АКТУАЛЬНІ ПИТАННЯ ЕКОНОМІЧНИХ НАУК

Менеджмент

УДК 330.322.16:005.591.4:338.124.4

DOI https://doi.org/10.5281/zenodo.19642012

Моделі залучення інвестицій для модернізації підприємств в умовах підвищених економічних ризиків

Станкевич Богдан Віталійович,

кандидат економічних наук,

ЗВО «Львівський університет бізнесу та права»

ORCID: https://orcid.org/0009-0000-3157-2894

Прийнято: 11.12.2024 | Опубліковано: 30.12.2024

Анотація. Стаття систематизує моделі залучення інвестицій для модернізації підприємств в умовах підвищених економічних ризиків. Обґрунтовано, що підвищені ризики радикально трансформують інвестиційний процес через зростання вартості капіталу, скорочення горизонту інвестування та звуження доступних інструментів. На основі теорії реальних опціонів, pecking order theory та інституційної теорії розкрито «парадокс модернізації в кризі»: саме тоді, коли оновлення виробничих потужностей є критичним для виживання підприємств, його найскладніше профінансувати. Запропоновано класифікацію моделей залучення за типом капіталу та розподілом ризиків: боргові, пайові, гібридні, грантові, blended finance, партнерські моделі. Систематизовано механізми de-risking (гарантійні, страхові, структурні, інституційні, інформаційні та технічні інструменти). На основі порівняльного аналізу досвіду Ізраїлю, Колумбії, Грузії, Польщі та В'єтнаму виявлено спільні патерни: пріоритетність інституційного de-risking над субсидійним, роль anchor investors як каталізаторів інвестиційних екосистем. Для України запропоновано стратегічну конфігурацію на основі портфельного підходу та принципу «de-risk,

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

don't avoid», що поєднує blended finance з war risk insurance, грантово-кредитні мікси для МСП та інституційні реформи.

Ключові слова: моделі залучення інвестицій, модернізація підприємств, підвищені економічні ризики, blended finance, de-risking, war risk insurance, pecking order theory, теорія реальних опціонів, інституційна якість, портфельний підхід.

Stankevych Bohdan Vitaliyovych,
Candidate of Economic Sciences,
Lviv University of Business and Law
ORCID: https://orcid.org/0009-0000-3157-2894

Investment attraction models for enterprise modernisation under elevated economic risks

Abstract. The article systematises investment attraction models for enterprise modernisation under elevated economic risks. It is substantiated that elevated risks (macroeconomic instability, political and legal uncertainty, security threats, structural and infrastructural disruptions) fundamentally transform the investment process by increasing the cost of capital, shortening investment horizons, narrowing the range of available instruments, and shifting investor risk appetite towards flight to safety. Drawing on the real options theory by Dixit and Pindyck, the pecking order theory by Myers and Majluf, and the institutional theory by North, the study reveals the 'modernisation paradox in crisis': precisely when upgrading production capacity is critical for enterprise survival and adaptation, financing such upgrades becomes most difficult due to escalating risk premiums and investment paralysis. A classification of investment attraction models is proposed based on capital type and risk allocation: debt, equity, hybrid, grant-based, blended finance, partnership, and innovative models. De-risking mechanisms are systematised across six categories: guarantee, insurance,

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

structural, institutional, informational, and technical instruments designed to reduce investment project risk to levels acceptable for private investors. Comparative analysis of Israel, Colombia, Georgia, Poland, and Vietnam reveals common patterns: the priority of institutional de-risking over direct subsidisation, the catalytic role of anchor investors in building investment ecosystems, the effectiveness of sectoral targeting, and the necessity of complementary institutional reforms. For Ukraine as a borderline case of elevated risks where all five risk clusters operate simultaneously, a strategic configuration is proposed based on a portfolio approach and the 'de-risk, don't avoid' principle, combining blended finance with war risk insurance, grant-credit mixes for SMEs, industrial parks with reduced risk profiles, and parallel institutional reforms as a baseline condition for the effectiveness of all financial instruments.

Key words: investment attraction models, enterprise modernisation, elevated economic risks, blended finance, de-risking, war risk insurance, pecking order theory, real options theory, institutional quality, portfolio approach.

Постановка проблеми. Підвищені економічні ризики радикально деформують інвестиційний процес, перетворюючи модернізацію підприємств (критично необхідну для виживання та адаптації) на фінансово найскладніше завдання. Цей парадокс визначає центральну проблему дослідження: саме тоді, коли оновлення основних засобів, технологій і бізнес-процесів є питанням корпоративного виживання, премія за ризик зростає до 8–27 процентних пунктів понад рівень зрілих ринків [5], горизонт інвестування скорочується, а перелік доступних інструментів фінансування звужується до мінімуму. За даними Європейського інвестиційного банку, підприємства, що сприймають невизначеність як суттєву перешкоду, демонструють інвестиційну активність, нижчу на 2,5 в.п. (приблизно третину середнього рівня інвестицій) [1]. Проблема набуває особливої гостроти в умовах глобальної геополітичної фрагментації, post-COVID волатильності та збройних конфліктів, де стандартні моделі залучення інвестицій не працюють, але формуються нові (war risk mechanisms,

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

blended finance, donor-backed guarantees). Україна як держава, що перебуває в умовах повномасштабного збройного конфлікту, є граничним випадком, де всі п'ять кластерів підвищених ризиків діють одночасно, а потреба в модернізації для забезпечення обороноздатності та економічної стійкості є безпрецедентною.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематика інвестиційної поведінки в умовах підвищених ризиків є предметом активних досліджень у кількох споріднених наукових напрямах. Kolev та Randall у робочому документі Європейського інвестиційного банку на основі масштабних опитувальних даних кількісно оцінили вплив невизначеності на інвестиції, встановивши, що підприємства зі сприйняттям високої невизначеності знижують інвестиційну активність приблизно на третину від середнього рівня [1]. Li, Tong, Xiao та Zhang у *Journal of International Business Studies* дослідили вплив тероризм-індукованої невизначеності на інвестиції фірм у НДДКР, підтвердивши висновки теорії реальних опціонів про зростання «вартості очікування» за підвищеної волатильності [2]. Ahmed, Fekete-Farkas та Hágen у *Mediterranean Journal of Social Sciences* перевірили pecking order theory на вибірці йорданських підприємств, підтвердивши зв'язок між прибутковістю, борговим навантаженням та дивідендною політикою відповідно до ієрархії джерел фінансування [3].

Khan, Dong, Bibi et al. у *Journal of the Knowledge Economy* методом GMM на панельних даних за 2002–2019 рр. підтвердили позитивний вплив усіх шести індикаторів Kaufmann на потоки прямих іноземних інвестицій у всіх групах країн за доходом [4]. Damodaran у робочому документі Stern School of Business кількісно оцінив країнову премію за ризик, встановивши діапазон від 0% для зрілих ринків до 26,7% для країн під санкціями [5]. Sabir, Rafique та Abbas у *Financial Innovation* конкретизували вплив інституційної якості на FDI, довівши, що слабкий захист прав власності та утруднене виконання контрактів підвищують премію за ризик і сповільнюють економічну активність [6].

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

Flammer та Giroux у робочому документі NBER дослідили механіку blended finance, показавши, що інститути фінансування розвитку надають вищу пільговість проєктам у країнах з вищим політичним ризиком та більшою інформаційною асиметрією [7]. Convergence у звіті *State of Blended Finance 2024* зафіксувала кумулятивний обсяг ринку blended finance на рівні $213 млрд за 1 123 транзакції, відзначивши зсув від грантів до гарантій як основного пільгового інструменту [8]. Shuwaikh у *International Journal of Finance and Economics* продемонструвала, що корпоративний венчурний капітал функціонує як інструмент створення реальних опціонів в умовах невизначеності [13]. Kouton, Sanogo та Djomgoue у *Economic Change and Restructuring* довели, що якість інституцій визначає розподіл ризиків між державним та приватним секторами у ДПП-проєктах [14]. Bagh et al. у *Managerial and Decision Economics* емпірично підтвердили вплив фінансової гнучкості на схильність до ризику фірм на ринках BRIC [16].

Yıldırım та Çelik у *Borsa Istanbul Review* підтвердили валідність pecking order theory для турецьких виробничих підприємств методом панельної квантильної регресії [19]. Dorożyński, Dobrowolska та Kuna-Marszałek у *Entrepreneurial Business and Economics Review* дослідили вплив інституційної якості на ПІІ в країнах Центральної та Східної Європи [18]. Ambroziak та Hartwell у *Regional Studies* оцінили вплив спеціальних економічних зон Польщі на регіональний розвиток, зафіксувавши позитивний ефект на інвестиції, але з поглибленням міжрегіональних диспропорцій [26]. Wang, Benson та Lansbury у *The Economic and Labour Relations Review* проаналізували модель Samsung у В'єтнамі як приклад anchor investor strategy для промислової модернізації [17].

Виділення невирішених частин проблеми. Водночас у зазначених дослідженнях недостатньо розробленими залишаються питання портфельного підходу до комбінування різних моделей залучення інвестицій під конкретний ризиковий профіль, механізми адаптації моделей фінансування модернізації до умов збройного конфлікту як граничного випадку підвищених ризиків, а також

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

порівняльна ефективність інституційного versus субсидійного de-risking. Це формує дослідницьку лакуну, яку покликана заповнити дана стаття.

Формулювання цілей статті. Мета статті – систематизувати моделі залучення інвестицій для модернізації підприємств в умовах підвищених ризиків, оцінити механізми de-risking та запропонувати стратегічну конфігурацію моделей на основі міжнародного досвіду й українського контексту як граничного випадку. Для досягнення мети поставлено такі завдання: типологізувати підвищені ризики за каналами впливу на інвестиційний процес; класифікувати моделі залучення інвестицій за типом капіталу та розподілом ризиків; систематизувати механізми de-risking; здійснити порівняльний аналіз міжнародного досвіду; обґрунтувати стратегічну конфігурацію для українських підприємств.

Виклад основного матеріалу. Термінологічна чіткість є передумовою коректного аналізу. Під «моделями залучення інвестицій» розуміємо формалізовані схеми взаємовідносин між підприємством-реципієнтом та інвестором або кредитором, що визначають джерело капіталу, інструмент, умови, розподіл ризиків і механізм повернення: боргові, пайові, гібридні, грантові, партнерські та інноваційні моделі. Модель залучення інвестицій не тотожна джерелу фінансування (конкретне походження коштів), інвестиційному інструменту (юридична форма) чи фінансовій стратегії підприємства (загальна логіка фінансових рішень). «Модернізація підприємств» означає оновлення основних засобів, технологій, бізнес-процесів і продуктової лінійки як конкретна інвестиційна мета, що потребує капіталу; вона відрізняється від реконструкції (відновлення параметрів), цифрової трансформації (один із напрямів модернізації) та технічного переозброєння (вужче за змістом). «Підвищені економічні ризики» визначаємо як стан середовища, за якого ймовірність та масштаб негативних відхилень від очікуваних результатів суттєво перевищують нормальний рівень; вони відрізняються від невизначеності за Найтом (відсутність можливості присвоїти ймовірності), кризового стану (фаза

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

економічного циклу) та системного ризику (ризик колапсу всієї системи). Аналогічно, de-risking як цілеспрямоване зниження ризику проєкту до прийнятного рівня не дорівнює хеджуванню (перенесення ризику через деривативи), страхуванню (компенсація збитків ex post) чи диверсифікації (розподіл ризику між активами).

Підвищені ризики з точки зору інвестиційного рішення доцільно типологізувати за п'ятьма кластерами: макроекономічні (інфляція, девальвація, волатильність ставок, рецесія), політико-правові (зміна регулювання, корупція, слабкий rule of law, загроза націоналізації), безпекові (збройний конфлікт, тероризм, санкції), структурні (технологічні зміни, disruption конкурентного ландшафту) та інфраструктурні (руйнування фізичної інфраструктури, енергетичний дефіцит, логістичні розриви). Кожен кластер деформує інвестиційний процес через специфічні канали, проте всі вони конвергують у чотирьох ефектах: зростання вартості капіталу через risk premium, скорочення горизонту інвестування через short-termism, звуження доступних інструментів (банки обмежують кредитування, ПІІ відлякуються) та зміна ризикового апетиту інвесторів у бік flight to safety. Damodaran кількісно оцінив цей ефект: країнова премія за ризик для зрілих ринків становить 0%, для помірно ризикових країн – 3,2%, для високоризикових – 8,4%, для уражених конфліктом – 9,7%, а для країн під санкціями – 26,7% [5].

Теоретичну основу для розуміння цих деформацій формують три концептуальні рамки. Теорія реальних опціонів Dixit та Pindyck пояснює інвестиційний параліч: за підвищеної невизначеності зростає option value of waiting, оскільки незворотна інвестиція знищує опціон інвестувати пізніше, коли інформація покращиться; стандартні моделі демонструють, що подвоєння волатильності приблизно подвоює інвестиційний поріг. Li et al. на прикладі тероризм-індукованої невизначеності підтвердили суттєвий негативний вплив на інвестиції фірм у НДДКР [2], а Shuwaikh продемонструвала, що корпоративний венчурний капітал функціонує як інструмент створення реальних опціонів у

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

ситуації невизначеності [13]. Pecking order theory Myers та Majluf пояснює, чому в умовах підвищених ризиків підприємства ще більше схиляються до внутрішніх джерел фінансування: інформаційна асиметрія загострюється, зовнішні інвестори вимагають додаткову премію, а коефіцієнти фінансового дефіциту для країн, що розвиваються, типово нижчі за одиницю, що свідчить про часткове дотримання теорії [3; 19]. Yıldırım та Çelik підтвердили валідність pecking order для турецьких виробничих підприємств, показавши, що чутливість до внутрішніх фондів зростає зі збільшенням рівня інвестицій [19]. Інституційна теорія North трактує якість інститутів як фактор, що або демпфує, або посилює вплив ризиків на інвестиції: Khan et al. підтвердили позитивний вплив усіх шести індикаторів Kaufmann на потоки ПІІ [4], а Sabir et al. конкретизували, що за слабкого захисту прав власності премія за ризик зростає, а економічна активність сповільнюється [6]. Дослідження впливу макроекономічної невизначеності на інвестиційну поведінку підприємств підтверджує, що за умов справжньої невизначеності стандартні інструменти управління ризиком не працюють, а інвестиційні рішення потребують принципово інших підходів [25]. Центральним для нашого аналізу є «парадокс модернізації в кризі»: саме в умовах підвищених ризиків модернізація найпотрібніша для адаптації виробничих потужностей до нових реалій, але найскладніше профінансована через зростання вартості капіталу та інвестиційний параліч.

Описане теоретичне підґрунтя формує логічний перехід до систематизації моделей залучення інвестицій, оскільки різні профілі ризиків вимагають різних конфігурацій інструментів. Моделі доцільно класифікувати за типом капіталу та розподілом ризиків між реципієнтом і інвестором, оскільки саме розподіл ризику визначає придатність моделі для конкретного профілю ризикового середовища. До боргових моделей належать банківський кредит, корпоративні облігації, фінансовий та оперативний лізинг, кредитні лінії Європейського банку реконструкції та розвитку, Міжнародної фінансової корпорації, Європейського інвестиційного банку. Їхня спільна риса полягає у фіксованих зобов'язаннях

 ISSN 3041-2129

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

позичальника та пріоритеті кредитора. За підвищених ризиків ці моделі стикаються з суттєвими обмеженнями: зростання процентних ставок, ескалація вимог до застави, скорочення строків кредитування та жорсткі covenant-обмеження. Лізинг, утім, зберігає відносну привабливість для модернізації обладнання, оскільки власність на актив залишається у лізингодавця, що частково знижує кредитний ризик. Пайові моделі охоплюють прямі іноземні інвестиції (greenfield, M&A), венчурний капітал, private equity та залучення стратегічного інвестора. Вони передбачають поділ ризику між підприємством та інвестором, який бере на себе частину ризику, але вимагає контролю та дохідності, що компенсує ризик. За даними Nebe et al., ПІІ в країни, що розвиваються, впали з приблизно 3% ВВП на початку 2010-х до 1,6% у 2020-х, а friend-shoring та near-shoring стали домінуючими патернами перерозподілу інвестицій [11].

Гібридні моделі, зокрема мезонінне фінансування (subordinated debt із equity kicker), конвертовані облігації, revenue-based financing та привілейований капітал, забезпечують гнучкість розподілу ризику між борговим та пайовим компонентами. Bagh et al. емпірично підтвердили значущий вплив фінансової гнучкості на схильність до ризику фірм на ринках BRIC, причому ефективність інвестицій модерує цей зв'язок [16]. Грантові та субсидійні моделі включають гранти міжнародних донорів (USAID, GIZ, Програма розвитку ООН), державні субсидії та програми co-financing. Вони обмежені за обсягом, обтяжені бюрократією та цільовим використанням, а головною їхньою слабкістю залишається sustainability після завершення програми. Проте в середовищах з екстремальними ризиками саме гранти часто стають єдиним стартовим капіталом. Blended finance як поєднання грантового або пільгового компонента з комерційним фінансуванням є ключовою адаптивною моделлю для ризикових середовищ. За даними Convergence, кумулятивний обсяг blended finance досяг $213 млрд за 1 123 транзакції [8]. Flammer та Giroux на даних Міжнародної фінансової корпорації показали, що інститути розвитку надають вищу

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

пільговість проєктам у країнах з вищим політичним ризиком та більшою інформаційною асиметрією [7]. Гарантії стали одним із основних пільгових інструментів blended finance, демонструючи зростаючу роль порівняно з грантами, які поступово втрачають домінування [8]. Партнерські моделі (державно-приватне партнерство, концесії, спільні підприємства, build-operate-transfer) розподіляють ризики між державним та приватним секторами. Kouton et al. довели, що в країнах із сильнішим контролем корупції та ефективнішим урядуванням приватний сектор бере на себе більше ризиків у ДПП-проєктах [14]. Нарешті, інноваційні моделі на кшталт краудфандінгу, токенізованого фінансування та impact investing доповнюють арсенал, але залишаються нішевими в ризикових середовищах. Узагальнення придатності основних моделей за профілем ризиків подано у табл. 1.

Таблиця 1

Аналітична матриця придатності моделей залучення інвестицій за профілем підвищених ризиків

Модель залучення	**Макроекономічні ризики**	**Безпекові ризики**	**Інституційні ризики**	**Інфраструктурні ризики**
Банківський кредит	Обмежена: ставки зростають пропорційно до інфляції, covenant-обмеження посилюються	Мінімальна	Помірна за наявності ліквідної застави	Низька через ризик знищення об'єкта застави
Лізинг	Відносно стійка: актив залишається у власності лізингодавця	Залежить від наявності war risk insurance на об'єкт лізингу	Помірна	Висока для імпортного обладнання за збереженості логістичних каналів
ПІІ (пайова модель)	Помірна: інвестор розділяє ризик, але вимагає вищої дохідності	Критично низька – flight to safety	Низька без BIT та арбітражних клаузул; висока за наявності ICSID	Помірна: greenfield чутливий, M&A – менш залежне
Мезонінне фінансування	Помірна: equity kicker компенсує процентний ризик	Низька	Обмежена через складність enforcement subordinated debt	Не залежить безпосередньо

 ISSN 3041-2129

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

Blended finance	Висока: пільговий компонент абсорбує частину процентного ризику	Висока за наявності донорських гарантій «першого збитку»; без них – обмежена	Помірна: DFI привносять власні стандарти governance	Висока: технічна допомога покриває feasibility studies
Грантові програми	Не чутлива до ставок	Висока: донори готові фінансувати conflict-affected зони	Висока, але з ризиком залежності	Висока для відновлення
ДПП (PPP)	Обмежена: довгостроковість контрактів конфліктує з волатильністю	Мінімальна без суверенних гарантій компенсації	Критично залежна від rule of law та передбачуваності регулювання	Потенційно висока для інфраструктурних проєктів за належного розподілу ризиків

Джерело: складено автором на основі [1; 5; 7; 8; 11; 14].

Визначивши спектр моделей залучення інвестицій та їхні обмеження в ризикових середовищах, доцільно перейти до аналізу механізмів de-risking, які трансформують ризикові профілі і відкривають доступ до ширшого кола моделей.

De-risking як цілеспрямоване зниження ризику інвестиційного проєкту до рівня, прийнятного для приватного інвестора, є критичною ланкою між підвищеними ризиками та можливістю модернізації. Інструменти de-risking поділяються на шість категорій. Основу системи формують гарантійні інструменти: державні гарантії, гарантії Багатостороннього агентства з гарантування інвестицій (MIGA), портфельні гарантії кредитних фондів та фонди часткового гарантування. MIGA у FY2024 видала $6,4 млрд нових гарантій, а валовий портфель перевищив $25 млрд [9]. Платформа гарантій Групи Світового банку, запущена у липні 2024 р., створила єдиний механізм доступу до гарантійних інструментів із цільовим показником $20 млрд на рік до 2030 р. Другу категорію становлять страхові інструменти: страхування політичних ризиків, war risk insurance та trade credit insurance покривають ризики,

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

які неможливо диверсифікувати. За даними Конференції ООН з торгівлі та розвитку, глобальні потоки ПІІ скоротилися на 2% у 2023 р. до $1,3 трлн, а покриття політичних ризиків страхуванням залишається фрагментарним, охоплюючи лише незначну частку сукупних інвестицій у країни, що розвиваються [15]. Цей розрив між потребою та покриттям є одним із ключових бар'єрів для інвестицій у модернізацію.

Структурні інструменти (проєктне фінансування через Special Purpose Vehicle, tranching, escrow, step-in rights) ізолюють ризик проєкту від балансу ініціатора. Інституційні інструменти забезпечують каркас довіри через стабільне регулювання, двосторонні інвестиційні угоди та арбітражні клаузули. Інформаційні інструменти, зокрема звітність за МСФЗ, ESG-disclosure, кредитний рейтинг і стандартизований due diligence, знижують інформаційну асиметрію. Технічні інструменти (feasibility studies, independent engineering review, оцінка екологічного та соціального впливу) зменшують проєктну невизначеність. Системними провайдерами de-risking виступають інститути фінансування розвитку: Європейський банк реконструкції та розвитку, Міжнародна фінансова корпорація, DEG, FMO, Proparco. За даними Організації економічного співробітництва та розвитку, у 2023 р. мобілізований приватний капітал досяг $70 млрд [10], а середній коефіцієнт мобілізації Багатосторонніх банків розвитку становить $0,75 приватного капіталу на $1 МБР, проте в найменш розвинених країнах він падає до $0,37. Дослідження Європейського Парламенту ідентифікує ризик moral hazard: що менше ризику бере на себе приватна сторона, то менше стимулів для ефективного управління проєктом [12]. Додатково існують ризики crowding out приватних ініціатив, створення залежності від донорів і недостатньої стійкості проєктів після завершення пільгового фінансування. Середні коефіцієнти мобілізації нижчі за одиницю свідчать, що blended finance поки не виконує своєї амбіційної місії масштабної мобілізації приватного капіталу. Тому de-risking є необхідною, але недостатньою

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

умовою і має поєднуватися з інституційними реформами, що підтверджує міжнародний досвід.

Описана інституційна архітектура de-risking становить організаційну рамку, проте її практична ефективність розкривається лише через призму конкретного досвіду країн, що залучали інвестиції для модернізації в умовах підвищених ризиків. Ізраїль є прикладом інвестиційної привабливості попри перманентний безпековий ризик. Програма Yozma (1993) з державним капіталом $100 млн каталізувала 60-кратне зростання венчурних інвестицій (з $58 млн у 1991 р. до $3,3 млрд у 2000 р.); шість із десяти фондів досягли дохідності понад 100% IRR. Ключовий механізм полягав не в субсидуванні, а у створенні ринку: держава виступила anchor investor із вбудованим механізмом приватизації. Інституціональний каркас (двостороння торговельна угода зі США, витрати на НДДКР на рівні 5,4% ВВП, потужний кадровий капітал) компенсував безпекову премію. У 2024 р. запущена Yozma 2.0 ($155 млн державних коштів із левериджем $700 млн інституційних інвесторів) у відповідь на кризу після 7 жовтня 2023 р.

Колумбія демонструє зональний підхід до інвестицій за внутрішнього конфлікту. ПІІ зросли на 500% між 2001 та 2016 рр. попри активний конфлікт із FARC. Bancóldex як банк розвитку забезпечив кредитні лінії для модернізації малих і середніх підприємств, а Європейський інвестиційний банк виділив €150 млн спеціально для «зон стабілізації» (170 муніципалітетів, найбільш уражених конфліктом). Водночас Fajardo-Steinhauser емпірично довів нульовий економічний ефект мирної угоди у муніципалітетах колишнього контролю FARC без комплементарних інвестицій у державну спроможність, що є фундаментальним уроком для post-conflict reconstruction. Грузія (2004–2012) реалізувала радикальну дерегуляцію як головний інструмент de-risking: ліквідація 84% ліцензійних вимог, скорочення податків із 21 до 6, стрибок у рейтингу Doing Business зі 112-го на 8-ме місце. ВВП зріс із $3,9 млрд до $15,8 млрд, ПІІ – з $0,4 млрд до $2,0 млрд. Проте критичний аналіз виявляє обмеження:

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

формальна дерегуляція не забезпечила de facto захисту прав власності, нерівність зросла, безробіття збільшилося з 11,5% до 15%. Dorożyński et al. підтверджують: якість інститутів має позитивний вплив на ПІІ, але одного дерегулювання недостатньо – потрібен rule of law [18].

Польща є найуспішнішим прикладом модернізації через поєднання ПІІ та структурних фондів Європейського Союзу. Спеціальні економічні зони (14 зон з 1994 р.) акумулювали PLN 112 млрд (€26 млрд) інвестицій і створили 312 000 робочих місць; Польща стала найбільшим реципієнтом фондів згуртування ЄС (€86 млрд за 2014–2020 рр.). Ambroziak та Hartwell підтвердили позитивний вплив СЕЗ на регіональний розвиток, хоча з ефектом поглиблення міжрегіональних диспропорцій [26]. В'єтнам ілюструє модель anchor investor: Samsung з кумулятивними ПІІ $18,2 млрд створила екосистему з понад 80 постачальників та забезпечувала до 20% експорту країни [17]. 350 промислових зон, 51 двостороння інвестиційна угода та 17 угод про вільну торгівлю сформували інституційну рамку. Спільні патерни всіх п'яти кейсів: de-risking через інститути, а не лише субсидії; anchor investors як каталізатори екосистем; blended finance для мобілізації приватного капіталу; секторальна фокусовка. Не менш повчальні уроки помилок: невдале вибирання «чемпіонів» (picking winners failure), конкуренція зниженням стандартів (race to the bottom) через надмірні пільги та залежність від одного джерела. Ці патерни формують аналітичну основу для оцінки українського контексту.

Виявлені патерни міжнародного досвіду набувають особливого значення для України як граничного випадку підвищених ризиків, де стандартні моделі не працюють, але формуються нові. Після падіння ВВП на 28,8% у 2022 р. економіка відновилася на 5,3% у 2023 р. [22]. Капітальні інвестиції переважно фінансуються за рахунок власних коштів підприємств (понад 70%), а частка іноземних інвесторів залишається мінімальною [22]. Це яскраве підтвердження pecking order theory у граничних умовах: підприємства інвестують переважно з внутрішніх джерел через неприйнятну вартість зовнішнього капіталу. ПІІ впали

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

з $7,95 млрд (2021) до $0,22 млрд (2022) і частково відновилися до $4,2 млрд (2023), причому значна частина цієї суми складалася з реінвестованого прибутку за умов обмежень Національного банку України на репатріацію дивідендів [20]. Профіль ризиків для України охоплює всі п'ять кластерів одночасно: безпековий (ракетні обстріли, мінування), макроекономічний (інфляція понад 5% у 2024 р., облікова ставка НБУ 13,0%), інституційний (корупція, судова система), кадровий (мобілізація, еміграція), інфраструктурний (руйнування енергетичної інфраструктури) [23]. Вартість відновлення та реконструкції оцінюється у $486 млрд.

Діючі моделі залучення інвестицій адаптувалися до воєнних умов. Програма «Доступні кредити 5-7-9%» як основний інструмент пільгового кредитування за час війни видала 99 700 кредитів на 370,4 млрд грн із мультиплікатором 6:1 (на кожну 1 грн бюджетних витрат бізнес отримує 6 грн кредитів). У 2024 р. програму рефокусовано на інвестиційне кредитування та оборонну промисловість; для зон високих воєнних ризиків установлено ставку 1% на перші 5 років. Грантова програма єРобота інвестувала 11 млрд грн у 22 700 грантів, створивши понад 50 000 робочих місць. Фонд часткового гарантування кредитів в агросекторі (капіталізація приблизно 400 млн грн з підтримкою ЄС та Світового банку) забезпечує гарантії до 80% кредиту для малих фермерів. Міжнародні інститути фінансування розвитку стали основними зовнішніми інвесторами: Європейський банк реконструкції та розвитку у 2023 р. розмістив €1,8 млрд в Україні, а кумулятивний обсяг інвестицій за час повномасштабної війни перевищив €3,8 млрд [21]. Міжнародна фінансова корпорація суттєво наростила інвестиції в Україну, подвоївши довоєнні обсяги, із залученням значних обсягів blended finance від міжнародних донорів. Системним інструментом є Ukraine Facility ЄС (€50 млрд на 2024–2027 рр.): Pillar II (Ukraine Investment Framework) передбачає використання гарантій і грантів із метою мобілізувати значні обсяги публічних і приватних інвестицій для відновлення та модернізації [24].

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

Система war risk insurance формується як багаторівнева: MIGA надала гарантії для України через Трастовий фонд SURE; Експортно-кредитне агентство України з 2024 р. приймає заявки на страхування воєнних ризиків. Більшість країн G7 пропонують war risk insurance для України. Стратегічна конфігурація, яку ми пропонуємо, базується на принципі «de-risk, don't avoid» і портфельному підході, загальну архітектуру якого подано на рис. 1.

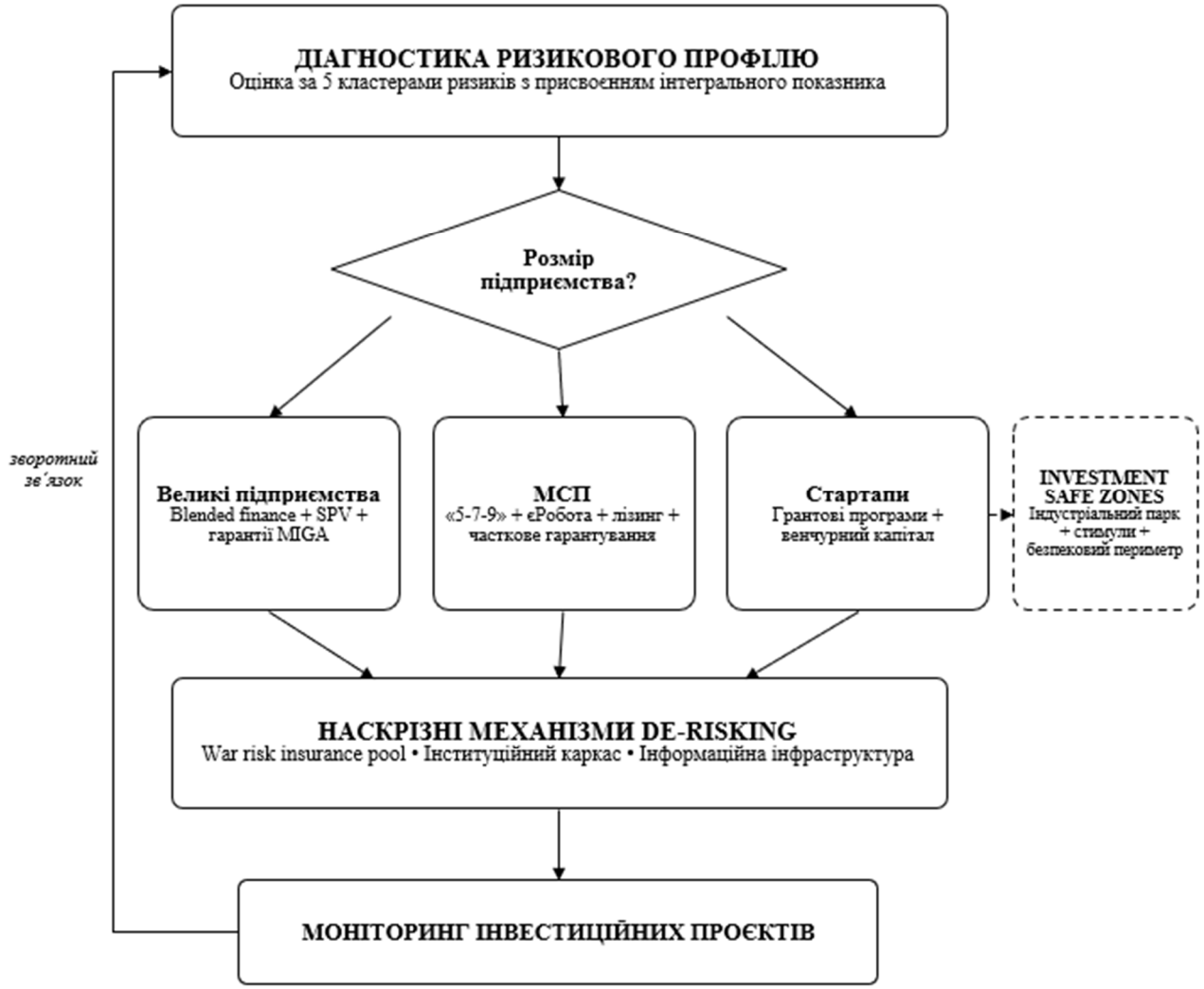

Рис. 1. Архітектура портфельного підходу до залучення інвестицій для модернізації підприємств в умовах підвищених ризиків

Джерело: розроблено автором.

Великим підприємствам доцільно використовувати blended finance із проєктним фінансуванням через SPV з міжнародними гарантіями MIGA та покриттям war risk. Для МСП оптимальними є грантово-кредитні мікси (єРобота

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

+ «5-7-9» + часткове гарантування), лізинг як альтернатива кредиту для модернізації обладнання, SaaS/cloud для цифрової модернізації з мінімальними капітальними витратами. Залученню ПІІ сприятимуть «investment safe zones» (за колумбійською моделлю), індустріальні парки (за в'єтнамською моделлю) та anchor investor strategy (за ізраїльською моделлю). Наскрізною умовою для всіх моделей є розширення war risk insurance pool до повного покриття нових інвестицій. Інституційні передумови (захист прав власності, передбачуваність регулювання, антикорупційна інфраструктура, цифрове врядування) є не менш важливими за фінансові інструменти, що підтверджує грузинський досвід.

Висновки. Наскрізна логіка «ризик – модель залучення – de-risking – модернізація» дозволяє сформулювати кілька ключових висновків. Жодна окрема модель залучення інвестицій не є оптимальною для всього спектру підвищених ризиків – ефективною є лише портфельна конфігурація, що поєднує боргові, пайові, гібридні та грантові компоненти відповідно до конкретного ризикового профілю підприємства та сектору. Blended finance із гарантійним компонентом є найбільш перспективним інструментом для ризикових середовищ, але його ефективність обмежена: мобілізаційний коефіцієнт $0,37 для найбідніших країн свідчить про необхідність комплементарних інституційних реформ. De-risking є необхідною, але недостатньою умовою: він знижує бар'єр входу для інвестора, але створює ризики moral hazard та залежності від донорів, що потребує чіткого дизайну виходу з пільгових програм. Міжнародний досвід підтверджує, що якість інститутів має більший довгостроковий ефект, ніж фінансові стимули: Грузія привабила інвестиції через дерегуляцію, Польща – через інтеграційний фреймворк ЄС, Ізраїль – через створення ринку венчурного капіталу з механізмом приватизації.

Для України оптимальною є конфігурація, що поєднує розширення blended finance через Ukraine Investment Framework із таргетованим war risk insurance; рефокусування пільгових програм із working capital на інвестиційне кредитування модернізації; створення індустріальних парків зі зниженим

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

ризиковим профілем; anchor investor strategy для пріоритетних секторів; паралельні інституційні реформи як базову умову ефективності всіх фінансових інструментів. Принцип «de-risk, don't avoid» означає не уникнення ризику, а його системне перерозподілення між державою, міжнародними інституціями та приватним сектором за збереження адекватних стимулів для всіх учасників. Подальші дослідження доцільно спрямувати на емпіричну оцінку мобілізаційного ефекту окремих інструментів de-risking в умовах збройного конфлікту, розробку методики визначення оптимальної пропорції пільгового та комерційного компонентів у blended finance для різних секторів економіки, а також аналіз впливу war risk insurance на інвестиційну поведінку підприємств у зонах з різним рівнем безпекових ризиків.

Список використаних джерел

1. Kolev A., Randall T. The Effect of Uncertainty on Investment: Evidence from EU Survey Data. *EIB Economics Working Paper 2024/02*. Luxembourg : European Investment Bank, 2024. 42 p. URL: https://www.eib.org/attachments/lucalli/20240131_economics_working_paper_2024_02_en.pdf

2. Li D., Tong T. W., Xiao Y., Zhang F. Terrorism-Induced Uncertainty and Firm R&D Investment: A Real Options View. *Journal of International Business Studies*. 2022. Vol. 53. P. 255–267. DOI: https://doi.org/10.1057/s41267-021-00464-x

3. Ahmed A., Fekete-Farkas M., Hágen Z. Profitability, Leverage, and Dividend Policy in Jordanian Firms: Testing Pecking Order Theory. *Mediterranean Journal of Social Sciences*. 2024. Vol. 15, No. 3. P. 71–85. DOI: https://doi.org/10.36941/mjss-2024-0037

4. Khan H., Dong Y., Bibi R. et al. Institutional Quality and Foreign Direct Investment: Global Evidence. *Journal of the Knowledge Economy*. 2024. Vol. 15. P. 10547–10591. DOI: https://doi.org/10.1007/s13132-023-01508-1

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

5. Damodaran A. Country Risk: Determinants, Measures, and Implications – The 2024 Edition. *SSRN Working Paper*. New York : Stern School of Business, NYU, 2024. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4896539

6. Sabir S., Rafique A., Abbas K. Institutions and FDI: Evidence from Developed and Developing Countries. *Financial Innovation*. 2019. Vol. 5. Article 8. DOI: https://doi.org/10.1186/s40854-019-0123-7

7. Flammer C., Giroux T. Blended Finance. *NBER Working Paper* No. 32287. Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research, 2024. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w32287/w32287.pdf

8. Convergence. State of Blended Finance 2024. Toronto : Convergence, 2024. URL: https://www.convergence.finance/resource/state-of-blended-finance-2024/view

9. MIGA Annual Report 2024. Washington, DC : World Bank Group, 2024. URL: https://www.miga.org/2024-annual-report

10. OECD. Mobilising Private Finance for Sustainable Development: Fact Sheet. Paris : OECD Publishing, 2024. URL: https://financing.desa.un.org/sites/default/files/2024-10/OECD_2.%20Factsheet_Private_clean.pdf

11. Nebe M., Economou P., Abruzzese L. Shifting Shores: FDI Relocations and Political Risk. Washington, DC : MIGA/World Bank Group, 2024. URL: https://www.miga.org/shifting-shores

12. European Parliament. The Use of Development Funds for De-risking Private Investment. *European Parliament Research Study EXPO_STU(2020)603486*. Brussels : European Parliament, 2020. URL: https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/603486/EXPO_STU(2020)603486_EN.pdf

13. Shuwaikh F. Investment Decisions Under Uncertainty: Corporate Venture Capital as a Real Option. *International Journal of Finance and Economics*. 2024. DOI: https://doi.org/10.1002/ijfe.2794

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

14. Kouton J., Sanogo W., Djomgoue N. Risk Allocation in Energy Infrastructure PPPs Projects in Selected African Countries. *Economic Change and Restructuring*. 2023. Vol. 56. P. 537–580. DOI: https://doi.org/10.1007/s10644-022-09433-0

15. UNCTAD. World Investment Report 2024: Investment Facilitation and Digital Government. Geneva : United Nations, 2024. URL: https://unctad.org/system/files/official-document/wir2024_en.pdf

16. Bagh T. et al. Does Financial Flexibility Drive Firm's Risk-Taking in Emerging Markets? The Moderating Role of Investment Efficiency. *Managerial and Decision Economics*. 2024. DOI: https://doi.org/10.1002/mde.4337

17. Wang G., Benson J., Lansbury R. Samsung in Vietnam: FDI, Business–Government Relations, Industrial Parks, and Skills Shortages. *The Economic and Labour Relations Review*. 2023. Vol. 34, No. 1. DOI: https://doi.org/10.1017/elr.2022.16

18. Dorożyński T., Dobrowolska B., Kuna-Marszałek A. Institutional Quality in Central and East European Countries and Its Impact on FDI Inflow. *Entrepreneurial Business and Economics Review*. 2020. Vol. 8, No. 1. URL: https://eber.uek.krakow.pl/index.php/eber/article/view/604

19. Yıldırım D., Çelik A. K. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure: Evidence from Turkey Using Panel Quantile Regression Approach. *Borsa Istanbul Review*. 2021. Vol. 21, No. 2. P. 175–187. DOI: https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.09.002

20. National Bank of Ukraine. Balance of Payments Statistics. Kyiv : NBU, 2024. URL: https://bank.gov.ua/en/statistic/sector-external/data-sector-external#1

21. EBRD. Transition Report 2023–24: Transitions Big and Small. London : European Bank for Reconstruction and Development, 2024. URL: https://www.ebrd.com/transition-report

22. World Bank. Ukraine Rapid Damage and Needs Assessment: February 2022–February 2024. Washington, DC : World Bank, 2024. URL:

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license

https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/099021324115085807/p1801741bea12c012189ca16d95d8c2556a

23. IMF. Ukraine: Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. *IMF Country Report* No. 24/190. Washington, DC : International Monetary Fund, 2024. URL: https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/06/27/Ukraine-Third-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-551119

24. European Commission. Ukraine Facility Regulation (EU) 2024/792 of the European Parliament and of the Council. *Official Journal of the European Union*. 2024. L 792. URL: https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2024/792/oj

25. Bloom N. The Impact of Uncertainty Shocks. *Econometrica*. 2009. Vol. 77, No. 3. P. 623–685. DOI: https://doi.org/10.3982/ECTA6248

26. Ambroziak A., Hartwell C. The Impact of Investments in Special Economic Zones on Regional Development: The Case of Poland. *Regional Studies*. 2018. Vol. 52, No. 7. P. 877–889. DOI: https://doi.org/10.1080/13600818.2017.1358286

Увесь контент ліцензовано за умовами Creative Commons BY 4.0 International license