

Одним із найважливіших інститутів, що лежить в основі інноваційної економіки, є інститут освіти і науки. Дисфункціональність цього інституту пояснюється неефективним інституційним розширенням із нестабільною підтримкою монетарного діапазону. Так, основними джерелами фінансування науки є державний бюджет, кошти вітчизняних та іноземних замовників. Частка коштів державного бюджету, що спрямовується на науку, в сукупному ВВП становила 0,41% у 2005 році, порівняно з 0,40% у 2003 р. та 0,27% у 2002 році. Необхідним є доведення цього показника до 2,5-3% від ВВП. Тоді це буде "нормативний монетарний діапазон", характерний для даного суспільства. Це норматив, що використовується в розвинених країнах. Навіть виконання цього нормативу в Україні у порівнянні хоча б із країною ЄС-10 як показник "відсотків від ВВП на науку" є недостатнім, враховуючи розмір вітчизняного ВВП, який принаймні в 10 разів менший, ніж у сусідній Польщі. Тоді, щоб відповідати "нормативному монетарному діапазону", прийнятому у польському суспільстві, вітчизні потрібно збільшити фінансування науки до 25-30% від ВВП, однак це неможливо на сьогодні.

Для реалізації положень взаємозв'язку "наука – освіта – бізнес", а саме створення інноваційних і підприємницьких університетів [7, с. 5], які забезпечуватимуть підготовку кадрів для інноваційної економіки, необхідним є прийняття відповідного законодавчого забезпечення. Одним із законів у цьому пакеті нормативно-правових актів має бути прийнятий Закон України "Про співпрацю науки, освіти і бізнесу", який би регламентував характер і напрямки взаємодії трьох інститутів, а саме науки в особі науково-дослідних інститутів всіх секторів, освітніх університетів та бізнесу, як державного, так і приватного.

Таким чином, використання інституційно-інноваційного моделювання у руслі ефективного монетарного забезпечення функціонування інститутів є невід'ємною складовою формування інноваційної економіки в Україні.

Основні проблеми України в процесі розбудови інноваційної економіки аналізуються авторами в аспекті інституційного економічного планування. Так, проблематика функціонування інноваційних інститутів в Україні, які лежать в основі економічної системи інноваційного типу і є формальними та неформальними інститутами, здатними сформувати інституційне середовище та інноваційну інфраструктуру, зводиться до такого. В Україні спостерігається соціальне явище, яке О. С. Сухаревим пропонується називати макродисфункцією, що зводиться до втрати цілей, сфер застосування, функціонального наповнення більшості економічних інститутів, що характеризується різким зростанням транзакційних витрат, низькою стійкістю інститутів до мутацій і високим ступенем відторгнення організаційних форм [2, с. 398]. Слабкість інноваційного розвитку України пояснюється тим, що в інституційній матриці закладені стимули до неправомірної поведінки економічних агентів, які породжують дисфункцію інноваційних інститутів, а отже і макроекономічну дисфункцію всієї економічної системи. Отже, потребами України щодо інноваційного розвитку є подолання дисфункції інститутів і макродисфункції як системної кризи й недосконалості інституційної структури. Одним з інструментів подолання макродисфункції є використання концепції насичення монетарного діапазону функціонування інститутів інноваційної ініціативи відповідно до "нормативного монетарного діапазону", що прийнятий у даному суспільстві. Безумовно, монетарне насичення інститутів можливе при ефективній фінансовій політиці, яка включає в себе недопущення рестриктивної грошово-кредитної політики та стимулюючої фіскальної політики, збалансованої інноваційно-орієнтованої бюджетної політики.

туціональна теорія і економічна політика: к нової теорії передаточного механізму в макроекономіці. Кн. I: Інституціональна теорія. Методологічний ескіз. – М.: ЗАО "Издательств "Экономика", 2007. – 516 с. 3. Закон України "Про пріоритетні напрямки інноваційної діяльності в Україні" від 16 січня 2003 року за №433-IV // <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>. 4. Федулова Л. І. Державна політика в національній інноваційній системі: стабільність зберігається // Актуальні проблеми економіки України. – 2008. – №4(82). – С. 90 – 103. 5. Коваленко Л. О. Фінансове забезпечення інноваційної моделі економічного розвитку // Інвестиції: практика та досвід. – 2008. – №7. – С. 13 – 15. 6. Закон України "Про основні засади розвитку інформаційного суспільства в Україні на 2007 – 2015 роки" №537-V // <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>. 7. Кочетков Г. Б. США: Новая роль университетов в экономике, основанной на знаниях // США, Канада: экономика, политика, культура. – 2007. – №9 (453). – С. 3 – 20. 8. Олейник А. Н. Институциональная экономика [Текст]: Учебн. пособ. – М.: ИНФРА-М, 2005. – 416 с. 9. Институциональная экономика: новая институциональная экономическая теория: Учебник / Под ред. А. А. Аузан. – М.: Б. и., 2006. – 416 с. 10. Иванова Н. И. Инновационный бизнес: основа устойчивого роста экономики Российской Федерации: Доклад // Инновации. – 2006. – №5. – [http://innov.eltech.ru/innov\\_W/innov.html](http://innov.eltech.ru/innov_W/innov.html).

Стаття надійшла до редакції  
25.02.2009 р.

УДК 336.763.3:624

Холодна Ю. Є.  
Нагай І. В.

## ЦІЛЬОВІ ОБЛІГАЦІЇ ЯК ІНСТРУМЕНТ ФІНАНСУВАННЯ БУДІВНИЦТВА

*Market review of real estate building in Ukraine is aduced and finance instruments of such building are discovered in this article. There are estimation and comparative analysis of these instrument and development perspectives.*

Трансформаційні процеси, що відбуваються в економіці України сприяють зміні кон'юнктури та інфраструктури ринку країни, появи нових складових економіки. Однією з таких складових є фондовий ринок, що відображає дію ринкових законів, цілеспрямованість та доцільність ринкових рішень, впровадження нових законодавчих актів. У той же час, процеси, що протікають на ринку, сприяють акумулюванню й ефективному перерозподілу капіталу між галузями, погашенню боргів й взаємозаліків, отриманню позик. Таким чином, фондовий ринок як складова трансформаційної економіки знаходиться в постійній взаємодії з іншими її складовими ... [1], зокрема з будівництвом, відображаючи процеси, що впливають на нього.

Протягом останніх п'яти років ринок нерухомості на пострадянському просторі знаходився у стані постійного зростання. В Україні ціни на житло підвищились майже у 10 разів, а ціни на офісні приміщення майже у 20 [2]. Таке тривале зростання можна пояснити впливом декількох досить значних факторів.

По-перше, збільшення статків деяких груп населення привело до збільшення попиту на житло, зокрема на житло

**Література:** 1. Зайцев Ю. К. Соціалізація економіки України та системна трансформація суспільства: методологія і практика: Монографія. – К.: КНЕУ, 2002. – 131 с. 2. Сухарев О. С. Інсти-

© Холодна Ю. Є., Нагай І. В., 2009

підвищеної комфортності. Це спричинило справжній будівельний бум не лише у великих містах, але й у районних центрах.

По-друге, підвищена зацікавленість іноземних інвесторів, як до вітчизняних об'єктів підприємництва, так і до перспективи створення нових підприємств, приводить до підвищення попиту з боку іноземців на нерухомість в Україні.

Питання фінансування будівництва дуже гостро постає в сучасних економічних умовах, і є вкрай актуальним: динаміка зростання цін в Україні є досить нестабільною. Підвищений попит на ринку нерухомості спостерігається восени, коли, як правило, й відбувається найстрімкіше зростання цін. Порівняно з серпнем 2006 року ціни на первинному ринку в Україні зросли на 40%, а порівняно з січнем 2007 року – всього на 12,5% [2].

За прогнозами аналітиків найгостріше це питання поставане незабаром, у зв'язку з проведенням в Україні Чемпіонату світу з футболу Євро – 2012. Тільки в Києві необхідно створити 10 тис. місць у готелях для забезпечення мінімально необхідного рівня розміщення приїжджих. Якщо в середньому в європейських столицях нараховується 2000 – 4000 тис. готелів, то в Києві їх на сьогодні трохи більше ніж 120 [3].

Сьогодні порівняно з житловою та офісною нерухомістю альтернативним постає питання готельного будівництва. Саме таке будівництво, на думку експертів, може більш за все зацікавити інвесторів, оскільки новозбудовані готелі можуть стати нерухомістю "подвійного призначення". Частина таких будівельних об'єктів після закінчення Євро-2012 можна буде продати як житло [4].

Сьогодні, щоправда, перед українським ринком нерухомості постала інша проблема – світова економічна криза, що призвело до зупинення будівництва багатьох об'єктів нерухомості, але, на думку авторів, це проблема тимчасова та не є проблемою зникнення джерел фінансування. Зараз відбувається лише перерозподіл коштів між цими джерелами. Очікується, що відтік кредитних ресурсів клієнтів компенсується коштами, які було знято потенційними покупцями нерухомості зі своїх депозитних рахунків у банках. Але все одно це не вирішує проблему дефіциту зовнішніх інвесторів, кількість яких суттєво зменшилась на тлі останніх подій у світі.

Для вирішення проблеми фінансового забезпечення будівництва необхідно вирішити проблему залучення інвесторів для здійснення спільних проектів. Розмаїття існуючих сьогодні фінансових інструментів спантеличує та збентежує потенційних інвесторів, які постійно перебуваючи у пошуку найпростіших та найнадійніших схем здійснення фінансових операцій, що призводить до втрати дорогоцінного часу, а, отже й грошей. Окремим питанням постає можливість залучення інвестиційних коштів на біржовому ринку, що, по-перше, спрощувало б процедуру переходу прав власності на інвестиційний актив, а, по-друге, більшою мірою захищало б інвестора. Саме тому для залучення більшої кількості інвесторів будівельним організаціям потрібно пропонувати зрозумілі та прості схеми інвестування своїх об'єктів, актуальність яких зростає кожного дня.

Шляхи вирішення проблеми фінансування будівництва висвітлені в роботах вітчизняних вчених та практиків Р. Блажко, Л. Ковтун, В. Крупельницького, Є. Мануляка, І. Наумця та інших, але схемі фінансування саме через цільові облігації приділено недостатню увагу. Так, багато з авторів [5 – 7] більше уваги приділяють фондам фінансування будівництва та іпотечним облігаціям. Ті ж з авторів, які розглядають цільові облігації як інструмент фінансування будівництва, майже не здійснюють дослідження можливості бездокументарного обігу таких цінних паперів та виведенню їх на фондову біржу [8; 9]. Вони більше сконцентровані на механізмі впровадження цільових облігацій у процес фінансування будівництва.

Метою дослідження є обґрунтування схеми фінансування житлового будівництва з використанням цільових облігацій, доведення переваг саме цієї схеми серед інших існуючих шляхів здійснення такого фінансування, а також її удосконалення.

Завданням при проведенні дослідження є дослідження схеми фінансування будівництва з використанням цільових облігацій; розробка напрямків удосконалення існуючої схеми.

Оскільки згідно з Законом "Про інвестиційну діяльність" зі змінами від 15.12.2005 р., об'єкти житлового будівництва не можуть бути об'єктами пайового інвестування, інвесторам, як правило, пропонують один з таких варіантів фінансування:

1. Фонди фінансування будівництва (ФФБ).
2. Фонди операцій з нерухомістю (ФОН).
3. Інститути спільного інвестування (ІСІ).
4. Недержавні пенсійні фонди.
5. Цільові облігації (ЦО) [10; 11].

Варто зауважити, що всі вищеперераховані варіанти, за виключенням використання недержавних пенсійних фондів, здійснюються за допомогою цінних паперів: сертифікатів участі у ФФБ, сертифікатів ФОН, акцій або сертифікатів ІСІ, цільових облігацій. Тому буде слушним зауваження, що у тій фінансовій ситуації, що склалася на фондовому ринку країни, процес фінансування будівництва в країні став досить уразливим та знаходиться під постійним впливом можливих ризиків, що безумовно впливає на потік інвестицій. Незважаючи ні на що, сьогодні більшість будівельних об'єктів в Україні фінансується саме з джерел ФФБ та ФОН.

Обираючи джерелом фінансування фонди, забудовник одразу ж після підписання договору з управителем фонду повинен укласти з ним іпотечний договір, тим самим беручи на себе ризик втрати прав на об'єкт будівництва. Також повинен бути укладений договір уступки майнових прав на нерухомість, яка є об'єктом будівництва, з відкладальними умовами, за яким у разі порушення забудовником умов договору, управителю доручається виконувати функції забудовника або передоручати це іншим особам, що ніяким чином не захищає ані будівельну організацію, ані довіритель ФФБ. Особливо незахищеним забудовник стає у разі співпраці з ФФБ виду Б [10], бо за умовами такої співпраці, він має брати на себе зобов'язання дотримуватися рекомендацій управителя щодо споживчих властивостей об'єктів інвестування та проводити всі роботи у вартісних межах погоджених з управителем. Управитель сам визначає поточну ціну вартості об'єкта будівництва та коефіцієнти поверху і комфортності (рис. 1).

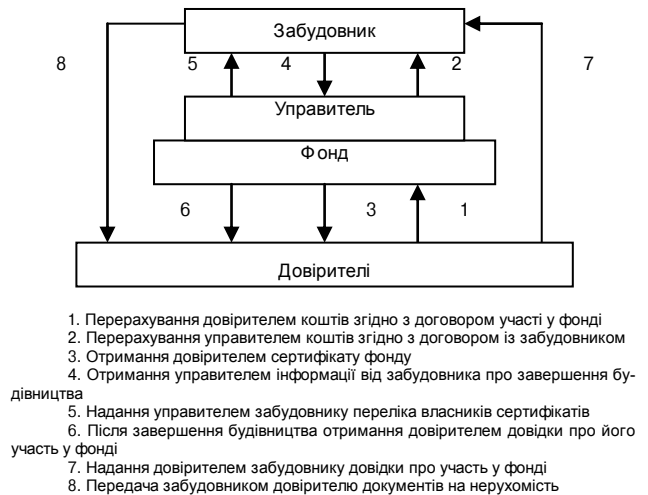
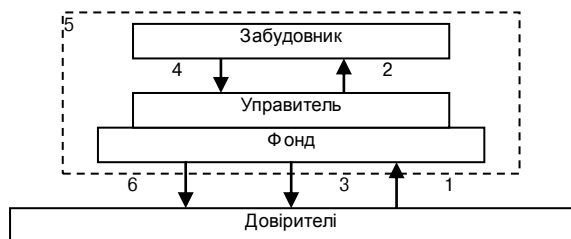


Рис. 1. Схема роботи ФФБ

Також ФФБ передбачає проходження всіх коштів довірцями через управителя фонду, а не безпосередньо до забудовника, що підвищує ризики, пов'язані з надходженням коштів, а необхідність створення оперативного резерву фонду збільшує суму внесків довірцями без фактичного збільшення фінансування будівництва. Узгодження з управителем всіх фінансових потоків, пов'язаних із будівництвом, уповільнює не лише діяльність щодо цього об'єкта, а й зменшує ефективність роботи усієї будівельної організації. Після введення об'єкта в експлуатацію, забудовник знову буде змушений брати на себе витрати – оформлювати права власності довірцями на нерухомість йому доведеться своїм коштом.

Інший шлях фінансування – ФОН (рис. 2).



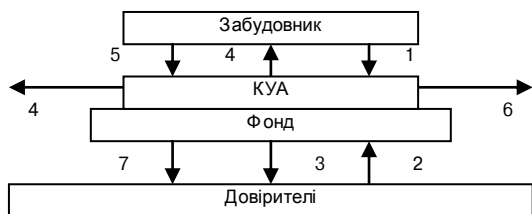
1. Перерахування довірителем коштів згідно з договором участі у фонді
2. Перерахування управителем коштів згідно з договором із забудовником
3. Отримання довірителем сертифіката фонду
4. Отримання управителем інформації від забудовника про завершення будівництва
5. Розпорядження об'єктом будівництва згідно з Договором між забудовником та управителем фонду
6. Здійснення викупу сертифікатів ФОН згідно з проспектом емісії сертифікатів

Рис. 2. Схема роботи ФОН

Він є більш сприятливим для забудовника, оскільки фактично "покупцем" є фонд, який має фінансові зобов'язання перед довірцями. Але, як і ФФБ не бере до уваги постійно зростаючі ціни на здійснення будівництва, встановлюючи ліміт на зростання вартості не більше 20%. Також для використання ФОН забудовник повинен співпрацювати з управителем, який має достатній розмір власного капіталу, для здійснення операцій ФОН. За Законом [10] номінальна вартість сертифікатів ФОН не повинна перевищувати 50-кратного розміру власного капіталу емітента, що безумовно обмежує діяльність забудовника [10].

Якщо для забудовника доцільність використання саме ФОН є зрозумілою, то інвестори повинні чітко розрізнити сутність цих фондів та приймати рішення залежно від мети фінансування. Так метою створення ФФБ є отримання довірцями ФФБ житла у власність, метою ж створення ФОН є отримання доходу власниками сертифікатів цього ФОН.

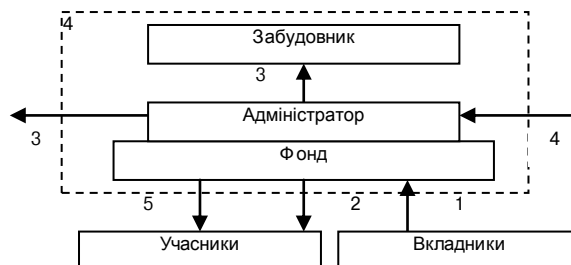
Використання ІСІ для фінансування будівництва (рис. 3) є найбільш простим, але й найбільш дорогим шляхом отримання коштів для забудовника. Тут не існує попередніх договорів застави чи договору передачі майна з відкладальними обставинами. Схема фінансування будівництва через ІСІ передбачає, за законом, внесення об'єкта будівництва до початкового статутного капіталу корпоративного інвестиційного фонду або його входження до складу активів пайового інвестиційного фонду, що в подальшому позбавляє забудовника можливості розпорядження цим майном [12]. Але найчастіше використовується схема, коли і забудовник, і КУА є членами однієї фінансово-промислової групи або холдингу. У цьому разі використання ІСІ є сприятливим для забудовника та досить зручним для інвестора. Такі ІСІ мають бути обов'язково строковими та не відкритими. Усе це безумовно є досить складним для розуміння пересічного покупця [7].



1. Включення об'єкта незавершеного будівництва до активів фонду
2. Перерахування учасниками коштів на придбання акцій або сертифікатів фонду
3. Видача сертифікатів учасникам
4. Інвестування будівництва та інша господарська діяльність
5. Передача об'єкта будівництва
6. Реалізація об'єкта будівництва
7. Вкуп акцій та сертифікатів ІСІ

Рис. 3. Схема фінансування будівництва через ІСІ

Здійснення фінансування будівництва через недержавні пенсійні фонди (рис. 4) можливе лише якщо в інвестиційній декларації такого фонду одним з напрямків інвестування є інвестування в будівництво в межах 5% від всіх активів фонду [13].



1. Перерахування вкладниками коштів згідно з договором участі у фонді
2. Відкриття рахунку на учасника фонду
3. Перерахування адміністратором коштів згідно з договором із забудовником та здійснення інвестування згідно з інвестиційною декларацією фонду
4. Здійснення реалізації об'єкта будівництва згідно з договором та одержання фондом прибутків від здійснення іншого інвестування
5. Зарукування частини прибутку на рахунок учасника

Рис. 4. Схема фінансування будівництва через недержавні пенсійні фонди

Відсутність цільової спрямованості функціонування пенсійного фонду відносно будівництва може не забезпечити стабільного надходження коштів, оскільки пріоритетним напрямком діяльності фонду залишатиметься основний вид його діяльності. Ще одним ризиком несвоєчасного надходження грошових коштів може стати реорганізація або ліквідація пенсійного фонду [13].

Фонди фінансування, інвестиційна декларація яких не передбачає виключного інвестування в об'єкт будівництва, або фонди, кошти яких можна спрямовувати лише на фінансування активів, за рахунок яких ці фонди сформовані, можуть стати незручними та ненадійними для будівельника.

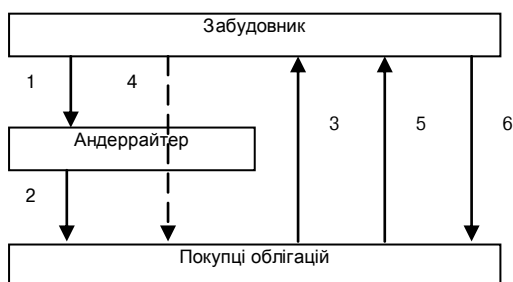
Облігації у сфері будівництва ще не набули такого розповсюдження як фонди фінансування, що, зокрема, пов'язано з недостатньою проінформованістю.

На думку багатьох інвесторів, ще однією схемою фінансування будівництва є використання іпотечних облігацій. Але, згідно з Законом України "Про іпотечні облігації", іпотечні облігації не є механізмом фінансування будівництва. Закон [14] забороняє включати об'єкти незавершеного будівництва в іпотечне покриття звичайних іпотечних облігацій, емітентом яких є іпотечний кредитор. Таким чином і структуровані іпотечні облігації не можуть слугувати схемою фінансування будівництва. Теоретично виконувати роль іпотечних облігацій могли б й звичайні процентні, або дисконтні облігації, але Закон забороняє здійснювати випуск таких облігацій під будівництво [14].

В останній час операції з цільовими облігаціями в Україні набувають особливого значення у реальних секторах економіки: промисловості, будівництві тощо. Зокрема в будівництві чітка схема розміщення та погашення облігацій викликає довіру інвесторів, що пов'язано не лише з їх розумінням суті операції, але й перевіреною практикою. Цільові облігації надають забудовникові більш високий ступінь незалежності, аніж за використанням фондів фінансування, що дає йому можливість самостійного регулювання своїх грошових потоків, при цьому без підвищення ступеня ризику для власників цих облігацій, бо вони є захищеними законодавством про цінні папери та фондовий ринок. Використання цільових облігацій також вирішує проблеми встановлення ринкової вартості нерухомості та безперебійного забезпечення фінансування [9]. Але існує один суттєвий недолік у існуючій системі – товаром за цільовими облігаціями виступають метри житла. Це унеможливає ідентифікацію об'єкта інвестування (тобто визначеної квартири), спонукає до сумнівів покупців таких облігацій, викликає труднощі при процедурі погашення через можливе

неспівпадіння фактичного метражу квартири з фактично закріпленими за облігацією метрами. Також досить суперечливою є процедура оформлення прав власності покупця на нерухомість, придбану у такий спосіб.

Починаючи з 2005 року впроваджена принципово нова схема фінансування будівництва з використанням цільових облігацій, яку автори пропонують зобразити таким чином (рис. 5).



1. Укладання договору розміщення
2. Здійснення розміщення серед покупців
3. Перерахування коштів покупцями згідно з договором розміщення
4. Передача сертифікату облігації
5. Передача облігації
6. Передача забудовником квартири

Рис. 5. Схема фінансування будівництва через цільові облігації

Мета її використання полягає у спрощенні процедури фінансування будівництва, оптимізації існуючих схем інвестування шляхом об'єднання належних переваг кожної в єдиний новий фінансовий інструмент. Сутністю таких цільових облігацій є простота та прозорість закріплення одиниці житла за системою "одна облігація – одна квартира". Ніякої плутанини при продажі таких облігацій – за облігацією певної серії та номеру закріплюються квартира за певною адресою в будинку, що будується. Інформація щодо відповідності облігації та квартири публікується в офіційних друкованих виданнях Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР).

Упровадження такої схеми можливе як самим емітентом, так і за участю андеррайтера. Підписавши з емітентом договір на обслуговування, андеррайтер сприяє всім етапам реєстрації випуску облігацій, а саме:

1. Розробка та підготовка інформації про випуск.
2. Підготовка проекту протоколу (рішення) про випуск облігацій.
3. Публікація оголошення.
4. Підготовка заяви про реєстрацію.
5. Забезпечення отримання звіту рейтингового агентства.
6. Отримання дозволів до реєстрації.
7. Публікація інформації про випуск.
8. Забезпечення друку бланків.
9. Підготовка змін до інформації про випуск (у разі наявності таких змін).
10. Публікація змін до інформації про випуск (у разі наявності таких змін).
11. Здійснення розміщення облігацій.
12. Повідомлення емітента про перебіг розміщення облігацій.

Від моменту прийняття рішення емітентом про випуск облігацій до безпосереднього початку розміщення проходить, як правило, від 4 до 5 місяців [9].

Витрати на емісію облігацій складають 1,4 – 1,9% (залежно від обсягів емісії та строків обігу облігацій) від їх номінальної вартості, яка фактично є собівартістю будівництва [9].

Перевагами цього фінансового інструменту є прозорість, мобільність, вартість, привабливість для інвесторів.

Прозорість полягає у відсутності незрозумілих як для забудовника, так і для покупця схем. Сплативши вартість облігації, покупець стає її власником, що автоматично надає йому право на отримання квартири, яка закріплена за придбаною

ним облігацією. Усі облігації випускаються у формі сертифікатів, виготовлених на спеціальних бланках. Наявність сертифікату облігації збільшує довіру покупця, а грамотне тлумачення суті операції спеціалістами приводить до високого ступеня довіри покупців саме до цього фінансового інструменту. Відкритість інформації щодо кожного випуску облігацій зменшує можливість щодо введення покупців в оману.

Як жодний фінансовий інструмент у сфері будівництва, облігації, в даному випадку, акумулюють грошові потоки інвесторів, а потім ефективно розподіляють їх при здійсненні емітентом будівництва. Той факт, що ринкова вартість облігації вище за її номінал, не викликає негативних емоцій у покупців. Різниця між номінальною та ринковою вартістю – це дохід без ПДВ, при чому дохід не валовий, а за цінним папером.

Зменшена до мінімуму кількість учасників зумовлює мобільність цільових облігацій. Здійснення цієї фінансової схеми дозволяє зберегти кошти, а також спрощує саму схему для прийняття її клієнтом, що відіграє майже визначальну роль при підписанні угоди. Можливість спілкування інвестора напряму з емітентом облігацій дозволяє більш ефективно вирішувати поточні питання, це дозволяє емітенту бути постійно у курсі подій на кожній стадії операції, а інвестору вдовольнити свої потреби швидко та просто. Це викликає у клієнта відчуття турботи та небайдужості до його інтересів.

Ще однією перевагою цільових облігацій є те, що вони вже самі по собі є самодостатнім товаром, який за необхідності власник може продати, закласти, подарувати тощо ще до завершення будівництва.

Ринкова вартість облігації, на будь-якій стадії будівництва нижче за вартість квартири на вторинному ринку житла. Саме цей фактор дає поштовх для покупців нерухомості на придбання цільової облігації. Досить привабливим фінансовим інструментом є вона й для інвесторів-спекулянтів. Завдяки тому, що на початку будівництва вартість облігації значно менше її вартості наприкінці, у інвестора з'являється можливість отримання прибутку від її перепродажу.

Незручності, пов'язані з великим ґрунтовним документообігом та необхідністю рейтингування емітента, жодним чином не впливає на ефективність використання цього фінансового інструменту, тим паче, що всі клопоти з оформлення документів бере на себе фінансовий консультант. Більше того вони підвищують безпеку покупців, що робить цей фінансовий інструмент ще більш привабливим для них. Цей вид фінансування будівництва є повністю безпечним для інвестора: реєстрація кожного випуску проводить ДКЦПФР після проведення аналізу фінансового стану забудовника, його прав на здійснення будівництва, а також здійснює перевірку щодо руху грошових коштів, отриманих від продажу облігацій, за цільовим призначенням.

Рейтинг, що характеризує стійкість, надійність та інвестиційну привабливість облігацій, щоквартально присвоює Національне рейтингове агентство, за результатами аналізу господарської діяльності емітента [15].

Особливості обігу цінних паперів в Україні виключають можливість продажу однієї й тієї ж облігації декільком особам. Облігація фізично може бути продана тільки одній особі. Таким чином покупцю гарантується, що його облігацію не буде подано іншим особам [15].

Як правило, строки здачі дома в експлуатацію сягають 1-2 роки від моменту реєстрації, що по суті, і є строком погашення облігацій. Порушення таких строків призводить до відповідальності забудовника згідно з законодавством України [16].

За цією схемою фінансування будівництва здійснюють вже близько 10 будівельних компаній в Україні, зокрема в Харкові, Києві, Дніпропетровську, Славутчі. Кожен з випусків облігацій є унікальним, враховує регіональну специфіку кожного будівельного об'єкта, та технічно удосконалюється з урахуванням зауважень, щодо минулих випусків [2].

Результатом проведеного дослідження є виявлення у схемі фінансування будівництва з використанням цільових облігацій суттєвого недоліку, пов'язаного з неможливістю ви-

пуску бездокументарних цільових облігацій і, як наслідок, виведення їх на біржовий ринок. Так, при випуску бездокументарних цінних паперів однієї серії (А1, А2, А3...) повинна мати місце можливість їх повної уніфікації, тобто вони мають бути абсолютно тотожними, що досить важко забезпечити при випуску цільових облігацій, товаром за якими виступає конкретна квартира [15; 17]. На сьогодні перспектом емісії цінних паперів, як правило, передбачається, що всі цінні папери, товаром за якими виступають квартири з однаковими характеристиками, належать до однієї серії (А або В, або С, або ...) та відрізняються лише номерами [17].

Для вирішення цієї проблеми, автори пропонують нову систему присвоєння серії та номеру цільовим облігаціям при їх випуску. Так, незалежно від характеристики квартири, кожній цільовій облігації повинна присвоюватись нова серія (А1,В1,...,Z1,АА1,АВ1,...,ZZ1,ААА1,ААВ1,...). Таким чином, в кожній серії буде лише одна облігація, яка буде тотожна сама собі. Звісно, це спричинить іншу проблему – наявність великої кількості серій, але надасть змогу за необхідності випускати цільові облігації під будівництво в бездокументарній формі.

Таким чином, за результатами здійсненого порівняльного аналізу всіх існуючих схем фінансування будівництва можна зробити висновок, що використання цільових облігацій є найдешевшою, найпростішою та при цьому не менш надійною та захищеною схемою ніж інші. Вона є зручною як для емітента (забудовника) так і для інвестора (покупця нерухомості). За використанням цільових облігацій, стратегія інвестора є більш гнучкою, оскільки, як фінансовий інструмент вони мають досить високу ліквідність, як на фондовому ринку, так і на ринку нерухомості, а забудовник має досить мобільний та надійний інструмент залучення коштів для забезпечення майбутнього будівництва. А з використанням запропонованої авторами системи присвоєння облігаціям серії та номеру, вони матимуть змогу стати ще й інструментом біржового ринку. Подальшим перспективним напрямком проведення досліджень є розробка схеми залучення іноземних інвесторів, що, у зв'язку з очікуваним зростанням попиту саме з боку іноземців, дасть можливість швидкого акумулювання забудовниками грошових коштів на побудову цілих житлових комплексів.

**Література:** 1. Пономаренко В. С. Моделювання поведінки інвестора на фондовому ринку: Монографія / В. С. Пономаренко, О. В. Раєвнева, К. А. Стрижченко. – Харків: ВД "ИНЖЕК", 2004. – 264 с. 2. www.ukrstat.gov.ua. 3. Подмазко Л. Ринок заповичень для фінансування житлового будівництва на півдні України // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2008. – №10. www.rusnauka.com/10\_NPE\_2008/Economics/29378.doc.htm 4. Мануляк С. Окремі питання фінансування будівництва житла // Актуальні питання цивільного та господарського права. – №1. – 2007. – www.yurpayintel.com.ua/2007/1/article09/. 5. Кравченко В. І. Фінансування будівництва житла: Новітні тенденції Ч. 1. / В. І. Кравченко, К. В. Поливода. – К.: Міжнародний інститут фінансів, 2006. – 173 с. 6. Кравченко В. І. Фінансування будівництва житла: Новітні тенденції Ч. 2. / В. І. Кравченко, К. В. Поливода. – К.: Міжнародний інститут фінансів, 2006. – 131 с. 7. Крупельницький В. Поняття та правове регулювання венчурних пайових інвестиційних фондів у будівництві; форми здійснення інвестицій; цільові облігації // Строительный учет. – 2008. – №7(18). – www.dominion.in.ua/article.php?article\_id=45. 8. Кириллов С. Облигації підприємств. – Харків: Фактор, 2003. – 290 с. 9. Ковтун Л. Використання цільових облігацій для фінансування будівництва житла // Правовий тиждень. – 2007. – №37(58). – www.legalweekly.com.ua/article/?uid=85. 10. Закон України "Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю" зі змінами від 15.12.2005 р. №3201-IV //www.rada.gov.ua/. 11. Закон України "Про інвестиційну діяльність" зі змінами від 19.01.2006 р. №3370-IV // www.rada.gov.ua/ 12. Закон України "Про інститути спіль-

ного інвестування" зі змінами від 15.12.2005 р. №3201-IV // www.rada.gov.ua/. 13. Закон України "Про недержавне пенсійне забезпечення" зі змінами від 15.12.2005 р. №3201-IV // www.rada.gov.ua/. 14. Закон України "Про іпотечні облігації" зі змінами від 23.02.2006 №3480-IV // www.rada.gov.ua. 15. Рішення Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку №999 "Про затвердження положення про депозитарну діяльність" від 24.01.2008 р. // www.rada.gov.ua/. 16. Наумець І. Траст, який ще не лопнув // Контракти. – 2006. – №6. – www.kontrakt.com.ua/show/ukr/article/33/0620066866.html. 17. Рішення Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку №1178 "Про затвердження положення про порядок випуску облігацій підприємств" від 26.10.2006 р. // www.rada.gov.ua/. 18. Блажко Р. Порядок створення та функціонування фондів фінансового будівництва // Юридичний журнал. – №6. – 2008. – www.justnian.com.ua/article.php?id=2977.

Стаття надійшла до редакції  
29.01.2009 р.

УДК [336.748.12:338.23](477) **Найдёнов В. С.**

## ИНФЛЯЦИЯ В УКРАИНЕ — СЛЕДСТВИЕ НЕКОМПЕТЕНТНОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

*The causes of unceasing inflation in the country and also fundamental economic factors, that influence negatively on that process are defined. Some measures to get over the inflation crisis, including rotation of accents in economic policy, are suggested.*

*Почему не прекращается инфляция. Какова роль денег*  
На Украине уже полтора десятка лет не прекращается высокая инфляция. Гиперинфляция 90-х утихла после 2000 г. Но с 2003 г. снова темпы инфляции стали нарастать (табл. 1).

Таблица 1

Рост цен на Украине (% соотношений к прошлому году)

№ п/п		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	За 7 лет
1	Потребительские цены	106,1	99,4	108,2	112,3	110,3	111,6	116,6	185
2	Цены производителей промышленной продукции	100,9	105,7	111,1	124,1	109,5	114,1	119,5	219
3	Цены производителей сельскохозяйственной продукции	105,0	87,4	102,6	105,8	108,1	102,4	138	188,4
4	Все цены (дефлятор ВВП)	109,9	105,1	108	115,1	124,5	113,8	121,7	247,5
5	Монетизация МЗ/ВВП	129,9	134,8	133,6	118,0	150,2	125,6	114,4	1238,3