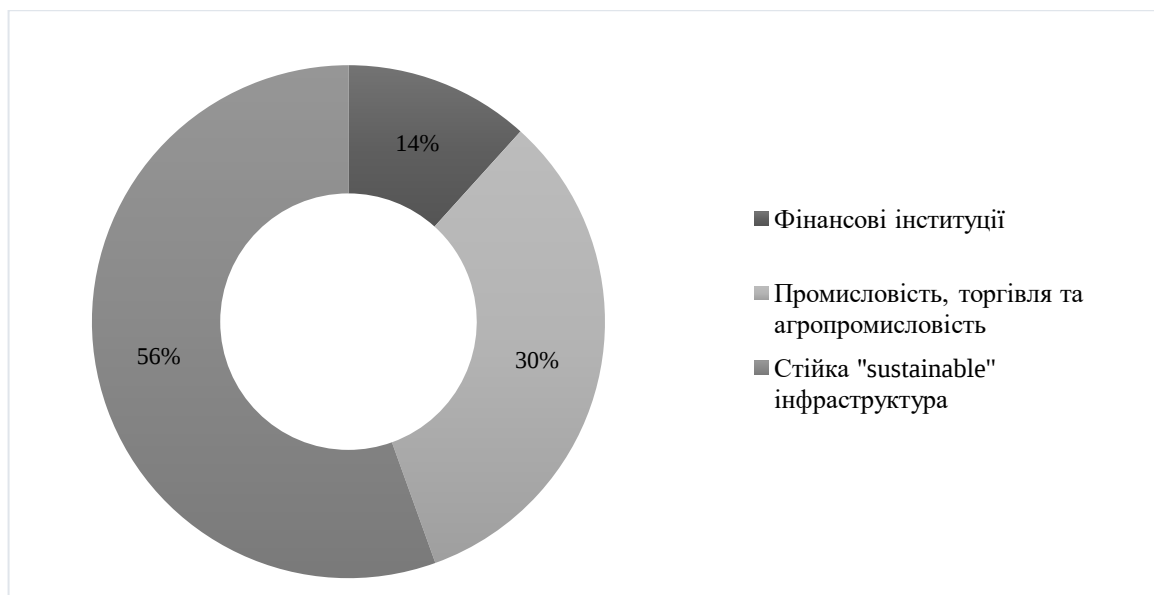


Рисунок 2.2. Розподіл загального фінансування проєктів Європейського банку реконструкції та розвитку в Україні за секторами, станом на 2024 р.

Джерело: складено автором на основі даних [34]

Одразу помітною є різниця у секторах спеціалізації між ЄБРР та попередньо розглянутим Світовим банком, оскільки майже 90% портфеля першого становить інвестування у розвиток інфраструктури, промисловості та аграрного сектору.

Така організація, як ЄБРР, також виконує свої функції відповідно до певної стратегії, що була затверджена у 2018 р. на період до 2023 р.

Відповідно до цього документу, експерти ЄБРР вбачали необхідність у проведенні наступних заходів у період з 2018 по 2023 рр. з метою покращення умов інвестиційного співробітництва з Україною:

- Розвиток приватизації та комерціалізації державного сектору з метою посилення конкурентоспроможності та сприянню покращення регулювання.
- Розвиток верховенства права, конкуренції та умов «чесної» гри у приватному секторі підтримуючи передові компанії у цій сфері.
- Посилення енергетичної безпеки шляхом ефективного регулювання, лібералізації ринку, диверсифікованого та збільшеного виробництва, та збільшення енергоефективності.
- Покращення стійкості фінансової системи шляхом зміцнення

банківського сектору та одночасний розвиток ринків капіталу з іншими видами небанківських фінансових операцій.

- Покращення інтеграції через сприяння розвитку торгівлі та інвестицій, розширення інфраструктурних зв'язків та підтримку конвергенції зі стандартами країн Європейського Союзу [35].

Відповідно до виокремлених ЄБРР пріоритетів у розвитку відносин із Україною, організація також виділяє ряд ризиків, наведених у таблиці 2.2, що можуть сприяти скороченню обсягу роботи ЄБРР або повному її припиненню, відповідно ставлячи під загрозу потенційний економічний розвиток:

Таблиця 2.2

Ризики реалізації інвестиційного співробітництва ЄБРР з Україною, їх імовірність та ефект, оцінка на період 2018-2023 рр.

Ризик	Імовірність	Ефект
Чутливість до зовнішніх шоків, а також наслідків співпраці України з Міжнародним валютним фондом. Серед таких - геополітична нестабільність, коливання цін на сировину, вразливість перед іншими факторами, притаманних країнам, що розвиваються. Перелічені чинники можуть бути причиною зростання рівня ризику країни, зупиняючи притік як внутрішніх, так і зовнішніх інвестицій, впливаючи на зацікавленість ЄБРР та інших міжнародних організацій у фінансуванні проєктів.	Середня	Середній
Вразливість до внутрішніх політичних коливань, у тому числі у сфері приватизації. Зниження темпу проведення реформ означатиме затримки у співпраці із державним сектором та створення додаткових перепон для розвитку приватного сектору.	Середня	Високий

Продовження таблиці 2.2

Залежність від зовнішніх якорів проведення реформ, що означає можливе зниження стимулу до трансформацій у випадку проблем або уповільнення у процесі зближення з ЄС.	Середня	Середній
Вразливість до коливання цін на товари: значне зниження цін на основні позиції українського експорту (метали, хімічні продукти, продукти сільськогосподарського сектору) може спровокувати падіння економіки, що, зі свого боку, призведе до зниження попиту зі сторони приватного сектору. І навпаки, зростання цін на такі товари може бути причиною для зниження стимулу до проведення реформ.	Середня	Середній
Перепони до реформ у енергетичному секторі, зокрема нестача консенсусу серед політичних сил, зацікавлення осіб із корисливим наміром та загальна політична нестабільність може збити з курсу важливі зміни в енергетиці, таким чином негативно впливаючи на стратегічний фокус ЄБРР на зміцненні енергетичної безпеки України.	Середня	Середній

Джерело: складено автором на основі даних [35]

Після повномасштабного вторгнення у 2022 р. ЄБРР також активізували фінансову допомогу для України із ключовими сферами спрямування у:

- Торгове фінансування.
- Енергетична безпека.
- Критична інфраструктура та забезпечення ліквідності муніципалітетів.
- Продовольча безпека.
- Приватний сектор [36].

У березні 2022 р. ЄБРР оголосив про надання пакету допомоги Україні у розмірі 2 млрд євро у відповідь на початок повномасштабного вторгнення росії. Призначенням фінансування є швидка підтримка українських компаній – наприклад, за допомогою відстроченого кредитування, підтримки ліквідності та торгового фінансування. За можливості, передбачена допомога підприємствам передислокуватися, щоб вони могли продовжувати роботу. Даний пакет являє собою першу частину підтримки від банку. Також зазначається, що як тільки умови дозволять, ЄБРР буде готовий взяти участь у програмі реконструкції України з метою відновлення життєдіяльності та бізнесів, відновлення життєво-важливої інфраструктури, підтримки ефективного врядування, і уможливлення доступу до послуг.

У рамках допомоги Україні увага приділена наступним напрямкам:

- Відстрочення платежів, реструктуризація боргів.
- Торгове фінансування, зокрема забезпечення імпорту палива.
- Екстрене фінансування ліквідності, за співпраці з партнерами.
- Підтримка термінових реформ, з метою надання підтримки українській владі у негайних законодавчих та регуляторних втручаннях [37].

У жовтні 2022 р. президентка ЄБРР Оділь Рено-Бассо заявила про намір інвестувати до 3 млрд євро протягом 2022-2023 рр. з метою підтримки української економіки, приватного сектору та негайного відновлення критичної інфраструктури [38]. Причиною цьому є погіршення прогнозу ЄБРР щодо ВВП України у 2023 році у результаті вищого рівня невизначеності щодо майбутнього розвитку економіки країни. Нестача людського капіталу, руйнування інфраструктури та виробничих потужностей є величезними. Економічний потенціал країни зазнав серйозних порушень у зв'язку із складним процесом логістики, технічними питаннями, фінансовим труднощами та відсутністю необхідного рівня робочої сили. Блокування росією портової інфраструктури, завада експорту сільськогосподарської продукції та буквальне знищення багатьох металургійних підприємств на Сході практично прибрали дві основні експортні статті України, що генерували майже половину повного обсягу доходів від

експорту у довоєнний період. Незважаючи на певні покращення, у вигляді збільшення зовнішнього фінансування у серпні та вересні 2022 р. та просувань у вирішенні питання експорту зерна, ЄБРР оцінював ризики до прогнозів на дуже високому рівні з огляду на протяжність та інтенсивність війни [39].

У грудні 2023 р. ЄБРР схвалив збільшення свого капіталу на 4 млрд євро з метою використання цього додаткового капіталу як інструмент інвестицій в економіку України. Обсяг такої допомоги оцінюється у приблизно 1.5 млрд євро на рік протягом періоду війни, та до 3 млрд євро на рік протягом періоду відновлення. Варто зауважити, що зміна розміру капіталу банку набуде сили 31 грудня 2024 р., а безпосередньо транзакції проводитимуться з початку 2025 р. [40].

Європейський інвестиційний банк також має високу деталізацію сфер спрямування інвестиційних коштів, що наведена на рисунку 2.3.

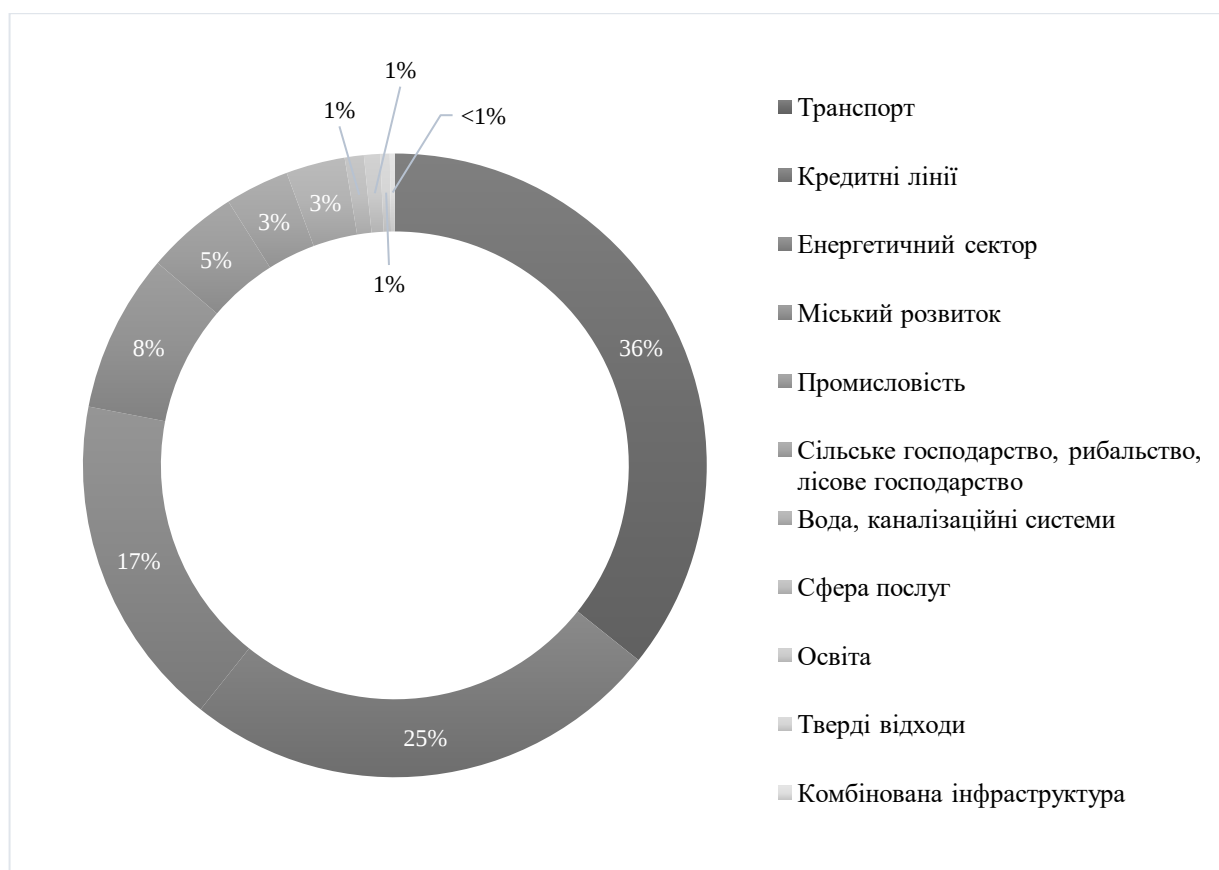


Рисунок 2.3. Розподіл загального фінансування проєктів Європейського інвестиційного банку в Україні за секторами, станом на 2024 р.

Джерело: складено автором на основі даних [41]

Як і попередні організації, з початку військового вторгнення росії до України у 2022 р., ЄІБ не залишився осторонь та висловив свою підтримку Україні. Зокрема, у березні 2022 р. було схвалено надання 668 млн євро негайної фінансової підтримки Україні з метою надання можливості населенню на закупівлю товарів першої необхідності, таких як продукти харчування, медичні засоби та пальне. Важливо зазначити, що початково кошти в рамках цієї допомоги були спрямовані на підтримку малого та середнього бізнесу, та сільськогосподарського сектору [42]. Відповідно, поточні потреби постійно оцінювалися у контексті необхідності. Трохи згодом, у квітні 2022 р. було оголошено про надання гуманітарної допомоги у розмірі 2.5 млн євро особам постраждалим від війни [43].

У липні 2022 р. Рада директорів ЄБРР схвалила наступний пакет допомоги Україні у розмірі 1.59 млрд євро з метою подолання проблем у фінансуванні інфраструктури країни та інших екстрених потребах. Пакет включає у собі два етапи, перший з яких спрямований на негайне надання 1.05 млрд євро на підтримку державних підприємств, екстрений ремонт пошкоджених об'єктів інфраструктури, продовження надання державних послуг, та підтримку підготовки енергетичного сектору до настання холодів. Другий етап спрямований на продовження імплементації проєктів, фінансованих ЄІБ, у регіонах, що контролюються Україною, де не відбуваються бойові дії [44]. У вересні 2022 р. було надано 500 млн євро із загального пакету допомоги, та ще 550 млн євро надані у жовтні того ж року [45, 46]. Інститут ЄІБ – організація серед Групи ЄІБ, у грудні 2022 р. надала безоплатну допомогу дітям-сиротам у розмірі 800 тис євро через благодійну організацію Олени Зеленської [47].

Одним із найбільш визначальних етапів у співпраці ЄІБ з Україною з моменту початку повномасштабного вторгнення було схвалення Радою директорів ЄБРР створення ініціативи EU for Ukraine (EU4U) у березні 2023 р. Цільовим призначенням проєкту є відбудова інфраструктури, підтримка пріоритетних напрямів інвестування та бізнесу [48]. Вже у квітні 2023 р. Італія стала однією із перших країн, хто надав допомогу Україні через фонд EU4U, у розмірі 100 млн євро [49]. За цим прикладом послідували ще багато країн ЄС, і у липні фонд вже мав

розмір близько 400 млн євро. У грудні 2023 р. було оголошено про схвалення першого проєкту, фінансованого Фондом, що являє собою інвестицію обсягом у 25 млн євро у фонд Horizon Capital Growth Fund IV української інвестиційної компанії Horizon Capital. Надане фінансування безпосередньо спрямоване на компанії у технологічному секторі, що мають невеликий рівень активів, високий рівень людського капіталу, що є експортоорієнтованими, та використовують широку базу інженерних кадрів [50]. Станом на квітень 2024 р. останньою країною, що долучилася до підтримки відновлення України через фонд EU4U стала Естонія, погодивши надання 10 млн євро на підтримку проєктів в Україні [51].

Відбудова України та інші заходи з розвитку через пошкодження, спричинені російською війною, потребуватимуть повної відданості та спільних зусиль усіх залучених сторін – як міжнародних організацій європейського, так і світового рівня.

З точки зору цих організацій, успішна імплементація та досягнення максимального впливу в Україні прямо залежить від стратегічного координування дій між організаціями, зокрема Європейським інвестиційним банком, Світовим банком та Європейським банком реконструкції та розвитку, як найбільшими гравцями у цій сфері. Залучені організації мають розподілити ролі та встановити умови співпраці до початку будь-яких дій з метою підвищення ефективності.

Щодо визначення конкретних проєктів, що потребують імплементації у першу чергу, цим займається Національна рада з відновлення України від наслідків війни, що була створена як консультативно-дорадчий орган при Президентові України [52]. Однією із головних задач цього органу було створити План з повоєнного відновлення та розвитку України, що окреслює фінансування проєктів у різних секторах та з різними часовими горизонтами виконання цих проєктів. Однак цей план не містить пріоритетності імплементації проєктів, тому ЄІБ спільно з Boston Consulting Group (BCG) здійснили аналіз цих проєктів як спробу згрупувати ініціативи у певні програми, що згодом може бути названо стратегією.

Відповідно, було сформовано три часові горизонти виконання ініціатив з відбудови:

- Короткостроковий період (2022 – 2023).
- Середньостроковий період (2024 – 2027).
- Довгостроковий період (2028 – 2032).

Наголошується, що у найближчі 12-15 місяців потрібно фокусуватися на гуманітарних необхідностях, економічній та геополітичній стійкості. У середньостроковій перспективі потрібно приділяти увагу зростанню Валового внутрішнього продукту та підвищенню рівня зайнятості. У 2032 очікується фокусування більшості проєктів на майбутньому зростанні економіки.

Таблиця 2.3

**Очікувані суми необхідного фінансування проєктів з відновлення
України, за строками**

Строк	Необхідна сума	Кількість проєктів
2022 - 2023	~ 110 млрд дол. США	~ 30
2024 - 2027	~ 210 млрд дол. США	~ 60
2028 - 2032	~ 500 млрд дол. США	~ 80 - 90

Джерело: складено автором на основі даних [53]

Відповідно до плану, зображеного у таблиці 2.3, у короткостроковій перспективі очікуваний обсяг потрібних коштів становить 110 млрд дол. США, розподілені серед 30 проєктів. Середньострокова перспектива потребуватиме 210 млрд дол. США на 60 проєктів. До 2032 р. очікується потреба у 500 млрд дол. США на 80-90 проєктів.

Враховуючи загальну суму необхідних коштів (близько 820 – 825 млрд дол. США) та готовність міжнародних інвесторів надати таку допомогу, постає питання про потребу оцінки спроможності України акумулювати додатковий борг, що може бути обмежена фінансовою здатністю його обслуговування або технічними можливостями опрацювання та імплементації проєктів.

Фінансова здатність акумулювання боргу може бути пояснена максимальним рівнем боргу, що Україна може обслуговувати, та можливістю звернутися на ринки капіталів.

На кінець 2023 р. зміна рівня ВВП оцінювалася у 5.3% до відповідного періоду 2022 р., у той час співвідношення державного боргу до ВВП становило близько 84.4% станом на кінець 2023 р. (рисунок 2.4).

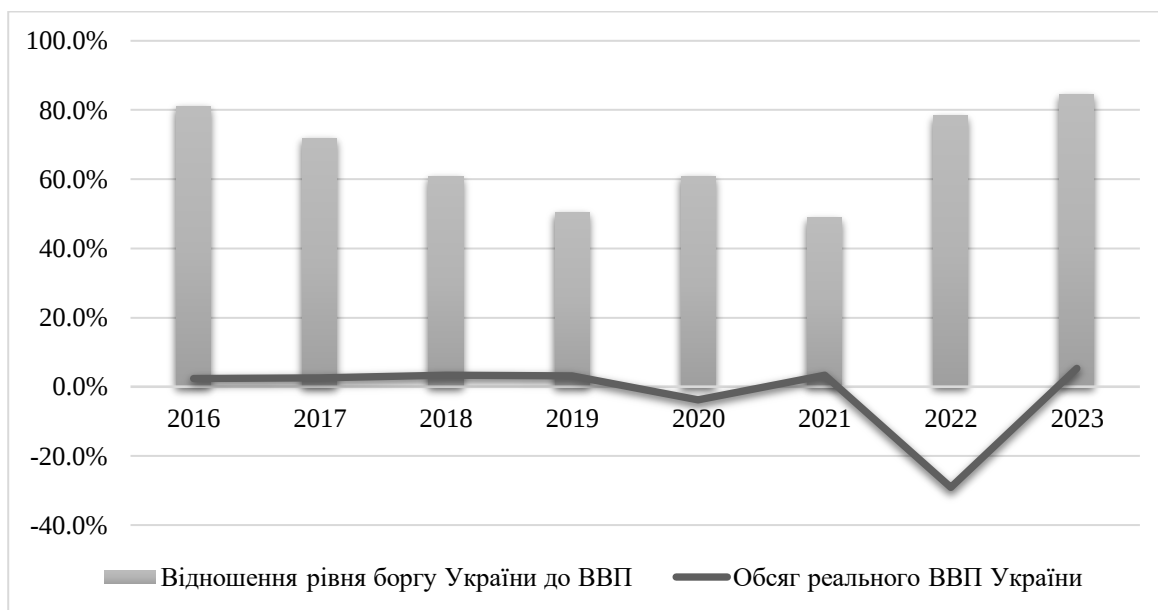


Рисунок 2.4. Динаміка співвідношення рівня боргу до ВВП України з 2016 р.; динаміка рівня ВВП України з 2016 р.

Джерело: складено автором на основі даних [54, 55]

Навіть повернення абсолютного значення ВВП України до рівня показників попередніх років та припустивши досягнення співвідношення боргу до ВВП у розмірі 100%, буде покрито менш ніж 100 млрд дол. США додаткового боргу, у той час як очікуваний обсяг необхідних коштів все ще буде перевищувати обсяг боргу за контрактом.

Крім того, враховуючи ступінь негативного впливу війни на фінансовий стан України, її боргові показники значно погіршилися, що зі свого боку зменшило її можливості позичати на традиційних фінансових ринках. Таким чином, щоб задовольнити потреби у фінансуванні, Україна має два варіанти:

- Залучення коштів на внутрішньому ринку за рахунок випуску військових облігацій.
- Міжнародні субсидійовані позики, що вже становили близько 50% державного бюджету з моменту початку війни.

Навіть за умови можливості для України позичати під 6% (субсидійована ставка у дол. США або євро) та прийняття рішення про збільшення бюджетного дефіциту, країна могла б отримати близько 125 млрд дол. США додаткових коштів за збереження ліквідності.

Технічна здатність акумулювати додатковий борг залежить від декількох факторів:

- Перше обмеження стосується інституційної спроможності, тобто здатності перевірки та контролю бенефіціарів, ефективного ведення закупівель та імплементації реформ.

- Україна може потребувати імпорту додаткової технічної експертизи для тих секторів, де на внутрішньому ринку її не вистачає.

- Необхідний аналіз потужності будівельного сектору України для виконання нових проєктів, оскільки потенційний дефіцит робочої сили та нестачі матеріалів може перешкоджати освоєнню коштів від міжнародних організацій та інвесторів.

У той час як Україна стикається із безпрецедентною необхідністю фінансування, міжнародна спільнота показує готовність та бажання вжити спільних зусиль та брати участь у відновленні країни. Першочергово важливо, щоб амбіції іноземних кредиторів відповідали пропорційній здатності України забезпечувати ефективний менеджмент та освоєння додаткового боргового навантаження, одночасно зі створенням релевантної структури фінансування та співпрацею зі стейкхолдерами, що є додатковими запоруками успіху [53].

2.2 Перспективи інвестиційного співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями

В умовах продовження військових дій на території України Світовий банк продовжує роботу із партнерами задля забезпечення потреб українського населення. На короткостроковий період вже було затверджено декілька нових проєктів. Repairing Essential Logistics and Network Connectivity (RELINC) – проєкт

з метою покращення транспортного сполучення до заходу України та пом'якшення наслідків втрати доступу до Чорного моря шляхом відновлення пошкоджених критичних автомобільних та залізничних мереж. У серпні 2023 р. було схвалено проєкт Housing Repair for People's Empowerment (HOPE), що надасть можливість понад 100 тис сімей в Україні провести екстрені ремонти домівок, що були пошкоджені в результаті російського вторгнення в Україну. Очікується, що майбутні проєкти організації спрямовуватимуться на підтримку сільського господарства та посилення системи соціального захисту в Україні.

У лютому 2024 р. було опубліковано оцінку збитків і потреб (RDNA3) за участі уряду України, Групи Світового банку, Європейської комісії та Організації Об'єднаних Націй. Документ зазначає, що станом на 31 грудня 2023 р. загальна вартість відбудови та відновлення України становить 486 млрд дол. США протягом наступних десяти років, що більше за оцінку попереднього року - 411 млрд дол. США [56]. Лише у 2024 р. країна потребуватиме близько 15 млрд дол. США для термінової відбудови та відновлення на національному та місцевому рівнях.

На цьому тлі Група Світового банку започаткувала Multi-Donor Resources for Institutions and Infrastructure (MRII) – програму допомоги Україні спільно з МБРР, МФК та MIGA [57]. Короткий огляд цієї програми наведений на рисунку 2.5.

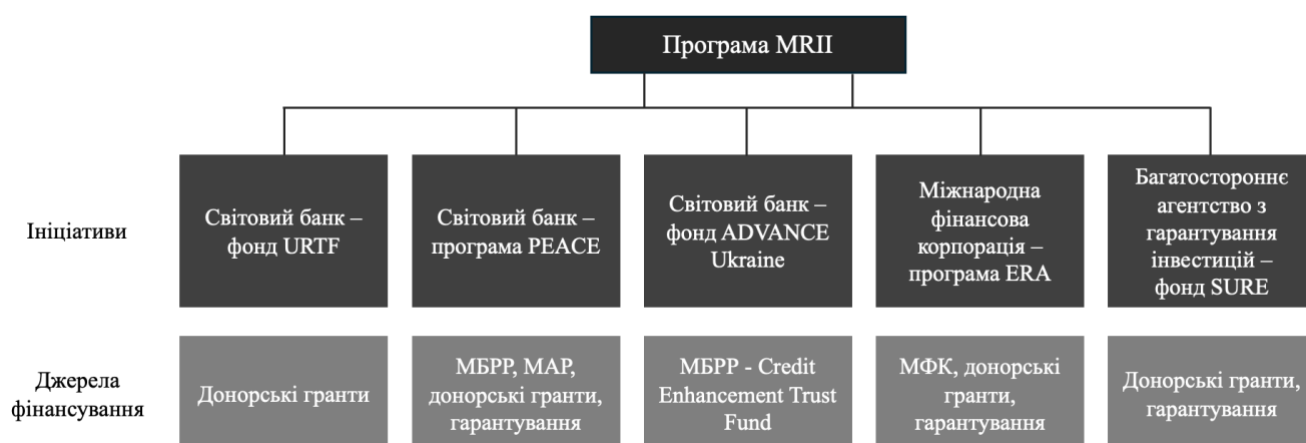


Рисунок 2.5. Схема функціонування програми MRII

Джерело: складено автором на основі даних [57]

Світовий банк зазначає, що у найближчі місяці по припиненні вогню або настанні миру Україна має приділити увагу порушенням та збоям, що сталися у

період війни. Зокрема, спрямувати зусилля на приборкання інфляції та вирішення питань із макрофінансовою стабільністю; на забезпечення можливості бізнесу відновити нормальне функціонування, зокрема за рахунок наявності кредитних послуг; на посилення фідучіарних процесів з метою опрацювання припливу великих обсягів ресурсів (від міжнародних партнерів, зокрема); на відновлення доступу населення до державних соціальних послуг; на відновлення критичної інфраструктури.

Банком відзначено намір про продовження несення відповідальності за майбутній розвиток України. Як організація, заснована після глобального конфлікту, Світовий банк має ідеальну спеціалізацію для співпраці з Україною для відбудови ще більш стійкої економіки по закінченні війни, як у короткостроковій, так і у довгостроковій перспективі [30].

Як зазначалося раніше, у кінці 2023 р. ЄБРР ухвалив рішення про збільшення капіталу, що стало третім подібним випадком в історії існування організації. За словами віцепрезидента банку Юргена Рігтерінка, основною причиною цьому стала необхідність забезпечення можливості ЄБРР фінансувати виконання проєктів в Україні, як мінімум на період найближчих п'яти років [58].

Щодо загальної стратегії відповіді на кризову ситуації в Україні, керівництво ЄБРР наводить наступні ключові напрями спрямування зусиль:

- Енергетична безпека. Станом на березень 2024 р. було надано фінансову підтримку ряду компаній, а саме «Укренерго», «Укргідроенерго» та «Нафтогазу» з метою посилення енергетичної безпеки України та забезпечення стабільного рівня живлення електроенергією українських громадян [59].

- Критична інфраструктура. Серед такої представники ЄБРР виділяють муніципальну інфраструктуру, будівництво доріг та залізничне сполучення. У останній сфері найбільшим є співпраця із «Укрзалізницею» з 2022 р., обсяг якої вже складає 350 млн євро (150 млн у 2022 р., та 100 у 2023 р.) [60]. Спільно з Агентством відновлення було змінено ціль використання залишків коштів на ремонт автодороги на заході України, що після початку війни має більш стратегічне значення для продовження експорту та імпорту сухопутним шляхом.

- Продовольча безпека. Фінансова допомога у цьому напрямі надається виключно компаніям у приватному секторі безпосередньо або за допомоги залучення українських банків.

- Підтримка компаній у інших сферах економічної діяльності, наприклад, у важкій промисловості, фармацевтичні компанії, логістичні тощо. Зазначається, що основним інструментом є фінансування оборотних коштів таких підприємств.

- Торгове фінансування.

За словами представників ЄБРР, у 2024 р. банк працює над втіленням ряду проєктів на суму 1.5 млрд євро за п'ятьма вищезазначеними напрямками. Варто зауважити деякі зміни у принципах організації роботи банку, а саме на більшому спрямуванні на приватний сектор та переході від фінансування оборотних коштів до інвестиційного кредитування приватних та державних компаній.

Враховуючи принцип діяльності організації, постає логічне питання збереження кредитного рейтингу AAA ЄБРР як банку, що займається фінансуванням проєктів у країні, на території якої ведуться військові дії. Протягом 2022-2023 рр. банк працював за принципом фінансування 50% проєктів, із необхідністю для решти коштів бути гарантованими іншою стороною. Наразі підхід змінюється, і як банк ЄБРР пристосовується за допомогою відповідних дій – вже згадане збільшення капіталу, що дозволить не припиняти фінансову підтримку України протягом найближчих років. Більш того, за умови припинення війни очікується зростання обсягу інвестицій.

Одним із найбільших ризиків для подальшої співпраці з ЄБРР, та й з іншими фінансовими організаціями, є здатність структури українських інституцій ефективно засвоювати надані кошти. Це, зі свого боку, потенційно може знизити інвестиційну привабливість України та, відповідно, мати негативний вплив на стан інвестиційного співробітництва, особливо враховуючи обсяги наданого фінансування протягом останніх років, що зображені на рисунку 2.6.

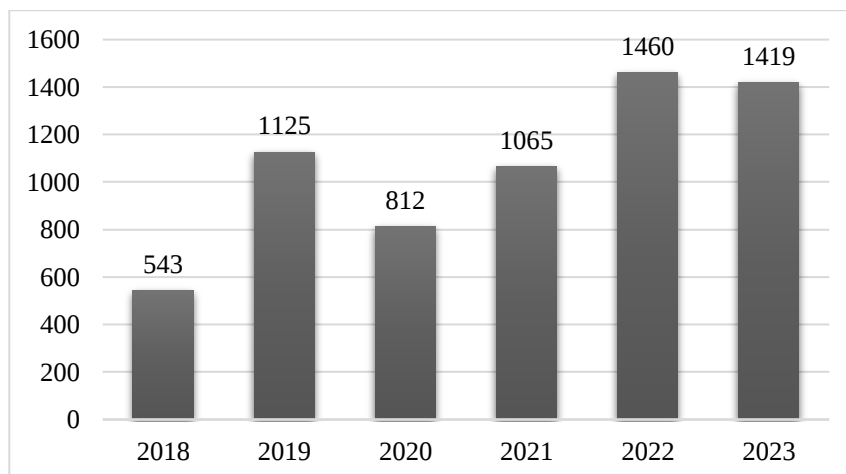


Рисунок 2.6. Обсяги інвестицій ЄБРР в Україну щороку, млн євро

Джерело: складено автором на основі даних [61]

Однак, за словами Юргена Рігтерінка, незважаючи на наявні побоювання, за два роки війни Україна показала неабиякий результат з точки зору кількості проведених реформ. Додатковим фактором є прагнення країни до вступу в Європейський Союз.

До початку повномасштабного вторгнення у 2022 р. не очікувалося перевищення інвестиційною спроможністю України обсягу у 4-5 млрд євро на рік. Ціллю на найближчі роки є збільшення цієї суми, особливо з огляду на набагато вищу вартість відновлення, що вже оцінюється сотнями мільярдів євро. Враховуючи це, успішний досвід імплементації попередніх проєктів є основним лакмусовим папірцем для міжнародних інвесторів.

Триває робота щодо розвитку Агентства відновлення, конкретно над створенням нових підрозділів, зокрема щодо імплементації та підготовки до виконання проєктів. ЄБРР вже було підписано договір із ЄІБ, Світовим банком, та Банком Ради Європи щодо приведення систем закупівель цих організацій до однієї спільної.

11-12 червня 2024 р. у Берліні має відбутися міжнародна конференція Ukraine Recovery 2024 [62]. Представники ЄБРР зазначили основну ціль організації протягом конференції, що полягає у забезпеченні достатньої уваги до питання відновлення України серед списку інших пріоритетів на порядку денному

міжнародних організацій. Юрген Рігтерінк особисто окреслює власний план у використанні зустрічі як каталізатору певних процесів з фінансування ініціатив в Україні. Зазначається необхідність фокусування на більш поточних критично важливих питаннях, таких як стійка економіка країни та макрофінансова стабільність.

В умовах швидкої зміни подій у контексті сьогоденної війни, питання, що були актуальними минулого року, наразі втрачають свій терміновий характер, і поступаються новим потребам. Близько 100 млн євро із пакету допомоги обсягом у 220 млн євро, що був наданий «Укренерго» у 2022 р. на проведення аварійних ремонтних робіт, закупівлю нових трансформаторів, підстанцій та іншого обладнання, на сьогодні використовуються з метою побудови захисних конструкцій для підстанцій. Іншими словами, цільове спрямування допомоги, наданої більше року тому, вже було змінено у силу швидкого темпу ведення сучасних бойових дій. З огляду на це, раціональним є постійна підтримка контакту ЄБРР із українським урядом з метою вчасної та релевантної оцінки подібних змін [58].

Як закономірний наслідок величезних обсягів отриманого фінансування від ряду іноземних партнерів, Бюро економічної безпеки України у співпраці з ЄІБ підписали Меморандум про взаєморозуміння, що окреслює ряд заходів з метою попередження, виявлення та усунення випадків шахрайства чи подібних ситуацій, що потенційно мають вплив на виконання проєктів, фінансованих ЄІБ. Як було зазначено раніше, прецеденти такої поведінки становлять високий рівень загрози успішному виконанню інвестиційних проєктів як ЄІБ, так і інших міжнародних організацій. Відповідно, це має прямий негативний вплив на темпи відновлення економіки країни та рівень економічного розвитку згодом.

З моменту початку повномасштабного вторгнення у 2022 р., лише від ЄІБ було надано більше 2 млрд євро на фінансування екстрених потреб економічних суб'єктів України. У найближчі роки ЄІБ планує надання щонайменше ще 2 млрд євро з метою інвестування у критично важливі проєкти у державному та приватному секторах. Знову ж таки, ключовим фактором є забезпечення

надходження цих коштів до кінцевого отримувача – населення України, що ще раз підкреслює необхідність відсутності випадків корупції та шахрайства на цьому шляху [51].

Серед інших пріоритетів співробітництва щодо наступних 10 років виділяють наступні:

- Пришвидшене виконання проєктів, що були початі раніше. З цією метою буде надано понад 500 млн євро у формі кредитування та 60 млн євро у формі гранту на підтримку імплементації таких ініціатив.

- Підготовка нових проєктів у державному секторі на національному рівні. Такі проєкти можуть включати інвестиції у сферу автомобільних доріг; вдосконалення залізничних ліній та вузлів, пунктів прикордонного пропуску; енергетичного сектору; посилення соціального захисту, а також захисту стратегічної національної інфраструктури та цифрову стійкість; сферу охорони здоров'я.

- Підготовка нових проєктів у державному секторі на місцевому рівні. Очікується розробка проєктів у вирішенні питань з комунальними господарствами, водозабезпечення та переробки використаної води; теплопостачання; енергоефективним ремонтом приватних будинків та осель, що були пошкоджені протягом військових дій; відбудова з урахуванням потреб місцевої соціальної інфраструктури, зокрема навчальних закладів та інвестицій у інфраструктуру сфери охорони здоров'я.

- Підтримка приватного сектору. ЄІБ розглядає можливість використання залучення гарантій для українських бізнесів, а також додаткові фінансові інструменти для розвитку приватного сектору в Україні.

- Збільшення консультативної підтримки, зокрема за рахунок використання програми Joint Assistance to Support Projects in European Regions (JASPERS), що спрямована на підтримку українського уряду у підготовці критично важливих інвестицій [63].

Наведені у Розділі 1 цієї роботи історично ключові напрями фінансування інвестиційних проєктів міжнародними фінансовими організаціями в Україні не

значно відрізняються від ініціатив, що поточно виконуються на теренах України за підтримки міжнародних партнерів. Це відбувається у силу того, що наразі українська економіка потерпає від наслідків руйнувань від військового вторгнення росії. Такі наслідки включають випадки від пошкодження приватних домівок населення до руйнувань об'єктів критичної інфраструктури – сфери, що підпадають під інвестиційний інтерес міжнародних фінансових організацій щодо діяльності в Україні. Загалом сектори економіки, що фінансуються, залишаються незмінними, проте більш детальне призначення коштів та причина їх виділення протягом останніх двох років породжені військовими діями та перспективами їх розвитку, що, звичайно ж, відрізняється від періоду до 2022 р. Наприклад, у 2021 р. певне підприємство у сільськогосподарському секторі могло потребувати додаткових коштів у зв'язку із необхідним розширенням виробництва чи модернізацією основних засобів, у той час як після початку повномасштабного вторгнення потреби такого суб'єкта економічної діяльності могли змінитися через прямий або опосередкований вплив військових дій. Відповідно, у 2024 р. ризики, наведені у Розділі 1, доповнюються ризиками фізичної шкоди суб'єктам економіки України.

З огляду на це, як можна побачити із типу проєктів, що наразі виконуються спільно з МФО в Україні, подальший розвиток інвестиційної діяльності міжнародних організацій розглядається з урахуванням більшого переліку факторів. Важливо зазначити, що цільове спрямування наданого фінансування постійно відслідковується з огляду на поточні потреби певного позичальника (підприємства тощо), оскільки наразі середовище, у якому функціонують компанії в Україні, змінюється набагато швидшими темпами, ніж декілька років тому. Оптимістичним фактором є риторика представників таких організацій, як Група Світового банку, ЄБРР та ЄІБ, а саме про готовність підтримувати Україну протягом війни та, що більш важливо, готовність до збільшення обсягів фінансування у різні сектори одразу по припиненні війни з метою сприяння швидшому економічному відновленню країни.

2.3 Моделювання впливу ряду факторів на рівень виконання інвестиційних проєктів

Протягом відносно короткого періоду часу співпраця України та міжнародних фінансових організацій зазнавала багатьох змін у контексті кількості спільних інвестиційних проєктів. Чимало із анонсованих проєктів було скасовано, відповідно конкретні сфери економіки країни недоотримували необхідні ресурси для розвитку або достатнього рівня функціонування. Зазвичай найбільш частими причинами такому розвитку подій називають високий рівень бюрократизованості, наявність випадків корупції, зловживання владою, розкрадання коштів тощо. На жаль, повний перелік таких ризик-факторів не є вичерпним та достеменно відомим. Ба більше, велика частина причин не може бути трансформована у цифрову форму для можливості статистичного аналізу справжнього впливу на темпи реалізації інвестиційних проєктів міжнародними фінансовими організаціями.

Незважаючи на це, наразі наявні певні дані, на основі яких можливо провести базовий аналіз ризиків при співпраці з міжнародними фінансовими організаціями, а саме виокремити чинники та визначити характер їхнього впливу на темпи співпраці з МФО у сфері інвестиційних проєктів.

З огляду на це, було проведено попередній аналіз та збір статистичної інформації щодо ряду показників, що потенційно можуть мати вплив на стан співробітництва України із МФО. Серед таких, зокрема, було використано обмінний курс гривні до долара США, прямі іноземні інвестиції в Україну, рівень інфляції в Україні, облікова ставка Національного банку України, індекс сприйняття корупції в Україні, валовий внутрішній продукт (далі – ВВП), індекс ділових очікувань, та рівень безробіття. Незалежною змінною у моделі виступає кількість інвестиційних проєктів виконаних спільно із МФО в Україні. Більш детальне пояснення процесу перетворення даних та їх формату наведене згодом у цьому розділі.

Для побудови регресійної економетричної моделі було використано статистичний пакет програмного забезпечення Stata. У результаті попереднього

вивчення результатів моделювання було визначено статистичну незначимість усіх змінних, окрім обмінного курсу, рівня ВВП, та індексу впевненості бізнесу. Дані фактори, що мають вплив на рівень ризику реалізації інвестиційних проєктів в Україні, були обрані відповідно до наступних гіпотез:

- Вищий курс гривні до долара США у випадку надання фінансової підтримки МФО у формі кредитування означає потенційний ризик для кредитора з огляду на обсяг боргу та виручки деномінованих у місцевій валюті, що втрачає вартість. Відповідно, унаслідок девальвації гривні до долара США, кількість інвестиційних проєктів за участі МФО знижується.

- Збільшення обсягу рівня ВВП України зумовлює збільшення кількості інвестиційних проєктів з боку МФО з огляду на вищий рівень економічного розвитку України та, відповідно, вищої інвестиційної привабливості, потенційного вищого рівня доходності (у випадку кредитування), та зменшення ризику дефолту позичальника.

- Зростання індексу ділових очікувань означає позитивний економічний настрій суб'єктів економіки щодо наступних 12 місяців, відповідно вищий рівень очікуваного розвитку, що зумовлює більшу кількість нових інвестиційних проєктів фінансованих МФО в Україні.

Характеристика статистичних показників – змінних моделі:

- Залежна змінна (PRAM) – кількість інвестиційних проєктів фінансованих ЄБРР, ЄІБ, та Групою Світового банку в Україні (оскільки ці три організації є основним фокусом роботи). Показник являє собою накопичувальний підсумок загальної кількості проєктів трьох організацій, за винятком скасованих проєктів, та ще не погоджених. Щоквартальний показник з першого кварталу 2011 року по четвертий квартал 2023 року.

- Незалежна змінна 1 (FOREX) – середній обмінний курс гривні до долара США за квартал. Показник сформовано на основі даних Національного банку України щодо середнього місячного курсу національної валюти як середнє між місяцями відповідних кварталів. Щоквартальний показник з першого кварталу 2011 року по четвертий квартал 2023 року.

- Незалежна змінна 2 (GDP) – рівень валового національного продукту України у цінах попереднього року, середнє за квартал. Показник сформовано на основі даних Державної служби статистики України: квартальні дані у млн грн переведено у млн дол. США, використовуючи дані незалежної змінної 2. Щоквартальний показник з першого кварталу 2011 року по четвертий квартал 2023 року.

- Незалежна змінна 3 (UBC) – індекс ділових очікувань підприємств в Україні. Щоквартальний показник, сформований на основі даних зі звітів Національного банку України з першого кварталу 2011 року по четвертий квартал 2023 року.

Враховуючи різні одиниці виміру показників та з метою їх приведення до однієї шкали, усі змінні було трансформовано за допомогою логарифмування, відповідно їх назви є наступними: log_PRAM, log_FOREX, log_GDP, log_UBC. Лінійна регресія має наступний вигляд:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 \text{FOREX} + \beta_2 \text{GDP} + \beta_3 \text{UBC} + \varepsilon_t \quad (2.1)$$

Після виконання перелічених операцій, дані було завантажено до програми Stata, специфіковано часовий проміжок, після чого отримано результат на рисунку 2.5.

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	48
Model	2.93849347	3	.979497824	F(3, 44)	=	440.29
Residual	.097885	44	.002224659	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.9678
				Adj R-squared	=	0.9656
Total	3.03637847	47	.064603797	Root MSE	=	.04717

log_PRAM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
log_GDP	.3185893	.0246308	12.93	0.000	.2689493	.3682294
log_FOREX	.4758797	.0143465	33.17	0.000	.4469662	.5047932
log_UBC	-.390211	.0634606	-6.15	0.000	-.5181073	-.2623146
_cons	2.820375	.3611313	7.81	0.000	2.092562	3.548187

Рисунок 2.5. Регресійна модель впливу факторів на кількість інвестиційних проєктів МФО в Україні

Джерело: розрахунки автора на основі власних досліджень

Перші результати моделювання свідчать про достатньо високий ступінь пояснення варіації залежної змінної: коефіцієнт детермінації (R-squared) становить 96.7%. Відповідно, варіація залежної змінної на 96.7% пояснюється змінними, що включені до моделі, на 3.3% іншими факторами, що не були враховані.

Однак, з метою правдивої інтерпретації цього показника та коефіцієнтів моделі необхідно здійснити перевірку на наявність певних статистичних проблем, що можуть призводити до хибних результатів моделювання та висновків.

Отже, перш за все було проведено тест на статистичну значимість t-статистики Ст'юдента таких змінних, як $\log_FOREX$, $\log_GDP$, $\log_UBC$.

Нульова гіпотеза: $\beta = 0$ (коефіцієнт незначимий).

Альтернативна гіпотеза: $\beta \neq 0$ (коефіцієнт значимий).

Правило прийняття рішення: якщо $|t| > t_{\text{крит}}$, наявна підстава відхилити нульову гіпотезу про нульове значення коефіцієнту.

$t_{\text{крит}}$ для двостороннього тесту становить 2.021 (рівень довіри 95%) та 2.704 (рівень довіри 99%). Значення $|t|$ коефіцієнтів при змінних $\log_FOREX$, $\log_GDP$, $\log_UBC$ є вищим за $t_{\text{крит}}$, відповідно є підстава відхилити нульову гіпотезу про незначимість коефіцієнтів моделі при рівні довіри 95% та 99%.

Також проведено тест на одночасну статистичну значимість усіх незалежних змінних за допомогою F-критерію Фішера. Програмне забезпечення Stata наводить значення тесту одразу при першому моделюванні (рисунок 2.1), що становить 440.29.

Нульова гіпотеза: $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$ (коефіцієнти незначимі).

Альтернативна гіпотеза: нульова гіпотеза не є правильною, коефіцієнти значимі.

Правило прийняття рішення: якщо $F > F_{\text{крит}}$, наявна підстава відхилити нульову гіпотезу про нульове значення коефіцієнтів. $F_{\text{крит}}$ становить 2.84 (рівень довіри 95%) та 4.31 (рівень довіри 99%), відповідно є підстава відхилити нульову гіпотезу про одночасну незначимість коефіцієнтів моделі при рівні довіри 95% та 99%.

Здійснено перевірку моделі на наявність мультиколінеарності незалежних змінних за допомогою кореляційної матриці, що зображена на рисунку 2.6.

	log_GDP	log_FOREX	log_UBC
log_GDP	1.0000		
log_FOREX	-0.4265	1.0000	
log_UBC	0.3588	-0.3519	1.0000

Рисунок 2.6. Результат перевірки моделі на наявність мультиколінеарності
Джерело: розрахунки автора на основі власних досліджень

Відсутній прямий або обернений сильний зв'язок між незалежними змінними, отже можна зробити припущення про відсутність проблеми мультиколінеарності.

Перевірка моделі на нормальність розподілу залишків. Було використано декілька способів тесту (графічні та статистичні), що наявні у програмі Stata. На рисунку 2.7 наведено графік, що зображує накладання графіку нормальної щільності на графік щільності моделі. Спостерігається незначне відхилення розподілу від середнього значення.

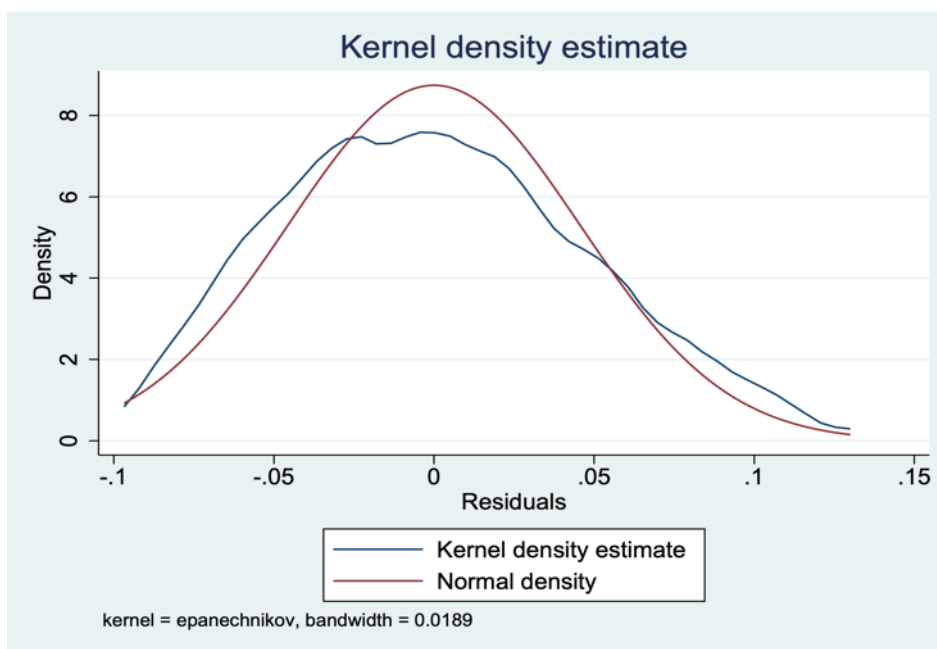


Рисунок 2.7. Результат перевірки залишків моделі на нормальність розподілу
Джерело: розрахунки автора на основі власних досліджень

Також використано інші графічні методи, зокрема графік стандартизованої нормальної ймовірності, та графік квантилів змінної проти квантилів нормального розподілу. Перший тест чутливий до ненормальності в середньому діапазоні даних, а другий чутливий до ненормальності біля «хвостів». Результати від першого варіанту не показують ознак значного відхилення від норми, тоді як другий графік показує відхилення від норми у верхньому хвості. Тим не менш, це вважається несуттєвим відхиленням від нормального розподілу. Можна зробити висновок про нормальність розподілу залишків навіть із графічної репрезентації.

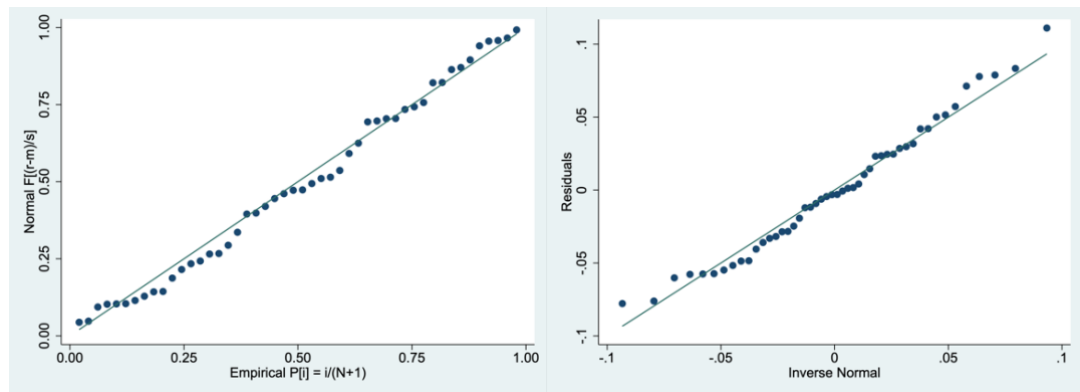


Рисунок 2.8. Результат перевірки залишків моделі на нормальність розподілу
Джерело: розрахунки автора на основі власних досліджень

Однак враховуючи деякі відхилення, також проведено статистичний тест Свілка, що виконує тест Шапіро-Вілка W на нормальність розподілу. P -value базується на припущенні, що розподіл є нормальним.

Нульова гіпотеза: розподіл є нормальним.

Альтернативна гіпотеза: розподіл не є нормальним.

Правило прийняття рішення: якщо $Prob > 0.05$ (рівень довіри 95%), є підстава відхилити нульову гіпотезу.

Результат тесту зі значенням $Prob$ 0.38885 вказує на неможливість відхилити нульову гіпотезу, залишки нормально розподілені.

Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
r	48	0.97493	1.142	0.282	0.38885

Рисунок 2.9. Результат перевірки залишків моделі на нормальність розподілу
Джерело: розрахунки автора на основі власних досліджень

Перевірка моделі на наявність гетероскедастичності. Було використано тест Бройша-Пагана, результат якого наведений на рисунку.

```
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Ho: Constant variance
Variables: fitted values of log_PRAM

chi2(1)      =      0.00
Prob > chi2   =     0.9627
```

Рисунок 2.10. Результат перевірки моделі на наявність гетероскедастичності
Джерело: розрахунки автора на основі власних досліджень

Нульова гіпотеза: дисперсії помилок рівні (гомоскедастичність).

Альтернативна гіпотеза: нульова гіпотеза хибна, наявна гетероскедастичність.

Правило прийняття рішення: якщо $\text{Prob} < 0.05$, є підстава відхилити нульову гіпотезу. P-value становить 0.9627, тому немає підстави відхилити гіпотезу про відсутню гомоскедастичність.

Перевірка моделі на наявність серійної кореляції залишків. З цією метою використано тест Бройша-Годфрі, Наявність серійної кореляції може призвести до помилкових результатів моделі, проте є способи вирішення цієї проблеми.

Breusch-Godfrey LM test for autocorrelation

lags(p)	chi2	df	Prob > chi2
1	9.530	1	0.0020

H0: no serial correlation

Рисунок 2.11. Результат перевірки моделі на наявність автокореляції
Джерело: розрахунки автора на основі власних досліджень

Нульова гіпотеза: відсутня серійна кореляція 1-го порядку.

Альтернативна гіпотеза: наявна серійна кореляція.

Правило прийняття рішення: якщо $\text{Prob} < 0.05$, є підстава відхилити нульову гіпотезу. P-value становить 0.9627, тому немає підстави відхилити гіпотезу про наявну автокореляцію. Необхідно з'ясувати порядок, на якому наявна автокореляція. Використано тест Бройша-Годфрі, проте за іншою схемою.

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	46
Model	.018571715	2	.009285857	F(2, 43)	=	5.47
Residual	.073063309	43	.001699147	Prob > F	=	0.0077
				R-squared	=	0.2027
				Adj R-squared	=	0.1656
Total	.091635024	45	.002036334	Root MSE	=	.04122

uhat	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
uhat						
L1.	.4926262	.1491016	3.30	0.002	.1919341	.7933182
L2.	-.1971403	.1486055	-1.33	0.192	-.4968318	.1025512
_cons	.001917	.0060816	0.32	0.754	-.0103478	.0141818

Рисунок 2.12. Результат перевірки на визначення порядку наявної автокореляції залишків моделі.

Джерело: розрахунки автора на основі власних досліджень

Гіпотези для тестування залишаються такими ж. Проте, змінюється правило прийняття рішення: якщо значення t-статистики $\hat{u}_{t-1}$ та $\hat{u}_{t-2}$ статистично значимим, є підстава відхилити нульову гіпотезу. Спостерігається значимість t-статистики $\hat{u}_{t-1}$ при рівні довіри у 95% (критичне значення становить 2.021), проте $\hat{u}_{t-2}$ є незначимим, що свідчить про наявну автокореляцію залишків тільки першого порядку. Необхідно виконати коригування стандартних похибок використовуючи метод найменших квадратів із застосуванням оцінки Ньюї. Таким чином значення коефіцієнтів моделі не є хибними. Враховуючи виявлену автокореляцію лише 1 порядку, специфіковано фінальну версію моделі:

Regression with Newey-West standard errors				Number of obs	=	48
maximum lag: 1				F(3, 44)	=	232.68
				Prob > F	=	0.0000

log_PRAM	Coef.	Newey-West Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
log_GDP	.3185893	.0246125	12.94	0.000	.2689861	.3681925
log_FOREX	.4758797	.0193053	24.65	0.000	.4369723	.514787
log_UBC	-.390211	.0485499	-8.04	0.000	-.488057	-.292365
_cons	2.820375	.3102764	9.09	0.000	2.195054	3.445696

Рисунок 2.13. Регресійна модель впливу факторів на кількість інвестиційних проєктів МФО в Україні з урахуванням наявної автокореляції.

Джерело: розрахунки автора на основі власних досліджень

Отримавши остаточні значення коефіцієнтів пояснювальних змінних моделі, можливо виконати їх інтепретацію та порівняння результату із початковими гіпотезами.

Отже, при зростанні рівня ВВП України на 1%, кількість інвестиційних проєктів виконаних спільно із міжнародними фінансовими організаціями зростає на 0.32%, за інших рівних умов. Висновок відповідає гіпотезі окресленій до моделювання і підтверджує вищу привабливість виконання проєктів для МФО у країні з вищим рівнем ВВП.

При зростанні обмінного курсу на 1%, кількість інвестиційних проєктів зростає на 0.48%, за інших рівних умов, що протирічить гіпотезі щодо цієї змінної. Базуючи обґрунтування виявленого зв'язку лише на результатах моделювання у цій роботі, можна зробити припущення про навпаки вищу привабливість для МФО фінансування проєктів у країні з більш дешевою валютою, або про можливу ініціативу МФО допомогти підприємствам, інфраструктурним вдосконаленням тощо, під час гіршого макроекономічного середовища. Більш того, на зростання кількості проєктів можуть мати вплив сторонні чинники, що не були враховані у моделі.

Зростання рівня індексу ділових очікувань на 1% зумовлює зниження кількості виконаних проєктів на 0.39%, за інших рівних умов. Початкова гіпотеза щодо індексу ділових очікувань також на справдилася, що може бути пояснене характером самого індексу: відображення очікувань підприємств на наступні 12 місяців, відповідно респонденти можуть не володіти усією інформацією, або самі очікування є суб'єктивними. Зворотній зв'язок із кількістю проєктів може свідчити, по-перше, про наявну затримку між моментом побудови/публікації індексу та оголошенням про нове співробітництво МФО та України, по-друге, про можливу певну обережність МФО у інтерпретації очікуваного розвитку економіки України, тобто вищі очікування суб'єктів економіки не є гарантією вищого економічного розвитку, відповідно і не є гарантією успішної імплементації певного проєкту.

РОЗДІЛ 3. РЕКОМЕНДАЦІЇ ТА ПРОПОЗИЦІЇ ЩОДО ВЕДЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ОРГАНІЗАЦІЙ В УКРАЇНІ

3.1 Рекомендації на основі проведеного дослідження щодо імплементатії інвестиційних проєктів міжнародними фінансовими організаціями в Україні

Враховуючи використані на етапі моделювання змінні у з'ясуванні взаємозв'язку між кількістю інвестиційних проєктів в Україні виконаних спільно з міжнародними фінансовими організаціями, перш за все, необхідно окреслити потенційні шляхи вдосконалення макро-факторів, що впливають на ризик імплементатії певної ініціативи. Макро-факторів, оскільки рівень ВВП, індекс ділових очікувань, та обмінний курс гривні до іноземних валют є репрезентацією загального стану економічного розвитку країни. Згодом у розділі будуть розглянуті і більш детальні чинники.

Отже, за результатами моделювання, вищий рівень валового внутрішнього продукту має прямий зв'язок на «бажання» міжнародних партнерів фінансувати широкий перелік інвестиційних проєктів, що дозволяють певним секторам економіки підвищувати ефективність виробництва, зменшувати витрати, та, знову ж таки, мати позитивний ефект на рівень виробленого валового продукту. Такий ефект можна було б назвати замкненим колом, однак враховуючи його наявність, він має бути взятий до уваги як один із ключових факторів, що визначають стан співробітництва МФО з Україною, зокрема у сфері інвестиційних проєктів.

Обернений зв'язок обмінного курсу гривні до іноземних валют, зокрема до долара США, та кількості проєктів МФО в Україні, не має бути інтерпретований як необхідність девальвації національної валюти з метою залучення іноземних спонсорів до імплементатії певних ініціатив в Україні. Фінансова привабливість інвестування у країну із слабкою валютою не є основним визначальним фактором

для МФО при попередній оцінці проєктів, навпаки, стабільний обмінний курс може відіграти більш важливу та позитивну роль у такому співробітництві.

Щодо індексу ділових очікувань, економетрична оцінка його впливу не виявила доказів для фундаментальних висновків щодо того чи може цей чинник мати назву одного із найбільш важливих та суттєвих ризик-факторів, що мають вплив на темпи співробітництва МФО з Україною.

3.2 Рекомендації щодо імплементації майбутніх інвестиційних проєктів в Україні за участі міжнародних фінансових організацій

Підготовка та безпосереднє виконання інвестиційних проєктів в Україні ніколи не проходили без наявності тих чи інших ризиків. В один період розвитку країни такі ризики могли бути пов'язані із проблемами усередині країни, в інший період більшої невизначеності додавали макроекономічні умови. У будь-якому випадку, передбачення успішності імплементації певної ініціативи становило непросту задачу, особливо у країні, що розвивається, ще навіть до початку турбулентності світової економіки у 2020 р. внаслідок епідемії COVID-19. Після 2022 р. перспективи завершення початих проєктів не виглядали надто оптимістично, не кажучи вже про можливість розробки нових.

З урахуванням вектору спрямування фінансування міжнародних фінансових організацій протягом останніх двох років в Україні, що були раніше розглянуті у роботі, логічним висновком є розглядання майбутніх інвестиційних проєктів, що є довгостроковими за своєю природою. Більш того, основним фокусом таких проєктів мають бути капітальні витрати, у силу поточних фізичних умов на території України. Такі умови передбачають можливе пошкодження активів, що стосуються певного проєкту, оскільки військові дії продовжуються. Відповідно, проєкти оцінюються із вищим рівнем ризику.

Як впливає з проведеного аналізу літературної бази та поточних тенденцій у сфері інвестиційного співробітництва України та міжнародних фінансових організацій, одним із найбільших ризиків успішного виконання проєктів та

забезпечення можливості подальшої співпраці є високий рівень корупції в Україні. Присутність цієї проблеми виділялася майже протягом усієї історії співробітництва різноманітних МФО з Україною, у той час як подолання корупції неодноразово називали пріоритетним напрямом спрямування зусиль, особливо з української сторони. Незважаючи на постійний прогрес України у контексті сприйняття корупції всередині країни, особливо протягом останніх двох років, необхідно продовжувати роботу у цій сфері, оскільки попереду все ще довга дорога до викорінення цього явища, що має негативний вплив на стан співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями.

Наступна пропозиція стосується методології, що використовується при розробці та безпосередньо імплементації проєктів, і матиме позитивний вплив у повоєнний період виконання інвестиційних проєктів в Україні, хоча при застосуванні у сучасних умовах теоретично є можливість отримати корисний результат. Отже, рекомендація стосується розробки та імплементації проєктів, що мають назву «sustainable» в англomовному середовищі (дослівний переклад – стійкий, проте таке значення не передає сутність, що вкладається у термін, тому застосовано відповідник «екологічний»). Мається на увазі як підготовка проєктів з урахуванням мінімізації рівня викидів від певних підприємств чи об'єктів, так і ініціативи щодо «зеленої» розбудови енергетичної інфраструктури – поступовий перехід від використання викопного палива (вугілля, газ тощо) до відновлюваних або альтернативних джерел виробництва електроенергії.

Імплементація подібних проєктів стане фундаментом для залучення подальшого фінансування навіть із середини країни, не лише від міжнародних партнерів. Це, у свою чергу, матиме позитивний вплив на інвестиційну привабливість України, зокрема зі сторони європейських інвесторів та кредиторів, також пришвидшуючи процес прийняття до Європейського Союзу. Важливість імплементації подібної стратегії під час виконання спільних інвестиційних проєктів з міжнародними фінансовими організаціями крізь призму українсько-європейських відносин полягає у актуальності теми екологічності та соціальної відповідальності серед компаній європейських країн. Відповідно, ця тема не тільки

«на слуху», але й активно впливає на методи ведення діяльності багатьох підприємств. У випадку перейняття такого досвіду українськими бізнесами теоретично країна має отримати притік інвестицій та кредитування, оскільки знизиться рівень екологічного ризику та покращиться сприйняття українського бізнес-середовища іноземними фізичними та юридичними особами.

Вищезазначене може бути узагальнене у наступний перелік умов, що мають бути виконані з метою залучення капіталу та максимізації віддачі від таких інвестицій:

- Створення справедливого та передбачуваного регуляторного середовища, узгодженого із міжнародними стандартами, зокрема стандартами Європейського Союзу, з метою сприяння притоку іноземних інвестицій.

- Прийняття антикорупційних заходів з метою послаблення впливу зацікавлених осіб та розвитку конкурентних ринків, де підприємництво може вільно розвиватися.

- Створення прозорої та надійної судової системи, що спроможна послідовно забезпечувати дотримання регуляцій та контрактів.

- Підготовка майбутніх проєктів з урахуванням мінімізації рівня викидів від певних підприємств чи об'єктів. Альтернативно, впровадження ініціативи щодо «зеленої» розбудови енергетичної інфраструктури.

Як правильно зазначають деякі джерела, усі реформи та заходи здійснюються не для Європейського Союзу, але для українського народу, відповідно процес та успішність їх виконання є в інтересах України. Як також відомо, проведення демократичних реформ та подальше економічне зростання мають прямий взаємозв'язок. Відповідно, коли країна розпочинає кампанію важких, проте необхідних заходів, наприклад боротьба із корупцією, зміцнення верховенства права, створення умов для конкурентних умов в економіці, вона стає магнітом для іноземних інвестицій [64], що підтверджує запропоновані раніше у Розділі 3 шляхи реалізації подальшої співпраці України та міжнародних фінансових організацій.

Не гарантується простота подібного шляху, проте його ефективність є доведеною. Країни, що змогли знизити рівень корупції в інституційних рамках

Європейського Союзу також досягли паралельного зростання рівня національного доходу. Держави, що найкраще впоралися із цією задачею, це ті країни, лідери яких вбачають громадськість як партнера, де уряди та громадяни об'єднали зусилля з метою виконання тих чи інших реформ.

Особливим прикладом такого явища є Польща – країна, що має схожі розміри, населення, та економічні складнощі у період після Холодної війни. Основними факторами, що зумовили економічний успіх країни, є грамотна комбінація постійного керівництва, продумана економічна політика, швидка побудова інституцій, реструктуризація зовнішнього боргу, інвестиції у людський капітал та розвиток активного приватного сектору з одночасною можливістю уникнення захоплення його олігархами чи корумпованими інтересами. Було здійснено перехід від авторитаризму до демократичного принципу державності, де громадяни сплачують податки з метою захисту та вибору уряду, що відстоює їх інтереси та працює для загального блага. Було реструктуризовано неефективні, неконкурентні та монополістичні індустрії.

Завдяки втриманні уваги на побудові інституцій, що захищають верховенство права, забезпечують право власності, інтегрують Польщу у світову економіку та забезпечують демократичну підзвітність, у країні вже протягом 30 років спостерігається стабільне зростання з одночасним створенням добробуту для населення [64].

Наразі Україна має можливість на повторення схожої історії. Станом на квітень 2024 р. країна вже досягла віх ряду реформ, зокрема щодо посилення верховенства права (про яке неодноразово згадувалося раніше), щодо реформування судової системи, посилення конкуренції та боротьби із корупцією, зокрема шляхом відновлення вимог щодо декларування майна та посилення антикорупційних інституцій. Збереження поточних темпів та продовження роботи забезпечить як відновлення економічного потенціалу, так і неформальне завірення міжнародних кредиторів про бажання та, що найголовніше, можливість розробляти нові проєкти, засвоювати надані кошти та трансформувати їх у результат у вигляді зростання обсягів експорту та рівня національного продукту країни.

У даному контексті важливо зазначити ще один фактор, що потенційно матиме вплив на темпи співробітництва України та міжнародних фінансових організацій у найближчі декілька років. Кредитні портфелі багатьох організацій для України складали значні обсяги ще до початку повномасштабного військового вторгнення росії у 2022 р. Протягом останніх двох років, як було зазначено у Розділі 2, рядом МФО було продовжено фінансування різноманітних проєктів на території України, кошти на багато із яких надавалися на кредитній основі, а не лише на грантовій (безоплатній). Відповідно, фінансові зобов'язання України перед іноземними кредиторами лише збільшують свій обсяг. З огляду на це, як протягом часу ведення військових дій, так і у повоєнний період для України важливою є можливість реструктуризації наявного боргу, що забезпечить притік інвестицій з метою відбудови інфраструктури, відновлення людського капіталу та виробничих можливостей країни.

Правильне виконання вищезазначених заходів щодо мінімізації наявних ризиків при імплементації інвестиційних проєктів в Україні принесе результат, позитивні наслідки якого із часом матимуть все більший ефект. Такі фактори, як премія за ризик (при інвестуванні чи кредитуванні українських компаній) та вартість боргових зобов'язань знижуватиметься; як наслідок, відбуватиметься покращення макроекономічної стабільності, притік інвестицій збільшиться у сенсі більш постійного та передбачуваного, як у формі прямих іноземних інвестицій, так і у вигляді збільшення кількості та обсягів наданого фінансування від міжнародних фінансових організацій. Зі свого боку, це дозволить Україні залучати все більше доступного фінансування, що означатиме прямий шлях до стійкого економічного зростання, розширення ринку праці, посилення експортного потенціалу та збільшення рівня заробітної плати населення і продуктивності.

Проте, без достатньої уваги до переліку невизначеностей та ризиків вищезазначені результати не є гарантованими. Навіть за найбільш сприятливих зовнішніх та внутрішніх умов позитивного результату не може бути досягнуто у короткий строк. Необхідний постійний підхід щодо спостереження, аналізу, та визначення шляхів подолання як наявних, так і потенційних проблем та ризиків.

ВИСНОВКИ

На основі проведеного аналізу у процесі виконання роботи було проведено дослідження різноманітних аспектів, що мають як позитивний, так і негативний вплив на стан співробітництва міжнародних фінансових організацій з Україною, зокрема у сфері фінансування інвестиційних проєктів у різних секторах економіки. Проведене дослідження дає змогу підвести певні підсумки, що потенційно можуть мати корисність при підготовці та безпосередньому проведенні майбутньої співпраці.

Грунтуючись на результатах вивчення наявної літературної бази як вітчизняних, так й іноземних авторів, було виокремлено ряд міжнародних організацій, що є ключовими партнерами України у сфері інвестиційних проєктів. Серед найбільших партнерів виділяють організації Групи Світового банку, Європейський банк реконструкції та розвитку, та Європейський інвестиційний банк. Основними цільовими спрямуваннями фінансування від цих організацій є переобладнання або модернізація технічної складової компаній різних сфер діяльності чи регіону країни, надання можливості фінансування оборотних засобів, розвиток підприємництва, надання фінансування малим та середнім компаніям тощо. Ключовими сферами фінансування є державний та фінансовий сектори, сільське господарство, енергетичний сектор, інфраструктура та соціальний захист.

Поряд із цим, автори виокремлювали ряд ризиків, як макроекономічних, так і всередині держави, з якими пов'язане це співробітництво та які мають прямий вплив на темпи імплементації певних проєктів. На основі цього, і як результат наявних досліджень, було визначено ряд певних напрямів у контексті інвестиційної співпраці з МФО, що потребують уваги, особливо у період після початку повномасштабного вторгнення росії на територію України у 2022 р. Окремо розглянуто ризики щодо фінансової спроможності України обслуговувати наявний борг та вплив на цю здатність додаткових зобов'язань за Планом з повоєнного відновлення та розвитку України.

Враховуючи поточний стан розвитку економіки України під час війни у 2024 р., очевидним ключовим ризиком є перманентна загроза нанесення шкоди наявній інфраструктурі та виробничим потужностям підприємств. На основі цього, виокремлено поточні ключові напрями співробітництва з міжнародними організаціями, серед яких підтримка управління макрофінансовим станом країни та функціонування уряду, забезпечення захисту населення під час соціально-економічної кризи, відновлення функціонування критичної інфраструктури (та фінансування цього процесу), а також збереження продуктивності економічного потенціалу України. Відповідно, поточний фокус спільної роботи України та міжнародних організацій спрямований на узагальнений перелік заходів, а саме на торгове фінансування, забезпечення енергетичної та продовольчої безпеки, відновлення критичної інфраструктури та фінансування приватного сектору.

У результаті аналізу проєктів, що наразі виконуються спільно з міжнародними фінансовими організаціями в Україні, було визначено, що подальший розвиток інвестиційної діяльності міжнародних організацій розглядається з урахуванням більшого переліку ризиків. Важливо зазначити, що цільове спрямування наданого фінансування постійно відслідковується з огляду на поточні потреби певного позичальника (підприємства тощо), оскільки наразі середовище, у якому функціонують компанії в Україні, змінюється набагато швидшими темпами, ніж декілька років тому. Як було зазначено раніше у роботі, оптимістичним фактором є риторика представників таких організацій, як Група Світового банку, ЄБРР та ЄІБ, а саме про готовність підтримувати Україну протягом війни та, що більш важливо, готовність до збільшення обсягів фінансування у різні сектори одразу по припиненні війни з метою сприяння швидшому економічному відновленню країни.

На основі проведеного аналізу літературної бази, вивчення поточного стану та особливостей ризиків при імплементації інвестиційних проєктів в Україні міжнародними фінансовими організаціями, моделювання взаємозалежності певного ряду факторів та темпів співпраці України та МФО, було визначено основні напрями щодо покращення процесу та результатів виконання

інвестиційних проєктів в Україні, зокрема за рахунок мінімізації рівня ризиків під час цього. Серед таких, зокрема, виокремлено наступні:

- Постійне відстеження процесу фінансування проєктів, зокрема найбільших потреб та необхідностей, з метою швидкого реагування на зміни в економічному середовищі країни.
- Створення справедливого та передбачуваного регуляторного середовища з метою сприяння притоку іноземних інвестицій.
- Виконання ряду антикорупційних заходів.
- Створення прозорої та надійної судової системи.
- Підготовка майбутніх проєктів з урахуванням мінімізації рівня викидів від певних підприємств чи об'єктів. Альтернативно, впровадження ініціативи щодо «зеленої» розбудови енергетичної інфраструктури.
- Захист вільних медіаресурсів, що стане індикатором наявності корупції та випадків зловживання службовим становищем у країні.
- Побудова та забезпечення справжнього функціонування інституцій, що захищають верховенство права та забезпечують дотримання права власності.
- Реструктуризація зовнішнього боргу, зокрема у рамках фінансування наданого міжнародними фінансовими організаціями.

Виконання вищезазначених заходів є найкращим способом досягти економічного зростання та добробуту населення як у мирний період, так і під час війни, коли економіка потерпає набагато більшими темпами, і кожна можливість для покращення ситуації є вагомим. Навіть за найбільш сприятливих макро- та мікрофакторів значного результату не може бути досягнуто протягом відносно короткого терміну. Необхідне застосування підходу щодо постійного спостереження, аналізу, та визначення шляхів подолання як наявних, так і потенційних проблем та ризиків.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Савостьяненко М.В. ІНВЕСТИЦІЙНІ ПРОЄКТИ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ОРГАНІЗАЦІЙ В УКРАЇНІ. Наукові праці НДФІ, 2008. URL: http://irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE
2. Кафтанова Н.М. КРЕДИТУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ В УКРАЇНІ. *Електронний журнал «Ефективна економіка»*. 2016. № 3. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4853>
3. Долінський Л. Б. Фінансовий ризик-менеджмент : навчально-методичний посібник. *Національний університет "Києво-Могилянська академія"*. 2022. URL: <https://ekmair.ukma.edu.ua/items/612e6eca-ea2d-4f46-adbf-72aaabdaf988>
4. Ринейська Л. С. СПІВРОБІТНИЦТВО УКРАЇНИ З МІЖНАРОДНИМИ ФІНАНСОВИМИ ОРГАНІЗАЦІЯМИ В УМОВАХ ІНТЕГРАЦІЇ У СВІТОВИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ ПРОСТІР. *Електронний журнал «Ефективна економіка»*. 2017. № 5. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5595>
5. Кваша О. С. ТЕНДЕНЦІЇ СПІВРОБІТНИЦТВА УКРАЇНИ З МІЖНАРОДНИМИ ФІНАНСОВО-КРЕДИТНИМИ ОРГАНІЗАЦІЯМИ: СУЧАСНИЙ СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗШИРЕННЯ. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. 2016. URL: http://www.visnyk-econom.uzhnu.uz.ua/archive/7_1_2016ua/42.pdf
6. Палка І.М. ФІНАНСУВАННЯ МІЖНАРОДНИМИ ІНСТИТУЦІЯМИ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЄКТІВ В УКРАЇНІ. *Інноваційна економіка*, 2015. URL: http://irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE
7. Офіційний веб-сайт Групи Світового банку. URL: <https://www.worldbank.org/en/who-we-are/ibrd>

8. Офіційний веб-сайт Групи Світового банку, перелік проєктів. URL: https://projects.worldbank.org/en/projects-operations/projects-list?countrycode_exact=UA&os=0

9. Вікторія Колосова. Аналіз реалізації інвестиційних проєктів міжнародних фінансових інституцій в Україні виявив проблеми їх впровадження: думка експертки НІСД. Національний інститут стратегічних досліджень, 2019. URL: <https://niss.gov.ua/news/statti/analiz-realizacii-investiciynikh-proektiv-mizhnarodnikh-finansovikh-instituci-y-v>

10. Офіційний веб-сайт Європейського банку реконструкції та розвитку. URL: <https://www.ebrd.com/sites/Satellite?c=Content&cid=1395257125594&pagename=EBRD%2FContent%2FContentLayout&rendermode=live%3Fsrch-pg>

11. OLEKSII KULAKOV, IRINA BABIY, ANATOLII HAVRYLIAK, MYKHAILO BILOKON, OLENA DIKAN, TETYANA MIROSHICHENKO. International Investment Activity in the Context of the Foreign Relations of Ukraine with Countries of the European Union. Studies of applied economics, 2021. URL: <https://ojs.ual.es › ojs › eea › article › view>

12. Бендик М.М., Рошко С.М. СТРАТЕГІЇ ТА ОСОБЛИВОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ОРГАНІЗАЦІЙ В УКРАЇНІ. Міжнародні економічні відносини та світове господарство, 2020. URL: http://www.visnyk-econom.uzhnu.uz.ua/archive/33_1_2020ua/5.pdf

13. Офіційний веб-сайт Багатостороннього агентства з гарантування інвестицій. URL: <https://www.miga.org>

14. Офіційний веб-сайт Allianz Trade. URL: <https://www.eulerhermes.com/CA/euler-hermes-groupe/nos-activites.html>

15. Igor Krasovskiy. Project Finance — Risks and Strategy For Ukraine. Gide Loyrette Nouel. URL: https://www.gide.com/sites/default/files/ukrainianlawfirms_directory_may2014.pdf

16. Ukraine estimates cost of reconstruction at \$750 billion. EURACTIV, 2022.

URL: <https://www.euractiv.com/section/europe-s-east/news/ukraine-estimates-cost-of-reconstruction-at-750-billion/>

17. Офіційний веб-сайт Національного агентства з питань запобігання корупції. URL: <https://nazk.gov.ua/uk/>

18. Офіційний веб-сайт Національного антикорупційного бюро України. URL: <https://nabu.gov.ua>

19. Верховна Рада України. Про затвердження Положення про Спеціалізовану антикорупційну прокуратуру Офісу Генерального прокурора, 2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0125905-20#Text>

20. Офіційний веб-сайт Вищого антикорупційного суду України. URL: https://hcac.court.gov.ua/hcac/info_sud/competence/

21. Офіційний веб-сайт Агентства з розшуку та менеджменту активів. URL: <https://arma.gov.ua>

22. Transparency International Ukraine. ІНДЕКС СПРИЙНЯТТЯ КОРУПЦІЇ—2023. URL: <https://cpi.ti-ukraine.org>

23. Drago Kos. War and Corruption in Ukraine. The European criminal law associations' forum, 2022. URL: <https://eucrim.eu/articles/war-and-corruption-in-ukraine/>

24. Zelensky signs law on deoligarchization. The Kyiv Post, 2021. URL: <https://archive.kyivpost.com/ukraine-politics/zelensky-signs-law-on-deoligarchization.html>

25. Nick Fenton, Andrew Lohsen. Corruption and Private Sector Investment in Ukraine's Reconstruction. Center for Strategic & International Studies, 2022. URL: <https://www.csis.org/analysis/corruption-and-private-sector-investment-ukraines-reconstruction>

26. Офіційний веб-сайт Групи Світового банку. URL: https://projects.worldbank.org/en/projects-operations/projects-summary?lang=en&countrycode_exact=UA

27. INTERNATIONAL BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT, INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION,

MULTILATERAL INVESTMENT GUARANTEE AGENCY. COUNTRY PARTNERSHIP FRAMEWORK FOR UKRAINE FOR THE PERIOD FY17-FY21. The World Bank Group, 2017. URL:

<https://documents1.worldbank.org/curated/en/847421498183265026/pdf/Ukraine-Country-Partnership-Framework-FY2017-21-05262017.pdf>

28. World Bank Financing Support Mobilization to Ukraine since February 24, 2022. The World Bank Group, 2023. URL:

<https://www.worldbank.org/en/country/ukraine/brief/world-bank-emergency-financing-package-for-ukraine>

29. Група Світового банку. Мобілізована Світовим банком фінансова підтримка для України з 24 лютого 2022 року. 2024. URL:

<https://www.worldbank.org/uk/country/ukraine/brief/world-bank-emergency-financing-package-for-ukraine>

30. Група Світового банку. Світовий банк і Україна: Закладання фундаменту для відновлення в умовах війни. 2023. URL:

<https://www.worldbank.org/uk/results/2023/11/30/the-world-bank-and-ukraine-laying-the-groundwork-for-reconstruction-in-the-midst-of-war>

31. Relief, Recovery and Resilient Reconstruction. Supporting Ukraine's Immediate and Medium-Term Economic Needs. The World Bank Group, 2022. URL:

<https://documents1.worldbank.org/curated/en/099608405122216371/pdf/IDU08c704e400de7a048930b8330494a329ab3ca.pdf>

32. Група Світового банку. Державні витрати на підтримку адміністративної спроможності (PEACE) в Україні. URL:

<https://projects.worldbank.org/en/projects-operations/project-detail/P178946>

33. Група Світового банку. Грант у розмірі 200 мільйонів доларів США, підтриманий Світовим банком, допоможе відновити енергетичну інфраструктуру України. 2023. URL:

<https://www.worldbank.org/uk/news/press-release/2023/04/12/200-million-grant-supported-by-the-world-bank-will-help-repair-energy-infrastructure-in-ukraine>

34. Офіційний веб-сайт Європейського банку реконструкції та розвитку.

URL: <https://www.ebrd.com/work-with-us/project-finance/project-summary-documents.html?1=1&filterCountry=Ukraine>

35. Стратегія ЄБРР в Україні. Офіційний веб-сайт Європейського банку реконструкції та розвитку. URL: [The EBRD's latest Ukraine strategy](#)

36. Роль ЄБРР в Україні (станом на січень 2023). Офіційний веб-сайт Європейського банку реконструкції та розвитку. URL: [The EBRD's role in Ukraine \(as of January 2023\)](#)

37. Porter R. ЄБРР оголошує «пакет стійкості» €2 млрд у відповідь на війну проти України. *Офіційний веб-сайт Європейського банку реконструкції та розвитку*. 2022. URL: <https://www.ebrd.com/ebrd-2-billion-resilience-package-in-response-to-the-war-on-ukraine.html>

38. Прасад А. ЄБРР інвестує до €3 млрд в Україну у 2022–2023 роках. *Журнал Forbes Ukraine*. 2022. URL: <https://forbes.ua/news/ebrd-investue-do-3-mlrd-v-ukrainu-u-2022-2023-rokakh-21102022-9222>

39. Bennett V. EBRD expects Ukraine's economy to contract by nearly a third in 2022. *Офіційний веб-сайт Європейського банку реконструкції та розвитку*. 2022. URL: <https://www.ebrd.com/news/2022/ebrd-expects-ukraines-economy-to-contract-by-nearly-a-third-in-2022-.html>

40. Прасад А. ЄБРР збільшив капітал на €4 млрд для продовження підтримки України. *Журнал Forbes Ukraine*. 2023. URL: <https://forbes.ua/news/ebrd-zbilshiv-kapital-na-4-mlrd-dlya-prodovzhennya-pidtrimki-ukraini-19122023-17976>

41. Офіційний веб-сайт Європейського інвестиційного банку. URL: <https://www.eib.org/en/projects/regions/eastern-neighbours/ukraine/index.htm>

42. Офіційний веб-сайт Європейського інвестиційного банку. EIB Board approves €668 million immediate financial support to Ukraine. 2022. URL: <https://www.eib.org/en/press/all/2022-115-eib-board-approves-eur-668-million-immediate-financial-support-to-ukraine.htm>

43. Офіційний веб-сайт Європейського інвестиційного банку. Donation for Ukraine. 2022. URL: <https://www.eib.org/en/press/news/donation-ukraine.htm>

44. Офіційний веб-сайт Європейського інвестиційного банку. EIB Board,

supported by the EU Commission, approves €1.59 billion of EU financial assistance for Ukraine. 2022. URL: <https://www.eib.org/en/press/all/2022-336-eib-board-supported-by-the-eu-commission-approves-eur1-59-billion-of-eu-financial-assistance-for-ukraine.htm>

45. Офіційний веб-сайт Європейського інвестиційного банку. EIB Group starts disbursements from €1.59 billion EIB Ukraine Solidarity Urgent Response package. 2022. URL: <https://www.eib.org/en/press/all/2022-363-eib-group-starts-disbursements-from-eur1-59-billion-eib-ukraine-solidarity-urgent-response-package.htm>

46. Офіційний веб-сайт Європейського інвестиційного банку. Another €550 million from the EIB Group supported by an EU guarantee reaches Ukraine for immediate assistance. 2022. URL: <https://www.eib.org/en/press/all/2022-400-another-eur550-million-from-the-eib-group-supported-by-an-eu-guarantee-reaches-ukraine-for-immediate-assistance.htm>

47. Офіційний веб-сайт Європейського інвестиційного банку Ukraine: EIB Group donates €800 000 to the Olena Zelenska Foundation. 2023. URL: <https://www.eib.org/en/press/all/2023-082-eib-group-donates-800000-euros-to-the-olena-zelenska-foundation-in-ukraine.htm>

48. Офіційний веб-сайт Європейського інвестиційного банку. EIB approves “EU for Ukraine” Initiative to finance Ukraine recovery and reconstruction, and backs transport, energy and business investment around the world. 2023. URL: <https://www.eib.org/en/press/all/2023-157-eib-approves-eu-for-ukraine-initiative-to-finance-ukraine-recovery-and-reconstruction-and-backs-transport-energy-and-business-investment-around-the-world.htm>

49. Офіційний веб-сайт Європейського інвестиційного банку. Italy provides €100 million to support the EIB EU for Ukraine Initiative. 2023. URL: <https://www.eib.org/en/press/news/italy-provides-eur100-million-to-support-the-eib-eu-for-ukraine-initiative.htm>

50. Офіційний веб-сайт Європейського інвестиційного банку. EIB’s EU for Ukraine Fund finances its first project. 2023. URL: <https://www.eib.org/en/press/all/2023-493-eib-s-eu-for-ukraine-fund-finances-its-first->

[project.htm](#)

51. Офіційний веб-сайт Європейського інвестиційного банку. Estonia provides guarantee of €10 million for EIB's EU for Ukraine Fund. URL: <https://www.eib.org/en/press/all/2024-134-estonia-provides-guarantee-of-eur10-million-for-eib-s-eu-for-ukraine-fund.htm>

52. Про Національну раду з відновлення України від наслідків війни. Урядовий портал органів виконавчої влади України. URL: <https://www.kmu.gov.ua/diyalnist/nacionalna-rada-z-vidnovlennya-ukrayini-vid-naslidkiv-vijni/pro-nacionalnu-radu-z-vidnovlennya-ukrayini-vid-naslidkiv-vijni>

53. Supporting Ukraine: A Study on Potential Recovery Strategies for Ukraine. European Investment Bank, Boston Consulting Group, 2023. URL: <https://media-publications.bcg.com/Supporting-Ukraine-Potential-Recovery-Strategies-Feb-2023.pdf>

54. Портал «Мінфін» - джерело інформації про фінанси та інвестиції. Державний борг України. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/>

55. Державна служба статистики України. Зміна обсягу валового внутрішнього продукту. URL: <https://www.ukrstat.gov.ua>

56. Група Світового банку. Ukraine - Third Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA3) February 2022 - December 2023. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/099021324115085807/P1801741bea12c012189ca16d95d8c2556a>

57. Група Світового банку. The Multi-Donor Resources for Institutions and Infrastructure (MRII) for Ukraine Facility. 2024. URL: <https://www.worldbank.org/en/country/ukraine/brief/mrii>

58. Шевчук С., Дзисюк Д. «Укренерго», ПриватБанк та дорога до Польщі. На що підуть €10 млрд, які ЄБРР підготував для України на найближчі п'ять років? Інтерв'ю з топменеджерами банку. *Журнал Forbes Ukraine*. 2024. URL: <https://forbes.ua/money/ukrenergo-privatbank-ta-doroga-do-polshchi-na-shcho-pidut-10-mlrd-yaki-ebrr-pidgotuvav-dlya-ukraini-na-nayblizhchi-pyat-rokiv-intervyu-z-topmenedzherami-banku-21032024-20018>

59. Прасад А. ЄБРР виділить €150 млн для підтримки «Укренерго» –

Шмигаль. *Журнал Forbes Ukraine*. 2023. URL: <https://forbes.ua/news/ebrr-vidilit-150-mln-dlya-pidtrimki-ukrenergo-shmigal-15122023-17939>

60. Прасад А. ЄБРР надає позику €200 млн «Укрзалізниці» для модернізації сполучення з ЄС. *Журнал Forbes Ukraine*. 2023. URL: <https://forbes.ua/news/ebrr-nadae-poziku-200-mln-ukrzaliznitsi-dlya-modernizatsii-spoluchennya-z-es-09062023-14113>

61. Офіційний веб-сайт Європейського банку реконструкції та розвитку. Ukraine data. URL: <https://www.ebrd.com/where-we-are/ukraine/data.html>

62. Карапетян Д. Ukraine Recovery Conference 2024: у Берліні відбувся підготовчий захід до червневої конференції. *Pragmatika — Ukraine*. 2024. URL: <https://pragmatika.media/ukraine-recovery-conference-2024-u-berlini-vidbuvsia-pidhotovchyj-zakhid-do-cherвнеvoi-konferentsii/>

63. Міністерство фінансів України. Ukraine and the EIB signed a Memorandum of Understanding: The parties set priorities for cooperation for the next 10 years. 2024. URL: <https://www.kmu.gov.ua/en/news/ukraina-ta-ieib-pidpysaly-memorandum-pro-vzaiemorozuminnia-storony-vyznachyly-priorytety-spivpratsi-na-nastupni-10-rokiv>

64. U.S. Embassy in Ukraine. Why We Can Still Imagine a Positive Vision for Ukraine's Future. 2024. URL: <https://ua.usembassy.gov/a-positive-vision-of-ukraines-future/>