

УДК 336.61

**Корнеєва Ю. В.**

кандидат економічних наук, докторант, старший науковий співробітник відділу макроекономічного регулювання та міжнародних економічних відносин НДФІ ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, korneevaj@ukr.net

## **ПРАКТИКА ДОПУСКУ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕТОРІВ ДО УЧАСТІ В КАПІТАЛІ ДЕРЖАВНИХ КОМПАНІЙ**

*Досліджено проблематику допуску іноземних інвесторів до участі в капіталі державних компаній. Окреслено основні напрями регулювання іноземних інвестицій у процесі приватизації в розвинутих країнах. Проаналізовано передовий світовий досвід використання інструментів системи державного регулювання участі зарубіжних інвесторів у приватизації підприємств. Визначено особливості регулювання доступу іноземного капіталу в галузі, які становлять сферу стратегічних національних інтересів. Наголошено, що системні підходи до участі приватного капіталу в державних підприємствах у різних країнах мають істотні відмінності, встановлюються норми регулювання інвестиційної власності та обмежується мажоритарна іноземна власність принаймні в одній галузі. Стратегія залучення іноземних інвесторів до участі в капіталі державних підприємств має базуватися на принципах відстоювання національних інтересів держави, проте поєднувати в собі елементи захисту прав інвесторів для підвищення інвестиційної привабливості об'єктів вкладання коштів. Водночас зауважено, що не доцільно створювати спеціальні пільги та надавати певні преференції іноземним інвесторам, адже це порушуватиме умови конкуренції між іноземним та вітчизняним приватним капіталом. Зроблено акцент на важливості ролі приватних інвесторів у державних підприємствах, що дасть змогу поліпшити навички управління на рівні ради директорів та сприятиме підвищенню прозорості процесу прийняття рішень. Політика стосовно допуску іноземних інвесторів до участі в капіталі державних компаній має спиратися на європейські стандарти, проте з урахуванням особливостей національної економіки.*

**Ключові слова:** державна компанія, іноземний інвестор, прямі іноземні інвестиції, приватизація, акція.

Табл. 1. Літ. 35.

**Корнеєва Ю. В.**

кандидат экономических наук, докторант, старший научный сотрудник отдела макроэкономического регулирования и международных экономических отношений НИФИ ГУНУ "Академия финансового управления", Киев, Украина

## **ПРАКТИКА ДОПУСКА ИНОСТРАННЫХ ИНВЕТОРОВ К УЧАСТИЮ В КАПИТАЛЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ КОМПАНИЙ**

*Исследована проблематика допуска иностранных инвесторов к участию в капитале государственных компаний. Определены основные направления регулирования иностранных инвестиций в процессе приватизации в развитых странах. Проанализирован передовой мировой опыт использования инструментов системы государственного регулирования участия зарубежных инвесторов в приватизации предприятий. Определены особенности регулирования доступа иностранного капитала в отрасли, составляющие сферу стратегических национальных интересов. Отмечено, что системные подходы к участию частного капитала в государственных предприятиях в разных странах имеют существенные различия, устанавливаются нормы*

© Корнеєва Ю. В., 2017

регулювання інвестиційної власності і обмежується мажоритарною іноземною власністю, по крайній мірі в одній сфері. Стратегія залучення іноземних інвесторів до участі в капіталі державних підприємств повинна базуватися на принципах отстаивания національних інтересів держави, однак поєднати в собі елементи захисту прав інвесторів для підвищення інвестиційної привлекательності об'єктів вкладення коштів. В той же час підкреслено, що нецелесообразно створювати спеціальні пільги і надавати певні преференції іноземним інвесторам, адже це порушить умови конкуренції між іноземним і вітчизняним приватним капіталом. Зроблено акцент на важливості ролі приватних інвесторів в державних підприємствах, що дозволить покращити навички управління на рівні ради директорів і буде сприяти підвищенню прозорості процесу прийняття рішень. Політика в питанні допуску іноземних інвесторів до участі в капіталі державних компаній повинна спиратися на європейські стандарти, однак з урахуванням особливостей національної економіки.

Ключевые слова: государственная компания, иностранный инвестор, прямые иностранные инвестиции, приватизация, акция.

**Iuliia Kornieieva**

Ph. D. (Economics), SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, korneevaj@ukr.net

### **ADMISSION FOR CAPITAL PARTICIPATION OF FOREIGN INVESTORS IN SOE'S EQUITY**

*The article is devoted to studying the problems of access of foreign investors to participation in the capital of public companies. The main directions for regulation of foreign investments in the privatization process in developed countries are outlined. World best practice of using the public regulation tools for foreign investor participation in the privatization is analyzed. The features of access regulation for foreign capital in the areas of strategic national interest are identified. It is emphasized that a systematic approach to the participation of private capital in SOEs across countries is very different. Regulation rules for investment property are established. Limited majority foreign ownership in at least one area is set. It is emphasized that the strategy of attracting foreign investors to participation in the capital of the state enterprises should be based on principles of upholding national interests; but at the same time it should combine the elements of investor protection to increase the investment attractiveness of investment objects. At the same time, it is noted that creation of special incentives and providing certain privileges to foreign investors are not appropriate, because it could violate the competitive conditions between foreign and national capital.*

Key words: state-owned enterprise, foreign investor, foreign direct investment, privatization, share.

**JEL classification: F21, R42.**

При розробленні стратегії залучення фінансових ресурсів суб'єктами господарювання державного сектору на міжнародних ринках капіталів на перший план виходить питання поєднання двох основних цілей – залучення довгострокових інвестиційних ресурсів і захист національних інтересів. У країнах, особливо з перехідною економікою, та в країнах, що розвиваються, досить часто виникає ситуація, коли в державному секторі немає в достатньому обсязі інвестиційних ресурсів. Коли країна відчуває дефіцит власного капіталу, необхідно залучати вільну світову ліквідність. Проте слід сформулювати чітку стратегію, що не тільки враховує можливості й перспективи залучення інвесторів, а й спрямовується насамперед на захист національ-

них інтересів. Позитивні ефекти від припливу іноземних інвестицій важко переоцінити (імпорт сучасних технологій і менеджменту, прискорення структурної перебудови тощо), проте треба чітко регулювати умови вкладення іноземних інвесторів у стратегічні галузі, адже переговорна сила уряду на етапі входження іноземного інвестора на ринок зазвичай є сильнішою, ніж тоді, коли компанія вже працює протягом певного періоду. Тож на сьогодні існує потреба у формуванні ефективної державної системи регулювання допуску іноземного капіталу до участі в капіталі державних підприємств.

Вагомий внесок у вивчення особливостей прямого іноземного інвестування, у дослідження проблематики залучення іноземних інвестицій зробили такі відомі зарубіжні та вітчизняні вчені, як У. Шарп, Р. Коуз, П. Кругман, М. Обстфельд, А. Тейлор, П. Бакклі, Дж. Даннінг, В. М. Геєць, Т. І. Єфименко, А. С. Філіпенко, О. І. Рогач, Ю. В. Макогон, З. О. Луцишин, С. А. Циганов, Ю. І. Біленко [1–16] та ін. Однак, незважаючи на значну кількість досліджень, детальнішого аналізу потребує низка питань, пов'язаних з особливостями залучення іноземних інвесторів до участі в капіталі суб'єктів господарювання державного сектору.

Метою статті є аналіз світової практики допуску іноземних інвесторів до участі в капіталі державних компаній у контексті розроблення стратегії залучення інвестиційних ресурсів, яка би поєднувала дві довгострокові цілі, а саме залучення довгострокового капіталу та захисту національних інтересів.

Процеси формування капіталу компанії залежать від сприятливого інвестиційного клімату в країні, що дає змогу залучати іноземний капітал на вигідних умовах. Водночас метою довгострокової інвестиційної політики держави є поліпшення інвестиційного клімату в країні загалом, а не цілеспрямоване заохочення іноземних інвесторів до здійснення прямих інвестицій. У цьому контексті важливо створити ефективний механізм або систему прийняття рішень про допуск таких інвесторів до участі в капіталі суб'єктів господарювання державного сектору, до приватизації. Зауважимо, що не доцільно створювати окремі пільги та надавати певні преференції іноземним інвесторам, адже це порушуватиме умови конкуренції між зарубіжним і вітчизняним приватним капіталом. Головна мета довгострокової інвестиційної політики – створення сприятливого інвестиційного клімату, тобто умов, за яких інвесторам не потрібні будуть спеціальні стимули та заохочення.

Нині 80 % країн встановлюють норми регулювання інвестиційної власності й обмежують мажоритарну іноземну власність, принаймні в одній галузі. Водночас у сфері заходів, пов'язаних з регулюванням іноземної власності, спостерігається тенденція до лібералізації шляхом скасування обмежень, збільшення дозволеної частки іноземного акціонерного капіталу або запровадження спрощеного порядку надання дозволів та допуску іноземних інвесторів [17, с. xiii].

Згідно з даними експертів Світового банку, майже 90 % країн обмежують можливості іноземних компаній в інвестуванні у певні сектори економіки. Індекс власності іноземного капіталу (Foreign equity ownership index) відображає чинні секторальні обмеження для іноземних інвесторів щодо участі в капіталі підприємств, де 100 пунктів означає, що допускається повна інозем-

на власність. Найвідкритішими галузями для іноземних інвесторів залишаються будівництво, туризм і роздрібна торгівля з показником 98,1 пункт. Традиційно закритішими секторами є банківський сектор (91), енергетична галузь (87,6), транспорт (78,5), засоби масової інформації (68) [18, с. 8].

“Громадянство” інвесторів і власників іноземних філій стає дедалі розмитішим, що є безпосереднім наслідком непрямой іноземної участі у власності підприємства, транзиту інвестицій через треті країни й повернення вітчизняних інвестицій, котрі мають зовнішню форму іноземних. Адаже більш як 40 % зарубіжних філій у всьому світі є частиною складних схем володіння з безліччю міжнародних зв'язків за участю, в середньому, трьох юрисдикцій. За даними ЮНКТАД, близько 30 % іноземних філій належать іноземному власникові не безпосередньо, а через вітчизняну структуру; власність на більш ніж 10 % філій оформлена із залученням проміжних структур у третій країні; близько 1 % із них у кінцевому підсумку належать вітчизняному інвесторові. Це призводить до ситуації, коли близько третини справ про врегулювання суперечок між інвестором і державою порушуються структурами, котрі в кінцевому підсумку належать материнській компанії в третій країні (що не є учасником договору, відповідно до якого подано позов) [17, с. xii].

Інструментами системи державного регулювання участі іноземних інвесторів у приватизації підприємств державного сектору, засобами регулювання доступу іноземного капіталу в галузі, що становлять сферу стратегічних національних інтересів, є: *обмеження розміру корпоративних прав*; застосування *правила “золотої акції”*; доволі поширена практика встановлення заборони на присутність іноземного капіталу в стратегічно важливих галузях економіки, тобто так звані *секторальні заборони*. Система дозвільних процедур та різні методи спеціального контролю з боку держави дають змогу опосередковано впливати на процес прийняття рішень інвесторами [19, с. 66]. До основних напрямів регулювання іноземних інвестицій у процесі приватизації розвинутих країн належать: зменшення потужності впливу на управління об'єктом з боку приватного та іноземного капіталу; збереження відчутного впливу держави на управління об'єктом після приватизації; заборона на участь у приватизації іноземних інвесторів у визначених секторах та за країнами походження [19, с. 70].

Процес формування національних систем регулювання доступу іноземних інвесторів до участі в капіталі суб'єктів господарювання державного сектору в кожній країні мав специфічні риси. Системний підхід до участі приватного капіталу в державних підприємствах у країнах дуже різниться між собою. Навіть у ЄС одні країни йшли шляхом приватизації державних підприємств, а інші намагалися покращити механізми управління ними. У Великобританії до приватизації намагалися максимально залучити дрібних інвесторів. У Франції та Італії інвесторів не поділяли на національних та іноземних, увага приділялася обмеженню впливу приватного капіталу загалом. Надзвичайно ліберальний режим щодо допуску іноземних інвесторів до приватизації державних підприємств було запроваджено в 1990-х роках у країнах Східної Європи та Балтії. У Чехії з цією метою спеціально було дозволено іноземним юридичним особам створення приватизаційних інвестиційних фондів під гарантії держави [20, с. 8]. За приблизними підрахунками, від 2/3

до 3/4 іноземного капіталу залучено в Угорщину саме через приватизацію. У цій країні в 1997 р. під контроль іноземних інвесторів потрапили понад 60 % банків країни. Якщо в 1989 р. у сумарному капіталі підприємств із часткою іноземного капіталу, переважно транснаціонального, на зовнішній капітал припадало лише 24,1 %, то у 2000 р. вже 85 %. Зі 100 найбільших ТНК світу 76 прийшли в Угорщину (у 2000 р. їхні вкладення становили вже близько 75–80 % надходжень іноземних інвестицій) [21].

Країни Східної Європи й Центральної Азії встановили надзвичайно сприятливі режими щодо участі іноземного капіталу в активах компаній. Грузія і Чорногорія не мають обмежень для іноземців стосовно володіння компаніями. Згідно з даними Світового банку, кожна країна в регіоні дозволяє присутність компаній зі 100-відсотковим іноземним капіталом у банківській галузі, у секторі будівництва, охорони здоров'я, роздрібної торгівлі, туризму та управлінні відходами. Водночас засоби масової інформації та транспорт є більш обмеженим для участі іноземного капіталу. Порівняно з іншими країнами регіону Азербайджан, Білорусь, Казахстан і Україна наклали додаткові обмеження для іноземної присутності у ЗМІ. Водночас країни Центральної та Східної Європи мають менше обмежень на іноземну участь в капіталі, ніж у межах СНД.

Держави ОЕСР із високим рівнем доходу висувують порівняно мало таких обмежень, хоча іноземна власність у галузі транспорту контролюється жорсткіше. Зокрема, можливості участі для зарубіжних інвесторів у активах авіакомпаній обмежена 50 % акцій у всіх країнах із високим рівнем доходів. Греція та Іспанія застосовують додаткові часткові обмеження на іноземну участь у капіталі аеропортів. У Японії, Франції, Іспанії діють обмеження на участь іноземного капіталу в портах. І якщо в Чехії, Ірландії та Словацькій Республіці обмежена присутність іноземного капіталу в транспортній галузі, то в Греції й Іспанії обмеження поширюються також на інші сектори, зокрема електроенергію та ЗМІ [18, с. 14].

Країни Латинської Америки й Карибського басейну також накладають обмеження на присутність іноземного капіталу в певних секторах економіки. Хоча, варто зазначити, Чилі, Гватемала і Перу є одними з найвідкритіших економік у світі та не передбачають майже жодних обмежень на іноземну власність у будь-яких галузях. У всіх країнах регіону немає перешкод для іноземного капіталу у сфері будівництва, легкої промисловості, роздрібної торгівлі та туризму. Сфери банківської справи, страхування і телекомунікацій також є відкритішими, ніж у більшості регіонів світу, проте ряд країн, у тому числі Болівія, Гаїті та Мексика, запровадили певні бар'єри для іноземних інвесторів у цих секторах. Водночас сектор електроенергетики має більше обмежень для участі іноземного капіталу порівняно із середніми показниками у світі: так, у Болівії, Коста-Риці та Мексиці його участь обмежена 50 % акцій [18, с. 15].

Для країн Південної Азії характерні значні обмеження на іноземну власність у сировинному секторі. В Індії лісівництво закрито для зарубіжних інвесторів. Участь іноземного капіталу у сфері страхування обмежена 26 % в Індії і 51 % в Пакистані [18, с. 16].

У таблиці наведено консолідовані дані для різних країн щодо історичного розвитку системи регулювання допуску іноземних інвесторів до участі в

Т а б л и ц я

**Практика допуску іноземних інвесторів до участі в капіталі державних компаній**

Країна	Особливості допуску іноземних інвесторів до участі в капіталі державних компаній
Чехія	<p>Перебачено розроблення приватизаційного плану для кожного підприємства, де зазначено максимально допустиму частку іноземного капіталу.</p> <p>У 1990-х роках запроваджено надзвичайно ліберальний режим щодо допуску іноземних інвесторів до приватизації державних підприємств. Дозволено створювати іноземним юридичним особам приватизаційні інвестиційні фонди під гарантії держави.</p> <p>Після вступу до ЄС у 2004 р. гарантувалися забезпечення вільного доступу без обмежень для іноземних інвесторів, відмова від протекціонізму стосовно національного капіталу</p>
Угорщина	<p>У 1988 р. прийнято надзвичайно сприятливе законодавство для іноземних інвесторів (The 1988 Law on Investment by Foreigners), яким дозволено володіти 100 % підприємства, не було жодних обмежень на репатріацію капіталу.</p> <p>У 1992 р. створено Угорський холдинг державних компаній (State Holding Company, AV Rt., 1992–1995 pp.), який мав займатися управлінням та здійснювати контроль за діяльністю 162 великих державних стратегічних активів. Це гарантувало державі монополістичне становище в таких галузях, як транспорт, зв'язок, фінансовий сектор, енергетика, хімічна й нафтохімічна промисловість, сектор житлово-комунального господарства. Згодом таку практику визнано неефективною.</p> <p>Акцент у приватизаційній політиці робився на продажі державних активів, по можливості іноземному стратегічному інвесторові. Згідно із Законом "Про реалізацію підприємницького майна, що перебуває в державній власності" передбачалось обов'язкове залучення міжнародного капіталу з особливим наголосом на стратегічних (професійних) інвесторах</p>
Польща	<p>Держава має у своєму портфелі не більш як 25 % акцій державних підприємств.</p> <p>Вона залишається мажоритарним власником тільки стратегічних підприємств.</p> <p>Приватизацією державних підприємств опікувалися 15 національних інвестиційних фондів, участь іноземного капіталу не заборонялася.</p> <p>Шість фондів мали одного основного іноземного власника, тоді як у п'яти фондах основна частка формувалася за рахунок декількох іноземних власників.</p> <p>Участь іноземних інвесторів у публічних торгах була активною, обмежень для іноземних інвесторів не запроваджували.</p> <p>Не встановлено жорстких правил щодо володіння акціями державних компаній для приватних інвесторів, незалежно від країни походження капіталу</p>
Сербія	<p>Приватизація проводилася без допуску іноземних інвесторів у 1990-х роках.</p> <p>Після вступу до ЄС гарантувалося забезпечення вільного доступу без обмежень для іноземних інвесторів, відмова від протекціонізму стосовно національного капіталу</p>

Продовження таблиці

Країна	Особливості допуску іноземних інвесторів до участі в капіталі державних компаній
Норвегія	Держава зберігала контрольний пакет акцій у більшості приватизованих державних підприємств або принаймні більше ніж 1/3 акцій, щоб мати можливість блокувати несприятливі для національних інтересів рішення або рішення, пов'язані з національною безпекою. На практиці механізм "золотої акції" не використовувався
Німеччина	Механізм захисту компаній з невеликою державною часткою у капіталі – Закон Volkswagen (Volkswagen Law), прийнятий у 1960 р., обмежив право голосу індивідуальних акціонерів у Volkswagen до максимуму 20 %, незважаючи на фактичну кількість акцій, котрі перебувають у власності. Іноземному інвестору необхідно було отримати дозвіл від уряду у випадку придбання пакета акцій понад 25 % компанії, якщо вона працює в галузі, що належить до стратегічних національних інтересів. У рамках ЄС гарантувалися забезпечення вільного доступу без обмежень для іноземних інвесторів, відмова від протекціонізму стосовно національного капіталу
Франція	Жорсткі заходи щодо зменшення сили приватного капіталу в стратегічних галузях. Обмежений пакет акцій (від 10 до 30 %) продавався лише стратегічним інвесторам, котрими зазвичай виступали компанії, де держава володіла певною часткою. У кожній компанії за допомогою тендеру обирали групу стабільних акціонерів (GSS – group of stable shareholders). Інвестори, які бажали увійти до GSS, мали пройти процедуру затвердження в Комісії з приватизації, що формувала переліки стабільних акціонерів. Куплені за номіналом акції інвестори з GSS (здебільшого члени GSS володіли від 0,5 до 5 % акцій кожний) не мали права продавати протягом 18–36 місяців. Після визначеного терміну цінні папери можна було реалізовувати, проте тільки офіційно затвердженим покупцям. Участь іноземців у GSS не обмежувалася, інвесторів не поділяли на національних та іноземних, увага приділялася обмеженню приватного капіталу загалом. Додаткові обмеження для іноземних інвесторів щодо участі в групі стабільних інвесторів не застосовували. Використовувалося правило "золотої акції". Регулювання доступу для іноземного капіталу з країн – не членів ЄС забезпечувалося Законом від 19.06.1993 № 923, де визначалася межа у 20 % на придбання акцій такими інвесторами, причому частка корпоративних прав могла бути знижена до 5 % із міркувань національної безпеки.
Великобританія	Іноземні інвестори активно залучені до торгів, розмір пакета в кожному випадку визначався окремо Активно використовувалося правило "золотої акції". Спеціальні стимули для залучення стратегічних інвесторів не застосовувалися. Обмеження на розмір пакета акцій для іноземних інвесторів коливалися у межах від 6 до 33 %

Продовження таблиці

Країна	Особливості допуску іноземних інвесторів до участі в капіталі державних компаній
Італія	Жорстке регулювання стосовно входження приватного капіталу до стратегічних галузей. Наявність значних секторальних обмежень для сфер, пов'язаних із національною безпекою. Використовувалося правило "золотої акції". Закон від 30.06.1994 № 474 обмежував максимальну кількість акцій, яку може придбати один акціонер або група акціонерів у сфері оборонної промисловості, виробництва засобів зв'язку, енергетиці, банківській справі, страхуванні. Додаткові бар'єри для зарубіжних інвесторів не застосовувалися. Інвесторів не поділяли на національних та іноземних
Іспанія	Обов'язково формувався "стабільний кістяк" стратегічних інвесторів. До 21 % акцій компанії можуть вільно обертатися на біржі без жодних перешкод. Запроваджено обмеження пайової участі капіталу з країн – не членів ЄС щодо розміру капіталу, який належить одному інвестору (до 5 %). Вкладений капітал не дає права іноземцям брати участь в управлінні стратегічним підприємством
Індія	51 % акцій зазвичай залишалися у власності держави, котра виступає мажоритарним власником державних компаній після продажу акцій на біржі
Нова Зеландія	Держава є мажоритарним власником державних компаній у стратегічних галузях
Туреччина	Активне розміщення акцій на міжнародних ринках та продаж інституційним інвесторам поряд із внутрішнім фондовим ринком
Сінгапур	Державний інвестиційний холдинг Temasek володіє акціями державних компаній. Активна інвестиційна політика, націлена на залучення іноземного капіталу з боку ТНК. Акції класу А, В під час IPO продавали населенню з дисконтом 50 %. Продаж акцій іноземним інвесторам класу С під час IPO
Канада	Під час продажу державних компаній перевага надавалася працівникам підприємств, внутрішнім інвесторам, які отримували преференції під час придбання акцій.
США	Правило "золотої акції" не використовувалося Обов'язковою є процедура отримання спеціального дозволу від Комітету з іноземних інвестицій на придбання значимого пакета акцій для іноземного інвестора
Таїланд	Держава зазвичай залишалася мажоритарним власником державних компаній. Держава продавала від 15 до 50 % акцій державних підприємств шляхом публічного розміщення як внутрішнім, так і іноземним інвесторам



Закінчення таблиці

Країна	Особливості допуску іноземних інвесторів до участі в капіталі державних компаній
Китай	<p>Механізм продажу акцій державних підприємств підлягає жорсткій регламентації Комісії з регулювання цінних паперів Китаю (China Securities Regulatory Commission, CSRC), яка формує квоти на IPO для органів державної влади та відповідних профільних міністерств, котрі згодом надають спеціальні дозволи державним підприємствам для виходу на біржу. Значний політичний тиск. До червня 2001 р. іноземним інвесторам було дозволено тільки купівлю акцій класу В з використанням іноземної валюти.</p> <p>Для іноземного інвестора існує процедура отримання численних дозволів від урядових інституцій. Діють заборона для іноземців інвестувати у певні види діяльності (близько 30 позицій), обмеження за кількістю акцій, які можуть придбати іноземні інвестори.</p> <p>Чітко прописано механізми іноземного інвестування шляхом створення спільних підприємств з компаніями КНР.</p> <p>Остання реформа спрямована на запровадження змішаної форми власності та залучення приватного капіталу до державних компаній, включаючи іноземний капітал</p>
В'єтнам	<p>Для іноземних інвесторів (котрі можуть бути іноземною організацією, іноземною фізичною особою або підприємством з іноземним капіталом, у якому іноземний інвестор володіє часткою у понад 49 % статутного капіталу) діє обмеження на придбання акцій державних підприємств відповідно до затвердженого урядом плану для кожної галузі економіки.</p> <p>Пакет акцій державного підприємства, придбаного на біржі не повинен перевищувати 49 %, для банківського сектору – не більш як 30 % статутного капіталу банку.</p> <p>18 липня 2011 р. уряд прийняв постанову 59/2011/ND-CP (Указ 59), яка замінила Указ 109/2007/ND-CP від 26 червня 2007 р. про перетворення державних підприємств у акціонерні товариства (Постанова 109). Указ 59 посилив регулювання у питанні визначення обов'язкового періоду володіння акціями державного підприємства для стратегічних інвесторів, подовживши термін із трьох років до п'яти</p>

Складено за: Аналітичний звіт та рекомендації для Державної програми приватизації: умови завершення приватизації в Україні / В. Дубровський, О. Пасхвер, А. Верховолова, Б. Блащик; CASE. Варшава; Київ, 2007. 94 с. URL: [http://c-e-d.info/img/pdf/111\\_Russian\\_Full\\_With\\_Cover.pdf](http://c-e-d.info/img/pdf/111_Russian_Full_With_Cover.pdf);

Участь іноземних інвесторів у приватизації: аналіз. Довідка Центру соціально-економічних досліджень CASE. 2007. 33 с. URL: <http://www.case-ukraine.com.ua/u/db/b4f61c2f4cc72cb9022f98b8ada132e2.pdf>;

Акулова М. Мировой опыт приватизации предприятий госсектора. *BEROC Policy Paper Series*. 2016. № 35. 30 с. URL: [http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/Akulova\\_PP35\\_mirovoj\\_opyt\\_privatizacija.pdf](http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/Akulova_PP35_mirovoj_opyt_privatizacija.pdf);

Broadening the Ownership of State-Owned Enterprises: A Comparison of Governance Practices / OECD Publishing, Paris, 2016. URL: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264244603-en>;

Dewenter K. D., Malatesta P. H. Public Offerings of State-Owned and Privately-Owned Enterprises: An International Comparison. University of Washington : School of Business, 1996. 30 p. URL: <http://www.afajof.org/SpringboardWebApp/userfiles/afa/file/Supplements%20and%20Data%20Sets/Appendicies%20for%20Public-Offerings%20of%20State-Owned%20and%20Privately-Owned%20Enterprises%20An%20Inter>;

Wang X., Xu L. C., Zhu T. State-Owned Enterprises Going Public: The Case of China. 2003. 32 p. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/deaf/81af5c141277ad59f477c6246366c812d96f.pdf>;

Aivazian V., Ge Y., Qiu J. Can Corporatization Improve the Performance of State-Owned Enterprises Even without Privatization. *Journal of Corporate Finance*. 2005. № 11. P. 791–808.

Fasbender K. Selected Principles, Elements and Experiences of Privatisation in Germany. *HWWA-Report*. 2004. № 245. URL: <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/26102/1/re040245.pdf>;

Equitisation of state owned enterprises in Vietnam changes in the regulatory framework. *FRASERS International Lawyers*. 2011. August. URL: <http://www.frasersvn.com/wp-content/uploads/2013/03/Overview-of-the-Equitisation-Process-EN.pdf>.

капіталі суб'єктів господарювання державного сектору в контексті захисту національних інтересів.

Механізми державного регулювання діяльності іноземних інвесторів у стратегічно важливих для національної економіки галузях у країнах мають істотні відмінності. У Німеччині іноземному інвестору необхідно було отримати дозвіл від уряду в разі придбання пакета акцій понад 25 % компанії, якщо вона працює у галузі, котра належить до стратегічних національних інтересів. У Франції діяло обмеження щодо так званої групи GSS, яке передбачало отримання спеціального дозволу від урядової Комісії з приватизації на участь у зазначеній групі, а також встановлювалися терміни, протягом яких заборонялося перепродавати акції приватизованих підприємств учасникам групи. Згодом країни переходили на стандарти ЄС у питанні допуску іноземних інвесторів до приватизації державних підприємств, передбачаючи забезпечення вільного доступу без обмежень, а також відмову від протекціонізму стосовно національного капіталу [20, с. 8].

Надзвичайно жорсткий режим щодо державного регулювання доступу іноземних інвесторів до внутрішніх ринків у Китаї передбачав заборону для іноземців інвестувати у певні види діяльності (близько 30 позицій); обмеження за кількістю акцій; систему численних дозволів від урядових інституцій на вкладання капіталу до державних компаній. У законодавстві КНР чітко прописано механізми іноземного інвестування шляхом створення спільних підприємств із державними компаніями. У 1995 р. урядом було оголошено програму реформ “Зберігай великі, відпускай дрібні”, державний контроль збережено лише над великими державними підприємствами в стратегічних галузях [21, с. 4]. Проте сучасні реформи спрямовані на розширення змішаної форми власності для 50 % державних підприємств задля підвищення економічної ефективності. Це створює безпрецедентні можливості для іноземних інвесторів, адже до джерел недержавного капіталу включають вітчизняних приватних і зарубіжних інвесторів, а також співробітників підприємств.

Система захисту національних інтересів у різних країнах також працює по-різному. Наприклад, у Німеччині компанією з державною участю є відомий світовий виробник автомобілів Volkswagen, у якому федеральна земля Нижня Саксонія володіє 12,7 % акцій (четвертий за величиною пакет), але контролює 20 % прав голосу. Так званий Закон Volkswagen (Volkswagen Law) 1960 р. обмежив право голосу індивідуальних акціонерів до максимум 20 %, незважаючи на фактичну кількість акцій, що перебувають у власності. Таким чином, Нижня Саксонія може накласти вето на будь-які спроби поглинання компанії. У 2005 р. Європейська комісія подала позов до Європейського суду на Німеччину, стверджуючи, що цей Закон перешкоджає вільному переміщенню капіталу. Як наслідок, згодом до Закону внесли зміни, але 20 % права голосу у Нижньої Саксонії залишилися, що дало змогу зберегти блокуючу меншість проти ворожих поглинань. У 2013 р. Європейський суд вирішив, що необхідні модифікації Закону за рішенням суду, винесеним раніше, виконано. Цей механізм захисту компаній з невеликою державною часткою у капіталі є досить ефективним та допомагає відстоювати інтереси суспільства загалом [28].

У Норвегії уряд, який здобув владу після виборів у 2001 р., виступив з ініціативою поліпшення системи управління державних підприємств. Довгостроковий національний інтерес в умовах глобалізації полягав у збереженні статусу цих компаній, як “норвезьких”. Це привело до того, що держава зберігала у більшості з них контрольний пакет акцій чи принаймні понад 1/3 акцій, аби мати можливість блокувати несприятливі для національної економіки рішення або рішення, пов’язані з національною безпекою. Однак на практиці механізм “золотої акції” не використовувався, адже, впливаючи на розвиток компанії, держава як акціонер також має значний економічний інтерес до її діяльності. Переважна більшість компаній, де держава володіє акціями, організовані відповідно до норвезького Закону про акціонерні товариства, який також регулює діяльність корпорацій, що перебувають у приватній власності [29].

Правило “золотої акції” – винахід англійської приватизаційної практики. Його активно використовували у Великобританії для захисту від поглинання іноземними корпораціями. “Золота акція” діяла впродовж певного періоду й давала змогу встановлювати загальні обмеження: заборону одній особі володіти понад 15 % голосуючих акцій, заборону на заміщення призначеного урядом директора, обмеження на відчуження істотної частини активів компанії (понад 25 %), заборону на добровільне закриття або розпуск компанії [18, с. 71]. Стосовно іноземного капіталу діяли обмеження на розмір пакета для іноземних інвесторів, який коливався від 6 до 33 %, проте в окремих випадках обмежень на участь зарубіжних інвесторів не встановлювали [23].

Після приєднання до ЄС для країн характерною стала тенденція до лібералізації системи регулювання допуску іноземних інвесторів, з боку спільноти було висунуто вимоги про цілковиту ліквідацію інституту “золотої акції” та усунення чинних обмежень для доступу іноземних інвестицій.

Указом Президента України від 29.08.2016 № 365/2016 було створено Національну інвестиційну раду як консультативно-дорадчий орган при Президентові України. У відповідному Положенні основними завданнями Ради визначено: розроблення пропозицій щодо стимулювання та розвитку інвестиційної діяльності в Україні, формування привабливого інвестиційного іміджу країни, у тому числі з урахуванням найкращої міжнародної практики; сприяння формуванню основних напрямів державної політики щодо поліпшення інвестиційного клімату; напрацювання пропозицій стосовно стратегічних напрямів розвитку вітчизняного інвестиційного потенціалу, стимулювання іноземних та національних інвестицій у розвиток економіки; вивчення ініціатив і потенційних пропозицій щодо інвестиційних проектів, а також практики взаємодії суб’єктів інвестиційної діяльності з державними органами; аналіз та узагальнення проблем, котрі перешкоджають інвестуванню в економіку, підготовка пропозицій щодо шляхів їх розв’язання, зокрема заходів зі сприяння захисту прав інвесторів [30]. До складу Ради входить Міністр фінансів України.

Відповідно до Закону України “Про режим іноземного інвестування” іноземні інвестиції не потребують процедури ухвалення, а лише підлягають державній реєстрації. Стаття 12 Закону засвідчує, що іноземним інвесторам

після сплати податків, зборів та інших обов'язкових платежів гарантується безперешкодний і негайний переказ за кордон їхніх прибутків, доходів та інших коштів у іноземній валюті, одержаних на законних підставах унаслідок здійснення іноземних інвестицій [31]. Чинне законодавство проголошує в Україні гарантії та вільний доступ іноземних інвестицій, за винятком лише обмежень, що стосуються дотримання національної безпеки. Проте аналітики Центру соціально-економічних досліджень CASE зазначають, що жорстка система регулювання доступу приватного капіталу до стратегічних підприємств здебільшого не потребує окремого додаткового регулювання для іноземного капіталу. Також наголошується, що на практиці застосовувався неконкурентний відбір іноземних партнерів при створенні підприємств з іноземними інвестиціями за участю держави [19, с. 77, 82].

Закон України "Про державну програму приватизації" від 18.05.2000 № 1723-III передбачав проведення приватизації стратегічних і великих державних підприємств за відсутності обмежень щодо капіталу за національною ознакою [32]. До пріоритетних завдань приватизації відносили підвищення зацікавленості інвесторів щодо українських підприємств на міжнародних ринках, формування попиту на об'єкти приватизації серед вітчизняних та іноземних інвесторів. Також Верховною Радою України затверджувався перелік стратегічних об'єктів, у приватизації яких беруть участь іноземні інвестори. Одним з основних пунктів у Законі України "Про Державну програму приватизації" від 13.01.2012 № 4335-VI визначено, що метою затвердженої програми є залучення до приватизації інвесторів, заінтересованих у довгостроковому розвитку підприємств після приватизації [33].

У Аналітичному звіті CASE за 2007 р., що містить рекомендації для Державної програми приватизації, зазначено, що Україна виявилася непривабливою для іноземних інвесторів, а приватизація перетворилася на механізм розподілу державного майна між наближеними до влади приватними компаніями [19, с. 62]. У звіті визначено, що для України вкрай важливо запровадити офіційну регуляторну систему щодо дозволу участі іноземних інвесторів у приватизації, адже чинне законодавство не надавало реальної технології, а допуск іноземних інвесторів регулювався неофіційними методами [19, с. 17].

Згідно з п. 5 ст. 116 Господарського кодексу України від 16.01.2003 № 436-IV, законом можуть бути визначені галузі господарювання та/або території, в яких встановлюється загальний розмір участі іноземного інвестора, а також території, на яких діяльність підприємств з іноземними інвестиціями обмежується або забороняється, виходячи з вимог забезпечення національної безпеки. Відповідно до п. 3 тієї самої статті іноземні інвестиції можуть вкладатися в об'єкти, інвестування в які не заборонено законами України [34]. Підприємство з іноземними інвестиціями визначено статтею 1 п. 3. Закону України "Про режим іноземного інвестування" як підприємство (організація) будь-якої організаційно-правової форми, створене відповідно до законодавства України, іноземна інвестиція в статутному капіталі якого, за його наявності, становить не менше 10 % [31]. Тобто в Україні під регуляторні заходи підпадають підприємства з 10-відсотковим пакетом корпоративних прав, що належить іноземним інвесторам. У п. 2 ст. 117 цього Кодексу визна-

чено, що іноземні підприємства не можуть бути створені в галузях, які мають стратегічне значення для країни [34]. Іноземним є підприємство, де частка іноземного капіталу становить 100 % [31].

У ст. 7 Закону України “Про основи національної безпеки України” від 19.06.2003 № 964-IV визначено загрози національним інтересам в економічній сфері від присутності іноземного капіталу. До них відносять критичну залежність економіки від кон’юнктури зовнішніх ринків та небезпечне для економічної незалежності зростання частки такого капіталу в стратегічних галузях економіки [35].

Безперечно, присутність іноземного капіталу в капіталі державних компаній містить певні ризики. Використання трансфертного ціноутворення з метою максимізації прибутків із боку ТНК призведе до зменшення надходжень до бюджету та перешкоджатиме реалізації важливих соціальних програм через брак інвестиційних ресурсів. Якщо іноземні інвестори увійдуть до монополізованої галузі, виникають ризики втрати контролю над окремими внутрішніми товарними ринками, що посилить вплив іноземних країн на внутрішню політику держави.

Отже, стратегія залучення іноземних інвесторів до державних підприємств має базуватися на принципах відстоювання національних інтересів держави, проте поєднувати в собі елементи захисту прав інвесторів для підвищення інвестиційної привабливості об’єктів інвестування.

На підставі викладеного можна зробити такі висновки. Політика стосовно допуску іноземних інвесторів до участі в капіталі державних компаній має спиратися на європейські стандарти, однак мати на меті захист національних інтересів, оскільки цілком зрозуміло, що корпоративні інтереси іноземних компаній не завжди їм відповідають. Можна говорити про певну “байдужість” іноземного капіталу до соціальних проблем приймаючої країни, адже іноземні інвестори насамперед турбуватимуться про отримання якомога вищого рівня прибутковості на вкладений капітал, а не про вирішення певних соціальних питань. Оскільки держава здатна виявити негативні для суспільного добробуту ефекти від діяльності приватної фірми тільки через певний період часу, необхідно заздалегідь розробити відповідні коригувальні регуляторні заходи й чітко прописати всі умови в контрактній угоді ще до того, як ця компанія розпочала реалізацію інвестиційної програми. Водночас зростаюча роль приватних інвесторів у державних підприємствах дасть змогу поліпшити навички управління на рівні ради директорів та сприятиме підвищенню прозорості процесу прийняття рішень.

### Список використаних джерел

1. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бейли Дж. В. Инвестиции. Москва : Инфра-М, 2001. 1028 с.
2. Coase R. H. The Firm, the Market and the Law. Chicago ; London, 1988.
3. Krugman P. A model of innovation, technology transfer, and the world distribution of income. *Journal of political economy*. 1979. № 87.2. P. 253–266.
4. Obstfeld M. Risk-taking, global diversification, and growth. *National bureau of economic research, WP*. 1992. № w4093.

5. *Obstfeld M., Taylor A. M.* Global capital markets: integration, crisis, and growth. Cambridge University Press, 2004.
6. *Buckley P. et al.* The determinants of Chinese outward foreign direct investment. *Journal of international business studies*. 2007. № 38.4. P. 499–518.
7. *Buckley P. J.* Internalisation Thinking: From the Multinational Enterprise to the Global Factory. *International Business Review*. 2009. Vol. 18. P. 224–235.
8. *Dunning J. H.* Location and the multinational enterprise: a neglected factor? *Journal of international business studies*. 1998. Vol. 29. Iss. 1. P. 45–66.
9. *Геєць В. М.* Передумови та можливості активізації інвестиційної діяльності в Україні. *Банківська справа*. 1999. № 6. С. 3–10.
10. Публічно-приватне партнерство у відносинах держави з міжнародними організаціями та транснаціональними компаніями : кол. наук. моногр. / за ред. чл.-кор. НАН України Т. І. Єфименко ; НАН України, ДУ “Ін-т екон. та прогноз. НАН України”. Київ, 2015. 444 с.
11. *Філіпенко А.* Особливості розвитку іноземного інвестування в економіку України. *Фінанси України*. 1997. № 2. С. 79–82.
12. *Рогач О. І.* Характерні риси розвитку міжнародного виробництва ТНК в посткризовий період. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. 2013. Вип. 112, ч. 2. С. 81–85.
13. *Макогон Ю. В., Іванкова Д. Р.* Теоретичні аспекти глобальної інвестиційної діяльності. *Економічний вісник Національного технічного університету України “Київський політехнічний інститут”*. 2014. № 11. С. 481–486.
14. *Луцишин З., Луцишин О.* Сучасні тенденції світового фінансового ринку. *Фінансовий ринок України*. 2008. № 9. С. 3–9.
15. *Циганов С. А., Циганова Н. В.* Залучення іноземних інвестицій як важливий фактор розвитку бізнес-середовища в Україні. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. 2012. Вип. 105, ч. 2. С. 167–172.
16. *Мальський М. З., Біленко Ю. І.* Інвестиційна політика в Європейському Союзі і перспективи для України. *Зовнішня політика і дипломатія: традиції, тренди, досвід*. 2016. Вип. 23, ч. 3. С. 114–121.
17. *Investor Nationality: Policy Challenges : World investment report.* UNCTAD, 2016. 232 p.
18. *Investing Across Borders 2010 (IAB) / World Bank.* 2010. URL: <http://iab.worldbank.org/~media/FPDKM/IAB/Documents/Overview-IAB.pdf>.
19. Аналітичний звіт та рекомендації для Державної програми приватизації: умови завершення приватизації в Україні / В. Дубровський, О. Пасхавер, Л. Верховодова, Б. Блащик ; CASE. Варшава ; Київ, 2007. 94 с. URL: [http://c-e-d.info/img/pdf/111\\_Russian\\_Full\\_With\\_Cover.pdf](http://c-e-d.info/img/pdf/111_Russian_Full_With_Cover.pdf).
20. Участь іноземних інвесторів у приватизації : аналіт. довідка Центру соціально-економічних досліджень CASE. 2007. 33 с. URL: <http://www.case-ukraine.com.ua/udb/b4f61c2f4cc72cb9022f98b8ada132e2.pdf>.
21. *Акулова М.* Мировой опыт приватизации предприятий госсектора. *BEROC Policy Paper Series*. 2016. № 35. 30 с. URL: [http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/Akulova\\_PP35\\_mirovoj\\_opyt\\_privatizacija.pdf](http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/Akulova_PP35_mirovoj_opyt_privatizacija.pdf).
22. *Broadening the Ownership of State-Owned Enterprises: A Comparison of Governance Practices / OECD Publishing.* Paris, 2016. URL: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264244603-en>.
23. *Dewenter K. D., Malatesta P. H.* Public Offerings of State-Owned and Privately-Owned Enterprises: An International Comparison. University of Washington : School of Business, 1996. 30 p. URL: <http://www.afajof.org/SpringboardWebApp/userfiles/afa/file/>

- Supplements%20and%20Data%20Sets/Appendicies%20for%20Public-Offerings%20of%20State-Owned%20and%20Privately-Owned%20Enterprises%20An%20Inter.
24. Wang X., Xu L. C., Zhu T. State-Owned Enterprises Going Public: The Case of China. 2003. 32 p. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/deaf/81af5c141277ad59f477c6246366c812d96f.pdf>.
  25. Aivazian V., Ge Y., Qiu J. Can Corporatization Improve the Performance of State-Owned Enterprises Even without Privatization. *Journal of Corporate Finance*. 2005. № 11. P. 791–808.
  26. Fasbender K. Selected Principles, Elements and Experiences of Privatisation in Germany. *HWWA-Report*. 2004. № 245. URL: <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/26102/1/re040245.pdf>.
  27. Equitisation of state owned enterprises in Vietnam changes in the regulatory framework. *FRASERS International Lawyers*. 2011. August. URL: <http://www.frasersvn.com/wp-content/uploads/2013/03/Overview-of-the-Equitisation-Process-EN.pdf>.
  28. Germany – Competition from State-Owned Enterprises / State Department's Office of Investment Affairs' Investment Climate Statemen. URL: <https://www.export.gov/article?id=Germany-Competition-from-State-Owned-Enterprises>.
  29. Kallevig M. M. Ownership function of the Norwegian state. URL: <https://www.oecd.org/daf/ca/35175246.pdf>.
  30. Питання Національної інвестиційної ради : указ Президент України від 29.08.2016 № 365/2016. URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/365/2016>.
  31. Про режим іноземного інвестування : закон України від 19.03.1996 № 93/96-ВР. URL: [http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/93/96- %D0 % B2 % D1 % 80](http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/93/96-%D0%B2%D1%80).
  32. Про державну програму приватизації : закон України від 18.05.2000 № 1723-III. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1723-14>.
  33. Про Державну програму приватизації : закон України від 13.01.2012 № 4335-VI. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/4335-17>.
  34. Господарський кодекс України від 16.01.2003 № 436-IV. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/436-15>.
  35. Про основи національної безпеки України : закон України від 19.06.2003 № 964-IV. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/964-15>.

### References

1. Sharpe, W. F., Alexander, G. J., & Baily, J. V. (2001). *Investicii* [Investments]. Moscow: Infra-M [in Russian].
2. Coase, R. H. (1988). *The Firm, the Market and the Law*. Chicago, London.
3. Krugman, P. (1979). A model of innovation, technology transfer, and the world distribution of income. *Journal of political economy*, 87.2, 253–266.
4. Obstfeld, M. (1992). Risk-taking, global diversification, and growth. *National bureau of economic research, WP*, w4093.
5. Obstfeld, M., Taylor, A. M. (2004). *Global capital markets: integration, crisis, and growth*. Cambridge University Press.
6. Buckley, P. et al. (2007). The determinants of Chinese outward foreign direct investment. *Journal of international business studies*, 38.4, 499–518.
7. Buckley, P. J. (2009). Internalisation Thinking: From the Multinational Enterprise to the Global Factory. *International Business Review*, 18, 224–235.
8. Dunning, J. H. (1998). Location and the multinational enterprise: a neglected factor? *Journal of international business studies*, 29, 1, 45–66.

9. Heyec`, V. M. (1999). Peredumovy` ta mozhly`vosti akty`vizaciyi investy`cijnoyi diyal`nosti v Ukrayini [Prerequisites and opportunities for activating investment activity in Ukraine]. *Bankivs`ka sprava* [Banking], 6, 3–10 [in Ukrainian].
10. Yefy`menko, T. I. (2015). *Publichno-pry`vatne partnerstvo u vidnosy`nakh derzhavy` z mizhnarodny`my` orhanizaciyamy` ta transnacional`ny`my` kompaniyamy`* [Public-private partnership in state relations with international organizations and multinational companies]. Ky`yiv: NAN Ukrayiny`, Derzhavna ustanova “Insty`tut ekonomiky` ta prohnouzuvannya NAN Ukrayiny`” [in Ukrainian].
11. Filipenko, A. (1997). Osobly`vosti rozvy`tku inozemnoho investuvannya v ekonomiku Ukrayiny` [Features of the development of foreign investment in the economy of Ukraine]. *Finansy` Ukrayiny`* [Finance of Ukraine], 2, 79–82 [in Ukrainian].
12. Rohach, O. I. (2013). Kharakterni ry`sy` rozvy`tku mizhnarodnoho vy`robnny`ctva TNK v postkry`zovy`j period [Characteristic features of the development of international production of TNCs in the post-crisis period]. *Aktual`ni problemy` mizhnarodny`kh vidnosy`n* [Actual problems of international relations], 112, 2, 81–85 [in Ukrainian].
13. Makohon, Yu. V., Ivankova, D. R. (2014). Teorety`chni aspekty` hlobal`noyi investy`cijnoyi diyal`nosti [Theoretical aspects of global investment]. *Ekonomichny`j visny`k Nacional`noho tekhnichnoho universy`tetu Ukrayiny` “Ky`yivs`ky`j politekhnichny`j insty`tut”* [Economic bulletin of National technical university of Ukraine “Kyiv polytechnical institute”], 11, 481–486 [in Ukrainian].
14. Lucy`shy`n, Z., Lucy`shy`n, O. (2008). Suchasni tendenciyi svitovoho finansovoho ry`nku [Modern trends in the world financial market]. *Finansovy`j ry`nok Ukrayiny`* [Financial market of Ukraine], 9, 3–9 [in Ukrainian].
15. Cy`hanov, S. A., Cy`hanova, N. V. (2012). Zaluchennya inozemny`kh investy`cij yak vazhly`vy`j faktor rozvy`tku biznes-seredovy`shha v Ukrayini [Attracting foreign investment as an important factor in the development of the business environment in Ukraine]. *Aktual`ni problemy` mizhnarodny`kh vidnosy`n* [Actual problems of international relations], 105, 2, 167–172 [in Ukrainian].
16. Mal`sky`j, M. Z., Bilenko, Yu. I. (2016). Investy`cijna polity`ka v Yevropejs`komu Soyuzi i perspekty`vy` dlya Ukrayiny` [Investment policy in the European Union and the prospects for Ukraine]. *Zovnishnya polity`ka i dy`plomatiya: trady`ciyi, trendy`, dosvid* [Foreign policy and diplomacy: traditions, trends, experience], 23, 3, 114–121 [in Ukrainian].
17. UNCTAD. (2016). *Investor Nationality: Policy Challenges. World investment report*. Author.
18. World Bank. (2010). *Investing Across Borders 2010 (IAB)*. Retrieved from <http://iab.worldbank.org/~media/FPDKM/IAB/Documents/Overview-IAB.pdf>.
19. Dubrovs`ky`j, V., Paskhaver, O., Verkhovodova, L. & Blashhy`k, B. (2007). *Analitichny`j zvit ta rekomendaciyi dlya Derzhavnoyi prohramy` pry`vaty`zaciyi: umovy` zaversheniya pry`vaty`zaciyi v Ukrayini* [Analytical report and recommendations for the State Privatization Program: conditions for the completion of privatization in Ukraine]. Warsaw, Ky`yiv: CASE. Retrieved from [http://c-e-d.info/img/pdf/111\\_Russian\\_Full\\_With\\_Cover.pdf](http://c-e-d.info/img/pdf/111_Russian_Full_With_Cover.pdf) [in Ukrainian].
20. CASE. (2007). *Uchast` inozemny`kh investoriv u pry`vaty`zaciyi* [Participation of foreign investors in privatization]. Ky`yiv: Author. Retrieved from <http://www.case-ukraine.com.ua/u/db/b4f61c2f4cc72cb9022f98b8ada132e2.pdf> [in Ukrainian].
21. Akulova, M. (2016). Mirovoj opy`t privatizacii predpriyatij gossektora [World experience of privatization of public sector enterprises]. *BEROC Policy Paper Series*, 35. Retrieved from [http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/Akulova\\_PP35\\_mirovoj\\_opyt\\_privatizacija.pdf](http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/Akulova_PP35_mirovoj_opyt_privatizacija.pdf) [in Russian].



22. OECD. (2016). *Broadening the Ownership of State-Owned Enterprises: A Comparison of Governance Practices*. Paris: OECD Publishing. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.1787/9789264244603-en>.
23. Dewenter, K. D., Malatesta, P. H. (1996). *Public Offerings of State-Owned and Privately-Owned Enterprises: An International Comparison*. University of Washington: School of Business. Retrieved from <http://www.afajof.org/SpringboardWebApp/userfiles/afa/file/Supplements%20and%20Data%20Sets/Appendicies%20for%20Public-Offerings%20of%20State-Owned%20and%20Privately-Owned%20Enterprises%20An%20Inter>.
24. Wang, X., Xu, L. C. & Zhu, T. (2003). *State-Owned Enterprises Going Public: The Case of China*. Retrieved from <https://pdfs.semanticscholar.org/deaf/81af5c141277ad59f477c6246366c812d96f.pdf>.
25. Aivazian, V., Ge, Y. & Qiu, J. (2005). Can Corporatization Improve the Performance of State-Owned Enterprises Even without Privatization. *Journal of Corporate Finance*, 11, 791–808.
26. Fasbender, K. (2004). Selected Principles, Elements and Experiences of Privatisation in Germany. *HWWA-Report*, 245. Retrieved from <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/26102/1/re040245.pdf>.
27. FRASERS International Lawyers. (2011, August). *Equitisation of state owned enterprises in Vietnam changes in the regulatory framework*. Retrieved from <http://www.frasersvn.com/wp-content/uploads/2013/03/Overview-of-the-Equitisation-Process-EN.pdf>.
28. State Department's Office of Investment Affairs' Investment Climate Statemen. (2017, January 17). *Germany - Competition from State-Owned Enterprises*. Retrieved from <https://www.export.gov/article?id=Germany-Competition-from-State-Owned-Enterprises>.
29. Kallevig, M. M. (2005). *Ownership function of the Norwegian state*. Retrieved from <https://www.oecd.org/daf/ca/35175246.pdf>.
30. The President of Ukraine. (2016). *Py`tannya Nacional`noyi investy`cijnoyi rady`* [The issue of the National Investment Council] (*Decree No. 365/2016, August 29*). Retrieved from <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/365/2016> [in Ukrainian].
31. Verkhovna Rada of Ukraine. (1996). *Pro rezhy`m inozemnoho investuvannya* [About the regime of foreign investment] (*Act No. 93/96-BP, March 19*). Retrieved from <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/93/96-%D0%B2%D1%80> [in Ukrainian].
32. Verkhovna Rada of Ukraine. (2000). *Pro derzhavnu prohramu pry`vaty`zacyi* [About the state program of privatization] (*Act No. 1723-III, May 18*). Retrieved from <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1723-14> [in Ukrainian].
33. Verkhovna Rada of Ukraine. (2012). *Pro derzhavnu prohramu pry`vaty`zacyi* [About the state program of privatization] (*Act No. 4335-VI, January 13*). Retrieved from <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/4335-17> [in Ukrainian].
34. Verkhovna Rada of Ukraine. (2003). *Hospodars`ky`j kodeks Ukrayiny`* [Economic Code of Ukraine] (*Act No. 436-IV, January 16*). Retrieved from <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/436-15> [in Ukrainian].
35. Verkhovna Rada of Ukraine. (2003). *Pro osnovy` nacional`noyi bezpeky` Ukrayiny`* [On the fundamentals of national security of Ukraine] (*Act No. 964-IV, June 19*). Retrieved from <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/964-15> [in Ukrainian].