

І. П. Петренко,
асистент кафедри банківських інвестицій,
ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана"

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ УЧАСТІ БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У ФОРМУВАННІ РЕАЛЬНОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ

I. Petrenko,
Assistant of Bank Investment Department, S-G(A)RU "Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman"

THE THEORETICAL BASIS OF DEBT SECURITIES PARTICIPATION IN THE REAL INVESTMENT CAPITAL FORMATION

У статті визначено зміст інвестиційного капіталу та його реальної форми. Розкрито теоретичний підхід до визначення ролі боргових цінних паперів у процесі кругообігу інвестиційного капіталу у процесі розширеного відтворення на макроекономічному рівні. Обґрунтовано та розкрито участь муніципальних облігацій та облігацій підприємств нефінансового сектору у процесі формування реального інвестиційного капіталу на рівні суб'єктів господарювання.

The article defines the content of investment capital and its real form. Theoretical approach to defining the role of debt securities in the investment capital cycle in the process of expanded reproduction at the macroeconomic level is presented. The participation of municipal bonds and corporate bonds of non-financial sector in the process of real capital investment formation at the entity level is grounded and exposed.

Ключові слова: інвестиційний капітал, реальний інвестиційний капітал, фіктивний інвестиційний капітал, боргові цінні папери, муніципальні облігації, облігації підприємств нефінансового сектору, інвестиційний кредит.

Key words: investment capital, real capital investment, fictitious investment capital, debt securities, municipal bonds, corporate bonds of non-financial sector, investment loan.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Для економіки будь-якої країни є характерним нерівномірний розподіл фінансових ресурсів, що проявляється у тому, що для одних суб'єктів господарювання їх обсяг є недостатнім, в той час як інші мають його надлишок. Потреба у фінансових ресурсах зумовлена тим, що вони є необхідною умовою здійснення операційної, фінансової та інвестиційної діяльності. Остання є визначальною ланкою моделі розвитку як суб'єкта господарювання, так і країни в цілому. Без її здійснення неможливо подолати соціально-економічну кризу, забезпечити економічне зростання та приріст соціального ефекту. Механізм структурного і якісного оновлення виробництва, створення ринкової інфраструктури відбуваються, насамперед, в ході реалізації інвестиційної діяльності. Таким чином, формування інвестиційних ресурсів та трансформація їх у інвестиційний капітал виступають рушійною силою економічного зростання. Однак потрібно чітко усвідомлювати, які саме фінансові інструменти задіяні у цьому процесі, аби на практиці через їх регулювання домогтися позитивного економічного ефекту.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Складність вивчення даного питання зумовлена тим, що боргові цінні папери можуть бути одночасно об'єктом фінансових інвестицій та інструментом формування ресурсів на фінансовому ринку. Однозначно стверджувати, яка з цих ролей боргових цінних паперів є первинною, досить складно. Однак, виходячи з економічної природи цих інструментів та їх першочергового призначення (емісія з метою залучення позичкових ресурсів), варто зосередити увагу на вчених, які розглядали боргові цінні папери саме як інструмент формування фінансових ресурсів.

Переважає більшість досліджень у цьому напрямі проводилась із позицій того, що боргові цінні папери виступають інструментом формування фінансових ресурсів загалом для відповідного суб'єкта господарювання. Саме під таким кутом зору розглядали боргові цінні папери Ю. Брігхем, Л. Гапенські, О.С. Волков, Д. Гарнер, С.В. Глуценко, П. Етрілл, О.Г. Куліков, Л.С. Мартюшева, Г.І. Філіна. Проте і серед зарубіжних, і серед вітчизняних вчених-економістів є ті, що досліджували боргові цінні папери саме як інструменти формування інвести-

ційних ресурсів. Застосування окремих видів боргових цінних паперів у фінансуванні інвестиційних проектів та місце цих фінансових інструментів серед інших інструментів формування інвестиційних ресурсів висвітлювали В.С. Бард, А.І. Даниленко, М.Д. Білик, П.В. Захарченко, А.О. Сосновський, О.М. Гавриш, С.А. Ушацький, Л.Л. Іоніна, Е. Йєскоб, Н.А. Марченко, Я.С. Мелкумов, А.О. Пастухов, А.А. Пересада, Т.В. Майорова, Г.С. Староверова, Г.І. Філіна, Дж. Фіннерті, В.В. Хрестіановський. Проте у вітчизняній та зарубіжній науковій літературі відсутнє цілісне дослідження ролі боргових цінних паперів у формуванні реального інвестиційного капіталу, що й визначає актуальність теми статті.

МЕТА СТАТТІ

Метою написання статті є формулювання теоретичних засад участі боргових цінних паперів у формуванні реального інвестиційного капіталу на макро- та мікрорівні економіки та в розрізі різних видів боргових цінних паперів.

РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

У теорії політичної економії можна виділити три основні підходи до розуміння капіталу:

1. Предметно-функціональний підхід. Згідно з ним капітал ототожнюється з накопиченою працею, тобто всім тим, що використовується у виробництві, з метою виготовлення реалізованої продукції і отримання прибутку. Так, Д. Рікардо вважав, що капітал — це засоби виробництва [1, с. 9]. А. Маршалл зараховував до капіталу усі речі, окрім землі, що приносять дохід та призначені для торговельно-промислових цілей [2, с. 140]. Аналогічні підходи існують і в новій економічній науці, наприклад, П. Самуельсон відносив до капіталу природні ресурси, ресурси людської праці та капітальні блага, вироблені самою економічною системою [3, с. 203].

2. Монетаристський (грошовий) підхід. Капітал тут досліджується як фінансовий ресурс, що приносить дохід його власникові у вигляді відсотків. Прихильники монетаристської концепції виходять з того, що капітал — це гроші або їх замінники — кредитні гроші, які пов'язані з отриманням доходу.

3. Соціально-економічний підхід. Згідно з ним, капітал К. Маркса трактується як економічна категорія, як специфічні суспільні відносини, що виникають за певних історичних умов [4, с. 886].

Саме останній підхід дозволяє найкращим чином сформулювати зміст реального інвестиційного капіталу, оскільки у ньому К. Маркс відходить від однобічності попередніх концепцій і звертає увагу на соціально-економічну сутність капіталу.

Першим твердженням К. Маркса є те, що будь-який капітал (промисловий, торговельний, позичковий) починає свій обіг із грошової форми, тобто як певна сума грошей. В подальшому він сформулював загальну формулу обігу капіталу, що стала у подальшому класичною:

$$G — T — G' \quad (1),$$

де G — початковий грошовий капітал, що вкладається у виробництво товару T , реалізація якого дозволяє отримати нові гроші в обсязі G' , що складається із початково авансованої суми грошей та приросту цієї суми.

Цей приріст K . Маркс назвав додатковою вартістю. Здатність грошей створювати додаткову вартість перетворює їх на капітал, тобто на вартість, що приносить додаткову вартість [5, с. 166].

У подальшому Маркс робить висновок про те, така додаткова вартість виникає зі споживої вартості товару і створюється у процесі його виробництва. Отже, гроші перетворюються на капітал тоді, коли вони авансуються в складові елементи процесу виробництва (засоби виробництва і робочу силу) з метою отримання додаткової вартості і привласнення результатів чужої праці. В даному випадку мова йде про так званий реальний капітал.

Адаптуючи концепцію світового вченого, ми можемо визначити, що інвестиційний капітал — це суспільні відносини, що виникають у процесі формування інвестиційних ресурсів щодо їх використання економічними суб'єктами для реалізації інвестиційних заходів.

У залежності від того, чи буде створено нову вартість в результаті використання цих інвестиційних ресурсів, пропонуємо надалі розглядати дві форми інвестиційного капіталу:

а) реальну, за якої інвестиційні ресурси спрямовуються у реальні інвестиції;

б) фіктивну, за якої інвестиційні ресурси спрямовуються у фінансові інвестиції.

Виходячи з такого розуміння сутності та форм інвестиційного капіталу, можна представити його формування та використання на макrorівні через призму розширеного відтворення (рис. 1).

Запропонована схема демонструє циклічний процес зростання ВВП, основу якого складає національний дохід країни. В ході його розподілу та перерозподілу формуються доходи суб'єктів господарювання. В процесі використання, особисті доходи частково спрямовуються на споживання, в той час як решта призначені для нагромадження. Саме остання категорія доходів забезпечують формування заощаджень, частина яких перетворюються на інвестиційний капітал. У вигляді інвестиційних ресурсів, інвестиційний капітал спрямовується у інвестиційний процес, де використовується для реалізації різноманітних інвестиційних заходів. В залежності від об'єкту інвестицій — реальні чи фінансові, інвестиційний капітал набере відповідно реальної чи фіктивної форми.

У разі реалізації реальних інвестицій відбувається створення унікальних інвестиційних об'єктів, які мають нову, нарощену споживну вартість. У результаті експлуатації / реалізації таких інвестиційних об'єктів формується дохід. Останній розподіляється наступним чином:

— відшкодування витрат за авансованим інвестиційним капіталом, у тому числі, сплата прибутку власнику тимчасово вільних коштів за користування ними. В разі, якщо тимчасово-вільні кошти були запозичені через емісію боргових цінних паперів і використані для фінансування реальних інвестицій, то власник таких цінних паперів отримує дохід у розмірі, передбаченому зобов'язанням емітента.

— додаткова споживча вартість у формі новоствореного суспільного продукту.

Якщо ж мова йде про фінансові інвестиції, то будучи втіленням фіктивного інвестиційного капіталу, вони

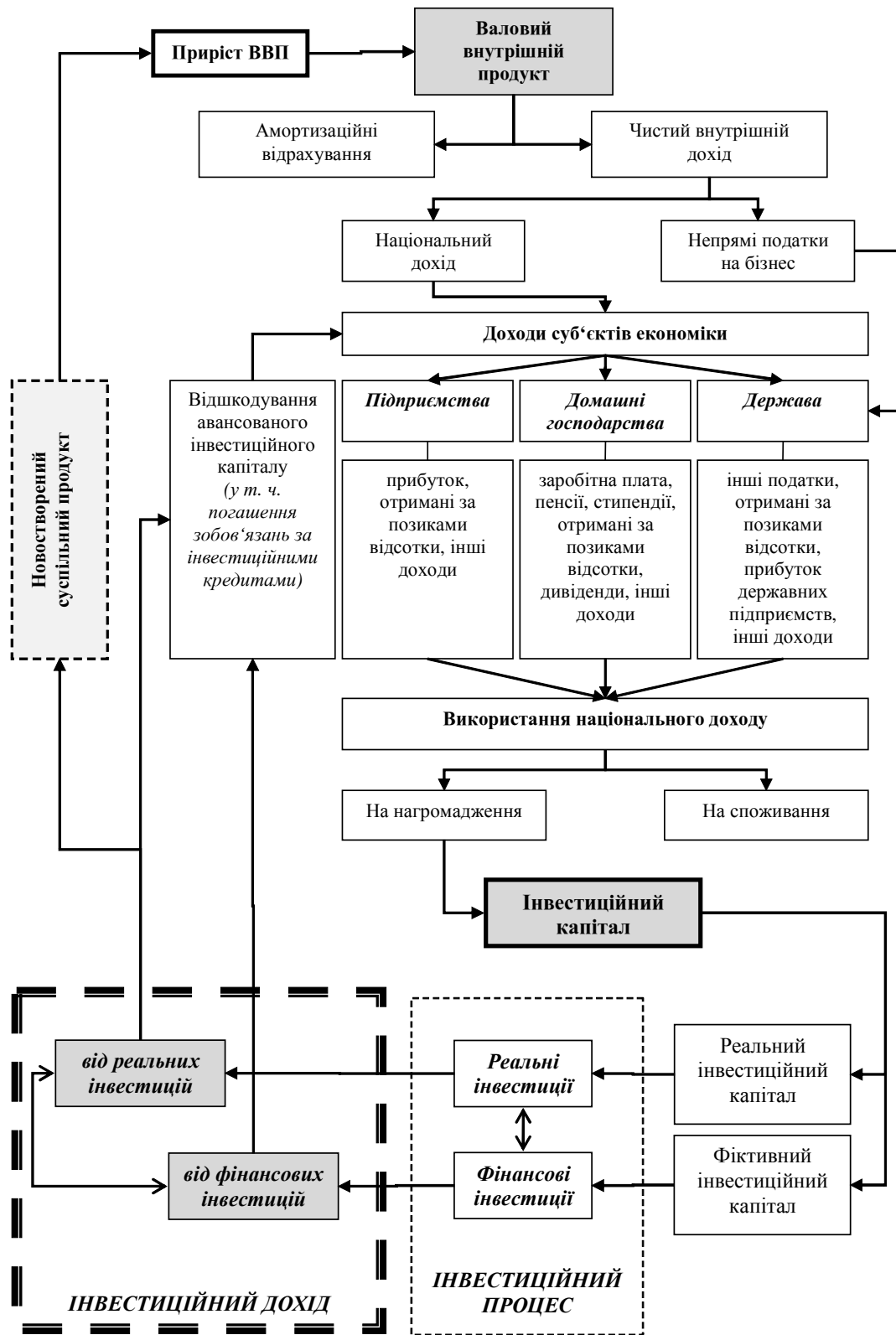


Рис. 1. Процес формування та використання інвестиційного капіталу на макрорівні

Джерело: складено автором.

лише утворюють дохід, необхідний для відшкодування вкладеного інвестиційного капіталу. В результаті реалізації таких інвестицій не буде створено додаткову споживчу вартість і не відбудеться формування нового суспільного продукту.

Постає необхідність з'ясувати, яку роль у формуванні та використанні інвестиційного капіталу на загаль-

но економічному рівні відіграють саме боргові цінні папери. Складність поставленого завдання полягає в тому, що вони беруть участь одночасно у формуванні фіктивного та реального інвестиційного капіталу. З однієї сторони, будучи об'єктом фінансових інвестицій, боргові цінні папери завжди виступатимуть інструментом формування саме фіктивного інвестиційного капіталу, не бе-

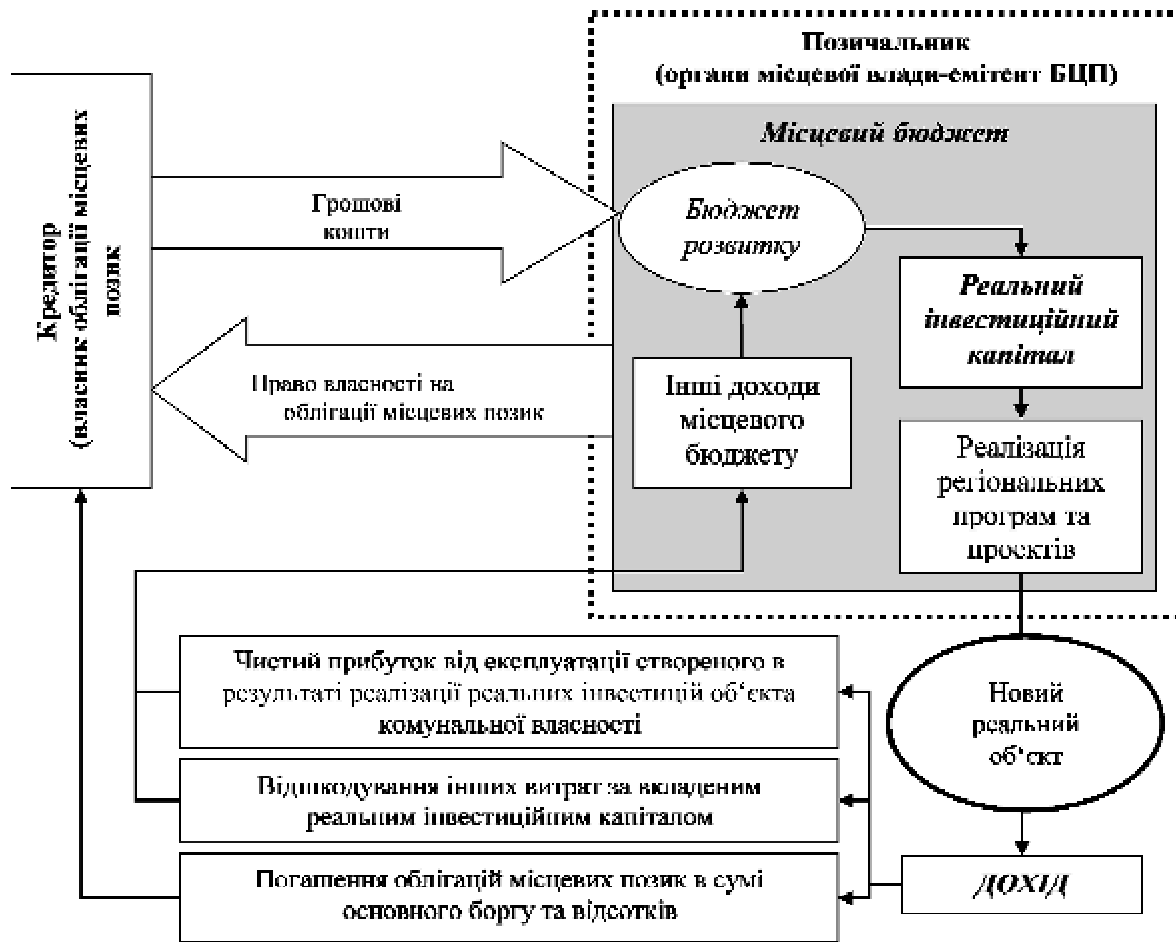


Рис. 2. Роль облігацій місцевих позик у кругообігу реального інвестиційного капіталу

Джерело: складено автором.

ручи участі у створенні нового суспільного продукту та розширеному відтворенні. З іншої сторони, за певних обставин боргові цінні папери можуть виступати інструментом формування реального інвестиційного капіталу в разі, якщо отримані від їх емісії кошти будуть спрямовані на фінансування реальних інвестицій; у такому разі БЦП виступатимуть інструментом формування реального інвестиційного капіталу, а значить братимуть участь у примноженні суспільного продукту і розширеному відтворенні.

Аби повною мірою розкрити питання щодо ролі боргових цінних паперів у формуванні реального інвестиційного капіталу, потрібно дослідити процес використання цього фінансового інструменту на мікрорівні для фінансування інвестиційної діяльності. Для цього слід точно визначити, які саме види боргових цінних паперів задіяні у цьому процесі.

Тут варто звернутись до категорії "інвестиційний кредит", який можна визначити як економічні відносини, що виникають між суб'єктами інвестиційного процесу (інвестором-позичальником та кредитором), пов'язані із передачею у користування вільних коштів на засадах зворотності, строкості, платності та добровільності з подальшим використанням цих коштів для фінансування інвестиційного проєкту [6]. Його особливостями є:

— сторони кредитної угоди є водночас суб'єктами інвестиційної діяльності;

— такий кредит має чітко визначене інвестиційне цільове призначення, оскільки запозичені кошти спрямовуються на фінансування конкретного інвестиційного проєкту;

— як правило, інвестиційний кредит укладається на тривалий строк, що прив'язаний до строку реалізації та окупності інвестиційного проєкту;

— надання такого кредиту потребує ретельної оцінки, в першу чергу, не самого позичальника, а інвестиційного проєкту;

— плата за кредит встановлюється відповідно до рівня доходності за інвестиціями, однак не вище нього;

— надання інвестиційного кредиту передбачає можливість надання позички з пільговим терміном відшкодування, що передбачає сплату лише процентів за кредит впродовж строку реалізації інвестиційного проєкту, а відшкодування основної кредиту — після експлуатації об'єкту інвестування;

— погашення позички та відсотків здійснюється лише за рахунок доходів, які одержує інвестор від реалізації інвестиційного проєкту.

Усі ці характеристики в тій чи іншій мірі можуть бути притаманні облігаціям нефінансових підприємств та муніципальним облігаціям. Тому в нашому дослідженні ми пристаємо на позицію, за якої формою інвестиційного кредиту є виключно ці боргові цінні папери. Це можна обґрунтувати наступними міркуваннями.

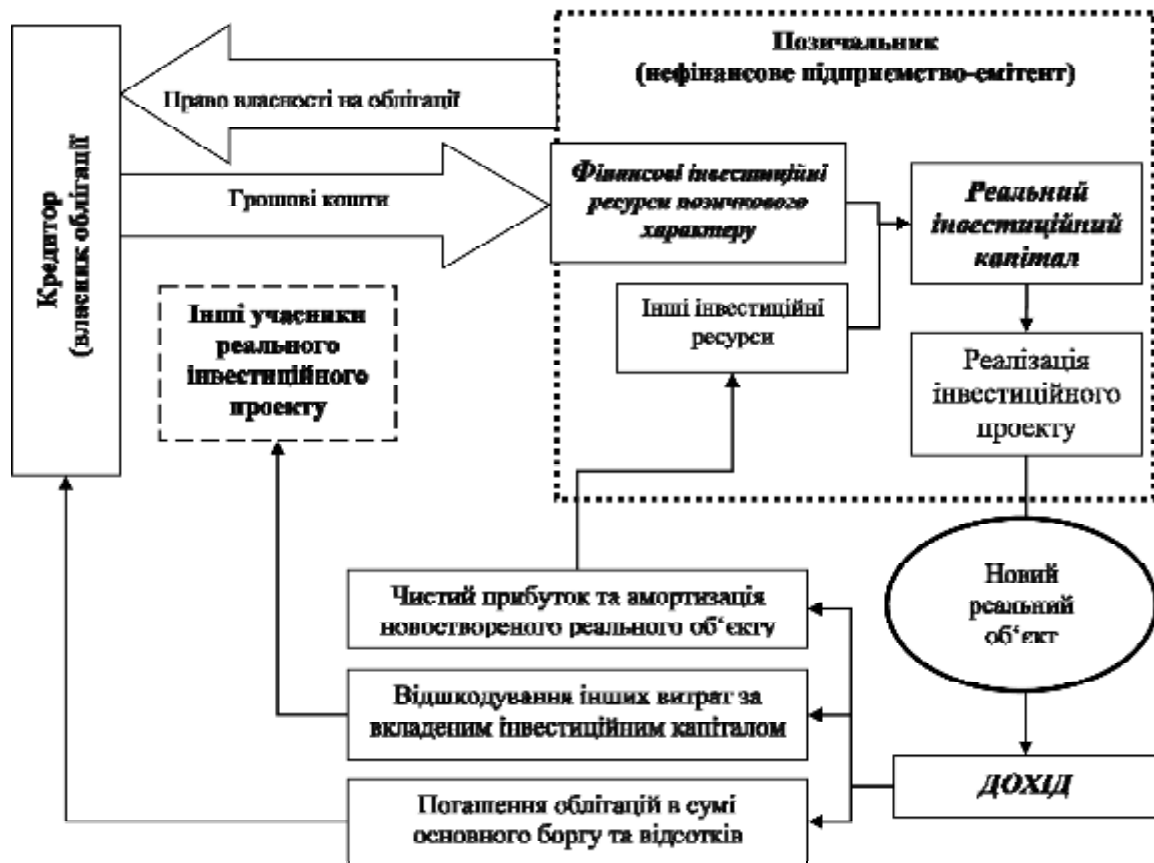


Рис. 3. Роль облігацій підприємств у кругообігу реального інвестиційного капіталу на рівні нефінансового підприємства

Джерело: складено автором.

По-перше, інвестиційний кредит має довгостроковий характер, оскільки реалізація інвестиційних проектів, які потребують такого фінансування, є масштабними і тривають понад 1 рік. Таким чином, мова не йде про цінні папери ринку грошей, на якому в обігу перебувають фінансові інструменти строком до 1 року. До таких боргових цінних паперів слід віднести інвестиційні сертифікати з фіксованою доходністю та ощадні (депозитні) сертифікати. В той же час до боргових цінних паперів ринку капіталу належать, насамперед, різні види облігацій зі строком обігу понад 1 рік.

По-друге, інвестиційний кредит передбачає цільове призначення, а саме фінансове забезпечення реалізації конкретного інвестиційного проекту. Цільовий характер емісії можуть мати лише облігації, у проспекті емісії яких обов'язково має бути зазначена мета емісії — напрям використання фінансових ресурсів із зазначенням конкретних обсягів, а також джерела погашення зобов'язань за облігаціями.

Таким чином, подальша увага буде зосереджена на облігаціях місцевих позик та облігаціях підприємств.

В Україні кошти, отримані від розміщення облігацій внутрішніх місцевих позик, залучаються до фінансування виключно бюджету розвитку відповідного місцевого бюджету. Крім того, у проспекті емісії обов'язково має бути вказана мета використання фінансових ресурсів, залучених від розміщення облігацій.

Отже, можемо зробити висновок про те, що облігації місцевих позик виступають інструментом формування

фінансових інвестиційних ресурсів, а саме тієї частини бюджетів місцевих громад, які спрямовані на реалізацію інвестиційної стратегії розвитку певної місцевості. При цьому мова йде про реальні інвестиційні проекти, тому їх реалізації супроводжуватиме процес утворення та використання реального інвестиційного капіталу. Схематично це виглядатиме наступним чином (рис. 2).

Як видно з рисунку 2, кошти, отримані в результаті розміщення на первинному ринку облігацій місцевих коштів до місцевого бюджету розвитку надходять грошові кошти. Разом з іншими надходженнями вони утворюють сукупність фінансових інвестиційних ресурсів (Г), які трансформуються у реальний інвестиційний капітал за умови їх використання для реалізації реальних інвестиційних проектів розвитку місцевості.

За умов, що інвестиційний проект є ефективним та реалізований успішно, буде створено новий реальний об'єкт (Т), який генеруватиме дохід (Г'), розмір якого буде достатнім для:

а) погашення зобов'язань перед власником облігацій місцевих позик в основні сумі боргу та за позичковим відсотком;

б) відшкодування інших витрат інвестиційного капіталу, які були понесені місцевими органами влади (за наявності — іншим учасникам, які брали участь у проекті) в ході фінансування реального інвестиційного проекту чи програми розвитку місцевості;

в) одержання чистого прибутку від експлуатації новоствореного об'єкту, що перебуває у власності місцевої громади.

За таких умов облігації місцевих позик виступають інструментом формування саме реального інвестиційного капіталу, а значить беруть участь у розширеному відтворенні.

На практиці ситуація дещо відрізняється від тієї, що була змальована вище. Досить часто місцеві органи влади змушені фінансувати проекти, від здійснення яких не передбачається отримання доходів. Мова йде про реальні інвестиції соціального спрямування. Однак навіть за таких обставин з певним часовим лагом відбувається процес розширеного відтворення, умови для якого створюються завдяки розвитку соціально-економічної інфраструктури регіону та підвищення рівня добробуту населення.

Іншою проблемою є те, що в Україні, на жаль, важко прив'язати джерела розрахунків за облігаціями місцевих позик до надходжень від реалізації інвестиційних проектів, на які було спрямовано акумульовані за рахунок випуску цих облігацій кошти.

Далі слід зупинитись на характеристиці облігацій підприємств. Їх емісію можуть здійснювати як фінансово-кредитні установи, так і нефінансові підприємства. Мета емісії облігацій підприємствами фінансового сектору перебуває у площині нарощування кредитно-інвестиційного портфелю компанії, а тому лише облігації нефінансових підприємств можуть прямо виступати в ролі інструмента формування фінансових інвестиційних ресурсів і брати участь у формуванні реального інвестиційного капіталу (рис. 3).

В обмін на право власності на облігацію, інвестор передає емітенту визначену суму коштів. За умови, що ці кошти будуть спрямовані на фінансування реального інвестиційного проекту, вони перетворюються на реальний інвестиційний капітал, який набуває грошової форми інвестиційних ресурсів. У складі грошових коштів (Г), які були сформовані інакше, ніж через емісію облігацій, разом з іншими видами інвестиційних ресурсів, вони спрямовуються емітентом у здійснення реальних інвестицій. Ці інвестиційні ресурси мають бути використані так, щоб в результаті реалізації проекту утворився новий реальний об'єкт (нова споживча вартість) (Г'), більша за споживчу вартість початкового вкладання коштів (Т). Ця нова споживча вартість набуває форми доходу (Г'') від експлуатації новоствореного реального об'єкту, який за нормальних умов має бути розподілений наступним чином:

а) власнику облігації має бути повернена основна сума боргу, а також сплачено зароблений дохід;

б) іншим учасникам інвестиційного процесу мають бути відшкодовані їх початкові витрати на реалізацію інвестиційного проекту, а також доходи за умови, що вони були передбачені;

в) нефінансове підприємство-емітент повинно сформувати амортизаційний фонд та отримати чистий прибуток від експлуатації / реалізації об'єкту інвестування.

ВИСНОВКИ

Отже, вивчення теоретичних засад формування реального інвестиційного капіталу через емісію боргових цінних паперів показало, що у цьому процесі задіяні облігації місцевих громад та підприємств нефінансового сектору. Такі результати мають практичну значущість, оскільки дозволяють зрозуміти місце боргових

цінних паперів у кругообігу і нарощуванні реального інвестиційного капіталу і спрямувати зусилля на розвиток ринків тих боргових цінних проектів, які мають потенціал у забезпеченні розширеного відтворення.

Реалізація останнього потребує дотримання принципової умови. Важливо, щоб частина чистого прибутку, отриманого підприємством-емітентом, повинна бути спрямована на подальшу інвестиційну діяльність. Те саме стосується і доходу інвестора-власника облігації, який має бути використаний або ж для купівлі облігацій нефінансових підприємств, або ж набути форми інших фінансових інвестиційних ресурсів. Те саме стосується і муніципальних облігацій. Кошти, які повернуться до місцевого бюджету у вигляді відшкодування витрат за авансованим інвестиційним капіталом та чистого прибутку від використання новоствореного реального об'єкту, мають бути спрямовані до бюджету розвитку, аби розпочати новий цикл кругообігу реального інвестиційного капіталу.

Література:

1. Рикардо Д. Сочинения: в 3-х т. — Т. 1. — М.: Госполитиздат, 1955. — 360 с.
2. Маршалл А. Принципы экономической науки. Т 3 / Пер. с англ. — М.: Издательская группа "Прогресс", 1993. — 352 с.
3. Самуэльсон Пол А. Экономика: [В 2 т.] / Пол А. Самуэльсон. — М.: НПО "Алгон": Машиностроение, 1997 — Т. 2. — 1997. — 413 с.
4. Маркс Карл. Капитал: критика политической экономии / К. Маркс. — М.: Госполитиздат. Т. 3, Кн. 3: Процесс капиталистического производства, взятый в целом, Ч. 1—2. — 1953. — 932 с.
5. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Том 1 (2-е издание) / (Предисл. Ф. Энгельса. Пер. И.И. Скворцова-Степатовна). — М.: изд. Политической Литературы, 1973. — 900 с.
6. Майорова Т.В., Петренко И.П. Инвестиционный кредит: теоретические основы и проблемы использования в экономическом росте страны / Т.В. Майорова, И.П. Петренко // Финансовый рынок и финансовая политика [Научный журнал]. — № 1. — 2012. — С. 24—32.

References:

1. Rikardo, D. (1955), *Sochinenija*: T. 1 [Works: V. 1], Gospolitizdat, Moscow, Russia.
2. Marshall, A. (1993), *Principy jekonomicheskoy nauki*: T. 3 [Principles of economics: V. 3], Progress, Moscow, Russia.
3. Samujel'son, P. A. (1997), *Jekonomika*: T. 2 [Economics: V. 2], Algon, Moscow, Russia.
4. Marks, K. (1953), *Kapital: kritika politicheskoy jekonomii*. T. 3 [Capital: a critique of political economy. V. 3], Gospolitizdat, Moscow, Russia.
5. Marks, K. (1973), *Kapital: kritika politicheskoy jekonomii*. T. 3 [Capital: a critique of political economy. V. 3], 2nd ed, izd. Politicheskoy Literatury, Moscow, Russia.
6. Majorova, T.V. and Petrenko, I.P. (2012), "Investment loan: theoretical foundations and problems of using the economic growth of the country", *Finansovyj rynek i finansovaja politika*, vol. 1, pp. 24—32.

Стаття надійшла до редакції 29.01.2014 р.