

**ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»**

На правах рукопису

ВАСИЛЬЄВА ТЕТЯНА АНАТОЛІЇВНА

УДК 336.71:330.322:001.895

**ДІЯЛЬНІСТЬ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ
НА РИНКУ ІННОВАЦІЙНОГО ІНВЕСТИВАННЯ:
МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ**

08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

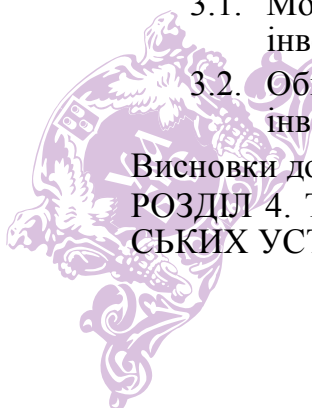
**Дисертація на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук**

Науковий консультант
Козьменко Сергій Миколайович,
доктор економічних наук, професор

Суми – 2008

ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1 ІННОВАЦІЙНЕ ІНВЕСТУВАННЯ В СИСТЕМІ МАКРОЕКОНОМІЧНИХ ФАКТОРІВ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ.....	16
1.1. Аналіз системних взаємозв'язків інноваційного розвитку економіки та його інвестиційного забезпечення.....	16
1.2. Інноваційна складова в структурі макроекономічних індикаторів економічного розвитку.....	35
1.2.1. Загальні положення дослідження інноваційної складової інвестиційного забезпечення економічного розвитку.....	35
1.2.2. Структуризація інвестиційних витрат у чистому внутрішньому продукті за критерієм інноваційності.....	45
1.2.3. Структуризація витрат споживання, державних витрат та чистого експорту у чистому внутрішньому продукті за критерієм інноваційності.....	67
1.2.4. Методологічне забезпечення оцінки впливу факторів економічного розвитку на чистий внутрішній продукт.....	83
Висновки до першого розділу	92
РОЗДІЛ 2 КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ РОЗВИТКУ РИНКУ ІННОВАЦІЙНОГО ІНВЕСТУВАННЯ.....	97
2.1. Теоретичні засади формування та функціонування ринку інноваційного інвестування.....	97
2.1.1. Сутність ринку інноваційного інвестування та його функції в економічній системі.....	97
2.1.2. Кругообіг інвестиційних ресурсів на ринку інноваційного інвестування.....	104
2.1.3. Формалізація інфраструктури ринку інноваційного інвестування.....	108
2.1.4. Визначення товару на ринку інноваційного інвестування.....	114
2.1.5. Сегментація ринку інноваційного інвестування.....	118
2.2. Місце ринку інноваційного інвестування в системі міжринкової взаємодії.....	123
2.3. Теоретичні основи моделювання макроекономічних індикаторів ринку інноваційного інвестування.....	136
Висновки до другого розділу.....	157
РОЗДІЛ 3. ВРАХУВАННЯ ОСОБЛИВОСТЕЙ УКРАЇНСЬКОГО РИНКУ ІННОВАЦІЙНОГО ІНВЕСТУВАННЯ.....	162
3.1. Моделювання макроекономічних індикаторів ринку інноваційного інвестування в Україні.....	162
3.2. Обґрунтування олігополістичного характеру ринку інноваційного інвестування в Україні.....	178
Висновки до третього розділу.....	213
РОЗДІЛ 4. ТЕОРЕТИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ НА РИНКУ ІННОВАЦІЙНОГО ІНВЕСТУВАННЯ.....	218



4.1. Визначення місця банківських установ на ринку інноваційного інвестування.....	218
4.2. Суб'єктно-об'єктний взаємозв'язок банківської системи та ринку інноваційного інвестування.....	243
4.3. Основні напрямки державного стимулювання діяльності банків на ринку інноваційного інвестування.....	257
4.4. Форми діяльності банків на ринку інноваційного інвестування.....	269
Висновки до четвертого розділу.....	292
РОЗДІЛ 5. ФОРМАЛІЗАЦІЯ ОКРЕМИХ ТЕНДЕНЦІЙ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВ НА РИНКУ ІННОВАЦІЙНОГО ІНВЕСТУВАННЯ.....	297
5.1. Спеціалізація банківських установ на ринку інноваційного інвестування.....	297
5.1.1. Концептуальні засади спеціалізації банківських установ на ринку інноваційного інвестування.....	297
5.1.2. Розвиток спеціалізованих інвестиційно-інноваційних банків в Україні.....	312
5.2. Участь банківських установ в інтеграційних процесах на ринку інноваційного інвестування.....	327
5.2.1. Методологічне забезпечення участі банків в інтеграційних об'єднаннях на ринку інноваційного інвестування.....	327
5.2.2. Розвиток інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань в Україні.....	338
5.2.3. Функції банків в різних типах інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань.....	349
Висновки до п'ятого розділу.....	356
РОЗДІЛ 6. МЕТОДОЛОГІЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ УЧАСТІ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ У ВЕНЧУРНМУ БІЗНЕСІ В УКРАЇНІ.....	360
6.1. Дослідження відповідності тенденцій розвитку венчурного бізнесу в Україні загальним критеріям його ідентифікації.....	360
6.2. Державне стимулювання розвитку мережі венчурних фондів за участю банківських установ в Україні.....	380
6.3. Розробка фінансових механізмів участі банківських установ у функціонуванні венчурних фондів в Україні.....	399
Висновки до шостого розділу.....	429
ВИСНОВКИ.....	434
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	442
ДОДАТКИ.....	480
Додаток А – Вихідні дані для моделювання макроекономічних індикаторів ринку інноваційного інвестування в Україні.....	480
Додаток Б – Завдання і функції державних установ – учасників програми розвитку венчурного бізнесу в Україні.....	486
Додаток В – Довідки про впровадження результатів дисертаційного дослідження.....	490

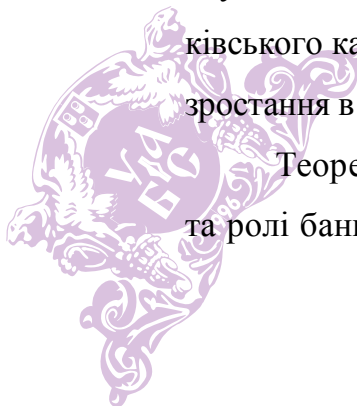


ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Підвищення рівня конкурентоспроможності економіки України значною мірою залежить від темпів, напрямків і механізмів реалізації інноваційних процесів. Структурно-інноваційне відновлення економіки України вимагає наявності цілісної ефективної системи її фінансового забезпечення, підвищення адаптивності інвестиційного сектора, його здатності адекватно реагувати на появу нововведень. Реалізація ефективних форм фінансової взаємодії інвесторів та інноваторів потребує визначення місця або ринкового простору руху інвестиційного капіталу, об'єднання розрізнених ресурсів та їх трансформації в інноваційно спрямовані капіталовкладення. Саме тому дослідження теоретичних засад і практичних механізмів оптимального та органічного поєднання інвестиційного та інноваційного факторів забезпечення макроекономічної збалансованості економіки України є вкрай актуальним.

Характерною рисою сучасного розвитку окремих країн – лідерів світового ринку – є зростання ролі кредитних важелів фінансового забезпечення інноваційної діяльності. На жаль, сьогодні в Україні можливості банківської системи щодо фінансового забезпечення інноваційної діяльності реалізуються не повністю. Проблеми полягають у відносно обмежених обсягах акумульованих ресурсів, складності та ризикованості інноваційного кредитування, відсутності необхідних технологій та досвіду ефективного проектного та венчурного фінансування, наявності законодавчих обмежень тощо. Для більшості вітчизняних банків ці операції можна вважати новими, але перспективними з погляду стрімкого зростання уваги до інноваційного розвитку в суспільстві, що обумовлює актуальність дослідження механізмів стимулювання взаємодії банківського капіталу та інновацій як гарантів забезпечення стійкого економічного зростання в Україні.

Теоретичні засади інвестиційного забезпечення інноваційної діяльності та ролі банківських установ у цьому процесі активно досліджуються у світо-



вій та вітчизняній науковій літературі. Серед зарубіжних вчених різні аспекти цієї проблеми вивчали: Х. Барнет, С. Кузнець, Г. Менш, Б. Санто, Дж. Сінкі, Р. Солоу, Дж. Стиглиць, Б. Твісс, Ф. Фабоцци, Х. Фрідмен, Х. Хауштайн, Я. Хонко, А. Шпідгофф, Й. Шумпетер та інші. Здобутки російської науки й практики в цьому науковому напрямку представлені у працях О. Анчишкіна, Л. Бляхмана, С. Глазьєва, Д. Єндовицького, П. Завліна, Ю. Зикова, В. Катасонова, М. Кондратьєва, Д. Кокуріна, В. Маганова, Л. Оголевої, Р. Фатхутдінова, В. Шеремета, Ю. Яковця та ін. Чимало досліджень у зазначеній сфері з'явилося також останніми роками і у вітчизняній науці. Можна відмітити праці В. Александрової, О. Амоші, Ю. Бажала, Л. Безчасного, О. Василика, О. Васюренка, А. Власової, А. Гальчинського, В. Гейця, В. Грушка, І. Гуцала, Б. Данилишина, М. Данька, М. Долішнього, А. Єпіфанова, М. Савлука, М. Козоріза, С. Козьменка, В. Корнеєва, Т. Косової, М. Крупки, А. Кузнєцової, О. Кузьміна, О. Лапко, Б. Луціва, І. Лютого, А. Мороза, А. Мещерякова, С. Онишко, В. Опаріна, А. Пересади, А. Поручника, І. Сала, Л. Федулової, В. Хобти, А. Чухна, С. Юрія та ін.

Разом з тим узагальнення досягнень економічної думки засвідчує, що незважаючи на значну кількість наукових досліджень щодо інвестиційного забезпечення інноваційної діяльності та підвищення актуальності цієї проблеми, вона поки що залишається не вирішеною остаточно. Подальшого розвитку потребує комплекс питань, пов'язаних з формуванням принципово нового механізму ресурсного забезпечення інноваційного процесу, впорядкуванням руху інвестиційних потоків, визначенням перспективних технологій управління ними, формуванням спеціалізованих фінансових інститутів та інтеграційних об'єднань у цій сфері, поглибленням методологічних засад банківського інвестування інновацій. Зростаючі теоретичні та практичні потреби у формуванні та розвитку цілісного уявлення про механізм інвестиційного забезпечення інноваційної діяльності, в тому числі за рахунок банків, а також недостатність їх висвітлення у наукових публікаціях стали визначальними



при обґрунтуванні актуальності теми дослідження, обумовили його мету, завдання та зміст.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Наукові результати, теоретичні положення та висновки дисертаційного дослідження було використано при виконанні конкретних науково-дослідних робіт ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України»: «Сучасні технології фінансово-банківської діяльності» (№ держ. реєстрації 0102U006965), «Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу (№ держ. реєстрації 0107U012112), «Формування страхового ринку України в контексті сталого розвитку» (№ держ. реєстрації 0107U01213), «Стан і перспективи розвитку банківської системи України» (№ держ. реєстрації 0190044204) та Сумського державного університету: «Удосконалення фінансового механізму управління еколого-інноваційним розвитком економіки України» (№ держ. реєстрації 0106U008508), «Фінансовий механізм кредитно-інвестиційного забезпечення сталого еколого-економічного розвитку» (№ держ. реєстрації 0106U008510), «Аналіз сучасної концепції управління НТП та особливостей процесу оновлення капіталу в умовах трансформації економіки України» (№ держ. реєстрації 0106U008509), «Теоретичні і методологічні питання оцінки і прогнозування економічного потенціалу соціально-економічних систем» (№ держ. реєстрації 0107U009203), «Розробка організаційно-економічного механізму управління інноваційним розвитком суб'єктів господарської діяльності в умовах формування інформаційної економіки» (№ держ. реєстрації 0106U001934). До звітів за цими темами включено пропозиції автора щодо визначення: зв'язку інноваційного розвитку економіки та його інвестиційного забезпечення; місця інноваційного інвестування в системі факторів економічного зростання; загальних положень формування та функціонування ринку інноваційного інвестування та його місця в системі міжринкової взаємодії; ролі банківських установ на цьому ринку; можливостей участі банківських

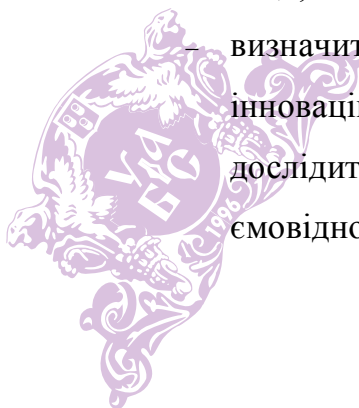


установ у венчурному бізнесі, операціях інвестування, проектного фінансування та кредитування інновацій.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є формування теоретико-методологічних засад функціонування ринку інноваційного інвестування, розробка концептуальних основ, методичних і практичних рекомендацій щодо вдосконалення діяльності банківських установ на ньому.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення таких завдань:

- узагальнити системні взаємозв'язки інноваційного розвитку економіки та його інвестиційного забезпечення, розробити механізм структуризації чистого внутрішнього продукту та його окремих складових за критерієм інноваційності, визначити ідентифікаційні ознаки інноваційно орієнтованого типу економічного розвитку;
- розкрити сутність інноваційно орієнтованих інвестицій як економічної категорії, дослідити їх роль в процесі формування інвестиційної основи економічного розвитку, визначити системні взаємозв'язки з традиційно орієнтованими інвестиціями, особливості їх кругообігу та формування попиту на них;
- розробити теоретико-методологічні засади функціонування ринку інноваційного інвестування, обґрунтувати його функції, здійснити структуризацію, виокремити місце в системі міжринкової взаємодії, дослідити основні макроекономічні індикатори та визначити особливості моделювання попиту та пропозиції;
- обґрунтувати тенденції розвитку ринку інноваційного інвестування в Україні, довести його відповідність ідентифікаційним критеріям олігополії, виявити статистичні взаємозалежності між факторами формування попиту та пропозиції;
- визначити основні напрямки суб'єктно-об'єктного взаємозв'язку ринку інноваційного інвестування та банківської системи, виокремити місце та дослідити основні функції банківських установ на ньому, особливості взаємовідносин банків з іншими суб'єктами цього ринку;

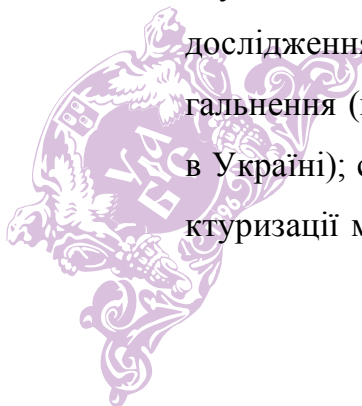


- визначити концептуальні засади та поглибити окремі механізми державного стимулювання діяльності банків на ринку інноваційного інвестування;
- дослідити концептуальні основи та фінансові механізми участі банків в кредитуванні, інвестуванні, проектному та венчурному фінансуванні інновацій;
- визначити основні напрямки спеціалізації банків на ринку інноваційного інвестування та їх участі в інтеграційних об'єднаннях на цьому ринку;
- дослідити загальні тенденції розвитку венчурного бізнесу в Україні, визначити шляхи трансформації взаємовідносин держави та банків при реалізації програми його стимулювання.

Об'єктом дослідження є економічні відносини, що виникають у процесі інвестиційного забезпечення інноваційної діяльності та участі банків у ньому.

Предметом дослідження є теоретико-методологічні засади формування та розвитку ринку інноваційного інвестування та удосконалення механізмів банківського фінансування інноваційної діяльності суб'єктів господарювання.

Методи дослідження. Методологічну основу дисертаційного дослідження складають фундаментальні положення інвестиційної теорії та інноватики, сучасні концепції управління, інвестиційного та інноваційного менеджменту, а також наукові праці вітчизняних і закордонних економістів, присвячені проблемам фінансово-кредитного забезпечення інноваційного розвитку взагалі та банківського інвестування в цій сфері зокрема. У процесі дослідження використано такі сучасні методи дослідження, як: аналіз, синтез і наукова абстракція (при уточненні базових економічних категорій наукового дослідження); порівняльний і статистичний аналізи, метод логічного узагальнення (при дослідженні особливостей ринку інноваційного інвестування в Україні); системно-структурний і багатофакторний аналізи (в процесі структуризації макроекономічних індикаторів економічного розвитку за критері-



ем інноваційності); методи графічного й економіко-математичного моделювання, кореляційно-регресійного аналізу (при дослідженні особливостей формування попиту та пропозиції на ринку інноваційного інвестування); метод експертних оцінок, індексний метод і метод групувань (при розробці методологічної бази банківського інноваційно орієнтованого інвестування).

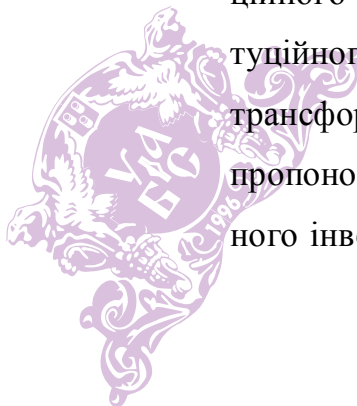
Інформаційно-фактологічну базу дослідження склали: зібрані, опрацьовані й узагальнені особисто автором первинні матеріали техніко-економічного обґрунтування інноваційних проектів, що фінансуються банками; офіційні дані Державного комітету статистики України; законодавчі і нормативні акти Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України, Національного банку України; нормативні документи, аналітичні огляди, статистичні звіти міністерств і відомств, інших органів державного і регіонального управління; звітні дані науково-дослідних центрів; монографічні дослідження та наукові публікації з питань фінансово-кредитного забезпечення інноваційного розвитку.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у вирішенні наукової проблеми формування ринку інноваційного інвестування, розвитку відомих та розробці і обґрунтуванні нових теоретичних і методичних положень банківського фінансування інноваційної діяльності суб'єктів господарювання.

Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційного дослідження є такі:

вперше:

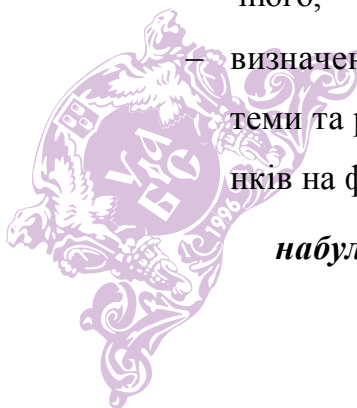
- обґрунтовано, що однією з причин неефективного фінансово-кредитного забезпечення інноваційного процесу є невпорядкованість руху інвестиційного капіталу від його власників до споживачів, неокресленість інституційного та правового поля і ринкового простору акумуляції ресурсів, їх трансформації у продуктивний капітал. Для вирішення цієї проблеми запропоновано у структурі фінансового ринку виокремити ринок інноваційного інвестування, а також розроблено методологічні засади його форму-



вання і функціонування, а саме: введено в науковий термінологічний обіг економічну категорію «ринок інноваційного інвестування»; в межах єдиного теоретико-методологічного підґрунтя визначено функції та фактори ефективного розвитку цього ринку, здійснено його сегментацію, формалізовано суб'єкти та виокремлено інфраструктурні підсистеми;

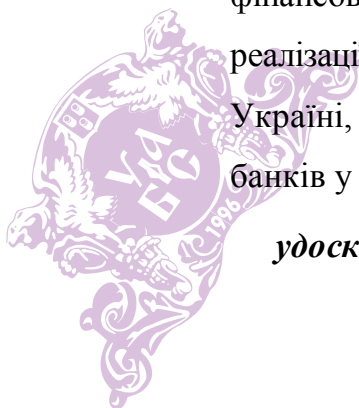
- доведено, що як товар на ринку інноваційного інвестування виступають інноваційно орієнтовані інвестиційні ресурси, визначено їх сутність, особливості та послідовність кругообігу, фактори та специфіку формування попиту та пропозиції, розроблено класифікацію напрямків подальшого використання даних ресурсів;
- запропоновано при розгляді макроекономічних індикаторів економічного розвитку в структурі валових інвестицій виокремлювати інноваційно орієнтовані та традиційно орієнтовані інвестиції залежно від їх втілення у кінцевому товарі, виявлено ряд закономірностей щодо їх структурного співвідношення, які стосуються: особливостей та факторів формування попиту та пропозиції, впливу на розмір результативних показників розвитку економіки і на темпи зростання рівня її забезпеченості основним капіталом, формування структури інвестицій на відновлення та ін.;
- визначено напрямки системної взаємодії фінансового ринку, ринку товарів і послуг та ринку факторів виробництва у процесі інвестування в інновації; виявлено специфічні особливості інноваційного сегмента ринку товарів і послуг, а також інновацій як товару на цьому сегменті;
- виявлено особливості українського ринку інноваційного інвестування на основі побудови функціональних статистичних моделей формування попиту та пропозиції, а також його ідентифікації за рівнем конкуренції як олігополістичного;
- визначено напрямки суб'єктно-об'єктного взаємозв'язку банківської системи та ринку інноваційного інвестування, форми та напрямки впливу банків на функціонування досліджуваного ринку;

набули подальшого розвитку:

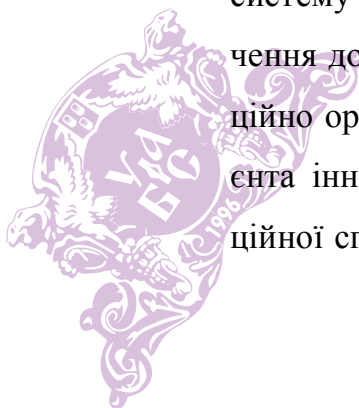


- методологічні основи визначення ролі банків у фінансово-кредитному забезпеченні інноваційного розвитку економіки, які, на відміну від існуючих, дозволяють розглядати їх не як малозначущих посередників, а як провідних та самостійних суб'єктів ринку інноваційного інвестування, що займають відокремлене місце на ньому, мають ряд фундаментальних відмінностей та переваг порівняно з його небанківськими посередниками, специфічні функції та широкий спектр взаємодії з іншими суб'єктами цього ринку;
- методологічні засади розвитку спеціалізованого інвестиційно-інноваційного банкінгу, що дозволило суттєво поглибити існуючі підходи до розуміння організаційно-економічного механізму функціонування спеціалізованих інноваційно-інвестиційних банків різних рівнів, розробити концептуальні основи створення системи цих банків в Україні та визначити напрямки інвестиційно-інноваційної спеціалізації в рамках окремого банку;
- обґрунтування мотивів, умов та переваг участі банків у інвестиційно-інноваційних інтеграційних процесах в Україні, а також класифікацію форм інтеграції банків з іншими суб'єктами ринку інноваційного інвестування, що дозволило сформувати організаційно-економічні та правові засади створення нового типу інтеграційних об'єднань, які б, на відміну від ПФГ, мали значно більші можливості щодо реалізації взаємозв'язку «фундаментальна наука – промислові підприємства – банки – інститути фондового ринку»;
- концептуальні основи, форми та організаційні механізми участі банків у венчурному інвестуванні, що дозволило розробити загальні напрямки та фінансові механізми трансформації взаємовідносин держави та банків при реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні, удосконалити правові та організаційно-економічні засади участі банків у функціонуванні венчурних фондів в Україні;

удосконалено:



- концептуальні основи та механізми державного стимулювання участі банків у фінансово-кредитному забезпеченні інноваційного розвитку економіки, а саме: механізми державного гарантування інноваційних кредитів, обов'язкового резервування банківських ресурсів, довгострокового цільового рефінансування банків тощо;
- науково-методичні підходи до вибору форм банківського фінансування інноваційної діяльності залежно від стадії життєвого циклу інновації. За авторською системою критеріїв здійснено системний порівняльний аналіз кредитування, інвестування, проектного та венчурного фінансування інновацій, що дозволило обґрунтувати перспективні напрямки та основні фактори ефективного розвитку банківського кредитування інновацій, виділити ряд нових специфічних особливостей банківських інвестицій та скорегувати визначення цієї економічної категорії, виявити напрямки невідповідності операцій проектного фінансування інновацій в Україні традиційному уявленню про них;
- концептуальні основи структуризації чистого експорту, державних витрат та витрат на споживання як складових чистого внутрішнього продукту за критерієм інноваційності, що дозволило: обґрунтувати необхідність врахування інноваційної спрямованості складових споживчих витрат та наявність різної схильності споживачів до споживання традиційних та інноваційних товарів і послуг; розробити механізм оцінки інноваційної спрямованості чистого експорту; виявити функціональну залежність між досліджуваними видами витрат та чистим внутрішнім продуктом на основі граничної схильності до цих витрат; удосконалити механізм розрахунку мультиплікатора приросту чистого внутрішнього продукту;
- систему індикаторів ступеня інноваційності економіки за рахунок включення до неї ряду показників (коефіцієнта співвідношення чистих інноваційно орієнтованих і чистих традиційно орієнтованих інвестицій, коефіцієнта інноваційної спрямованості споживчих витрат, коефіцієнта інноваційної спрямованості державних інвестиційних витрат та ін.), які характе-



ризують інноваційну спрямованість структурних елементів чистого внутрішнього продукту, що дозволило формалізувати ідентифікаційні ознаки інноваційно орієнтованого типу економічного розвитку за визначеними критеріями;

- систему ідентифікаційних критеріїв венчурного бізнесу, що дозволило обґрунтувати невідповідність основних напрямків його розвитку в Україні загальносвітовим тенденціям.

Практичне значення одержаних результатів полягає у використанні теоретичних і методологічних узагальнень та висновків дисертаційної роботи для побудови цілісної системи інвестиційного забезпечення інноваційної діяльності суб'єктів господарювання, що дозволяє підвищити дієвість засобів державного регулювання і самоорганізації ринку інноваційного інвестування під час управління кредитно-інвестиційними потоками капіталу в умовах трансформаційної економіки.

Наукові і методичні положення дисертаційного дослідження щодо реалізації механізму державно-приватного партнерства при формуванні регіональної мережі приватних венчурних фондів впроваджено в діяльність головного управління економіки Сумської обласної державної адміністрації в контексті розробки практичних заходів щодо реалізації Стратегії соціально-економічного розвитку Сумської області на період до 2015 р. відповідно до розділу IV «Мета та стратегічні завдання регіональної політики та соціально-економічного розвитку області на період до 2015 р.», підрозділу 2 «Формування сприятливого інвестиційного середовища та інноваційна політика» (довідка № 01-04/418 від 04.03.2008). Пропозиції дисертанта щодо удосконалення нормативно-правових засад участі банківських установ у функціонуванні венчурного бізнесу впроваджено в діяльність Національного банку України (довідка № 40-108/966-2934 від 13.03.2008); щодо визначення факторів ефективного кредитного забезпечення вітчизняних суб'єктів інноваційної діяльності та формування механізмів надання спеціалізованих консорціумних кредитів – в діяльність Сумської філії ВАТ «VAB Банк» (довідка № 10-



01/421 від 19.03.2008); щодо удосконалення організаційно-економічного механізму проектного фінансування інновацій за рахунок банківських ресурсів – в діяльність філії ВАТ КБ «Надра» Сумського РУ «Слобожанщина» (довідка № 30-07/б від 21.01.2008).

Результати наукових розробок автора використовуються у навчальному процесі ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» при викладанні дисциплін «Проектне фінансування», «Інноваційний менеджмент», «Інвестування», «Фінансовий ринок» (акт від 06.05.2008) та Сумського державного університету при викладанні дисциплін «Банківські операції», «Фінансовий менеджмент в банку», «Інвестування», «Управління інноваційним розвитком», «Інфраструктура товарного ринку» (акт від 05.05.2008).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійним завершеним дослідженням. Наукові положення, розробки, результати, висновки і рекомендації, що виносяться на захист, одержані автором самостійно. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, вказано у списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Основні теоретичні та методологічні положення дисертаційної роботи доповідалися, обговорювалися й одержали позитивну оцінку на наукових і науково-практичних конференціях, зокрема: Міжнародній науково-практичній конференції «Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика» (м. Суми, УАБС НБУ, 2006-2008 р.), Третій Всеукраїнській науково-практичній конференції «Розвиток фінансово-кредитної системи України: здобутки, проблеми, перспективи» (м. Львів, ЛІБС УБС НБУ, 2007 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України» (м. Суми, УАБС НБУ, 2004-2007 рр.); Міжнародній науково-практичній конференції «Забезпечення сталого розвитку банківської діяльності» (м. Київ, КНЕУ, 2007 р.); Десятій Всеукраїнській науково-практичній конференції «Проблеми і перспективи становлення фінансової системи України» (м. Севастополь,



СевНТУ, 2007 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Фінансові механізми сталого економічного розвитку» (м. Харків, ХІБМ, 2007 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Державна політика та стратегія реформування економіки України в ХХІ сторіччі» (м. Полтава, ПДАА, 2007 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Інтеграційні процеси та розвиток фінансової системи України» (м. Харків, ХНЕУ, 2006 р.); Третій Міжнародній науково-практичній конференції «Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ столітті: національні ідентичності та тенденції глобалізації» (м. Тернопіль, ТДЕУ, 2006 р.); Шостій міжнародній науковій конференції «Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання» (м. Донецьк, ДонНУ, 2005 р.); П'ятій міжрегіональній науково-практичній конференції «Оподаткування у промисловому регіоні: теорія, практика та перспективи розвитку» (м. Донецьк, ДонДУЕТ ім. М. Туган-Барановського, 2005 р.) та ін.

Публікації. Основні наукові положення, висновки і результати дослідження опубліковано в 61 науковій праці загальним обсягом 100,5 друк. арк., з яких особисто автору належать 56,5 друк. арк., у тому числі 2 одноосібні монографії, 7 колективних монографій, 31 стаття у наукових спеціалізованих виданнях, 19 публікацій у збірниках матеріалів конференцій, 2 підручники (у співавторстві).



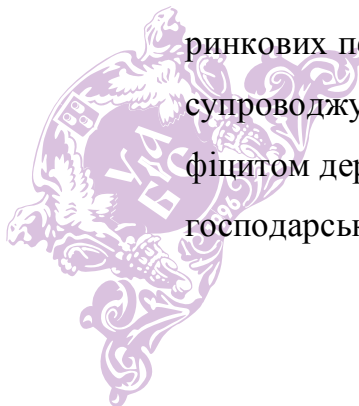
РОЗДІЛ 1

ІННОВАЦІЙНЕ ІНВЕСТУВАННЯ В СИСТЕМІ МАКРОЕКОНОМІЧНИХ ФАКТОРІВ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ

1.1. Аналіз системних взаємозв'язків інноваційного розвитку економіки та його інвестиційного забезпечення

Підвищення рівня конкурентоспроможності економічних систем значною мірою обумовлено зміною економічної ролі інновацій, темпів, напрямків і механізмів реалізації інноваційних процесів. Інновації стають ключовою рушійною силою економічного зростання, що підтверджується впливом технологічного прогресу, упредметненого в інвестиційних товарах (включаючи інформаційно-комунікаційні технології), і знань, втілених у кваліфікованій робочій силі.

Для вітчизняної економічної науки інтерес до інноваційної діяльності як самостійної проблеми – відносно нове явище. Традиційно значне місце в економічних дослідженнях займав *феномен науково-технічного прогресу*, досліджуваний з позицій його впливу на весь народногосподарський комплекс, що було абсолютно закономірним у силу економічного устрою суспільства: переважання державної власності на засоби виробництва, планомірного ведення господарства в масштабах усієї держави, офіційної пріоритетності державних інтересів над інтересами окремих підприємств і тим більше – окремих споживачів [206]. Вивчення проблеми інноваційної діяльності зайняло належне місце в наукових працях вітчизняних економістів з початком ринкових перетворень у країні [213, 214]. Перехід до ринкової економіки, що супроводжувався ослабленням державного впливу на економічне життя, дефіцитом державного бюджету, високим рівнем інфляції, розривом стабільних господарських зв'язків обумовив переорієнтацію інтересу економістів до ме-

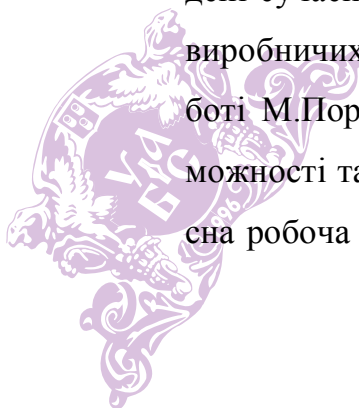


ханізму реалізації інноваційних продуктів, розвитку інфраструктури ринку інновацій, поведінки суб'єктів інноваційної діяльності тощо [247, 248]. Необхідно відзначити, що донедавна в економічній науці виділялися переважно тільки два типи економічного розвитку:

- *екстенсивний*, який характеризується винятково кількісним приростом всіх елементів продуктивних сил і факторів виробництва, а також незмінним рівнем технологічного й технічного розвитку. Економічне зростання у цьому випадку досягається за рахунок збільшення обсягів інвестицій у традиційну техніку, росту зайнятості, збільшення обсягів споживаних ресурсів, а кількісні зміни обсягів продукції, що випускається, не супроводжуються якісними технічними й технологічними змінами;
- *інтенсивний*, який характеризується якісними змінами в рівні розвитку продуктивних сил і факторів виробництва, відновленням основних фондів, підвищенням кваліфікації персоналу, підвищенням ефективності господарської діяльності за рахунок поліпшення її організації.

Останнім часом в економічній літературі отримала широке поширення ідея виділення третього типу економічного розвитку – *інноваційного*, який повинен стати логічним продовженням інтенсивного типу розвитку. Інноваційна модель розвитку повинна базуватися на безупинно здійснюваній сукупності прогресивних і якісно нових змін. У роботах [386, 379, 38, 137] інноваційну діяльність поряд з інвестиціями й факторами виробництва відносять до основних структурних джерел економічного зростання. Основний акцент у рамках інноваційної моделі розвитку робиться на інвестуванні в інтелектуальний капітал, що формує механізм економічного зростання, що самоорганізується.

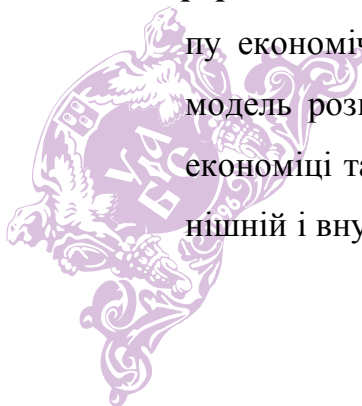
Більшість економістів схильні вважати, що основи конкуренції, закладені сучасними тенденціями глобалізації, формують спрямованість світових виробничих гігантів у бік виробництва високонаукомісткої продукції. У роботі М.Портера [335] обґрунтовано вплив на формування конкурентоспроможності таких п'яти основних факторів, як: наука й технології, капітал, якісна робоча сила, інфраструктура й інформація, причому науці й технологіям



М.Портер надає першорядного значення. Більшість експертів розділяють таку точку зору, визначаючи, що саме перевагою даного фактору, який забезпечує підвищення конкурентоспроможності в умовах економічних відносин, що глобалізуються, викликана різка активізація інноваційного процесу. Наукові дослідження, результат яких втілюється в реальних інноваціях, є потужним стимулом розвитку мікро- і макро- систем, а в умовах сучасних ринкових перетворень виступають як основа формування конкурентних переваг.

Як відомо, зростання ВВП на 70-80% залежить від науково-технічного фактору, і країни, що не володіють конкурентоспроможним ресурсним потенціалом, пов'язують свій майбутній розвиток саме із розробкою високих технологій, для чого, безумовно, необхідний високий науково-технічний потенціал. Доведено, що при рівні наукомісткості ВВП у країні менше 0,4% наука здатна здійснювати винятково соціокультурну функцію. Подолання зазначеного критичного значення змінює функціональне навантаження науки й дає їй можливість виконувати ознайомлювальну функцію. При збільшенні наукомісткості ВВП до 0,9% і вище наука починає впливати на розвиток економіки й виконувати свою економічну функцію [244].

Динамічні зміни в сучасному суспільстві багато в чому визначаються ефективністю інноваційних процесів, що відбуваються в різних сферах життя. Розширення й розвиток інноваційної діяльності стає одним з найважливіших факторів підвищення рівня конкурентоспроможності й національної безпеки країни. **На мікрорівні** інновації виступають як матеріальна основа підвищення ефективності виробництва, якості й конкурентоспроможності продукції, зниження витрат. Інноваційність стає іманентною якістю фірм, що визначають рівень економічного розвитку національної економіки. **На макрорівні** спостерігається процес переходу від мобілізаційного (ресурсного) типу економічного розвитку до інноваційного. Формується нова інноваційна модель розвитку економіки, що є результатом переходу до домінування в економіці таких елементів, як: інформаційні й комунікаційні технології, зовнішній і внутрішній трансферт інновацій, розвиток ринку інновацій і інтелек-



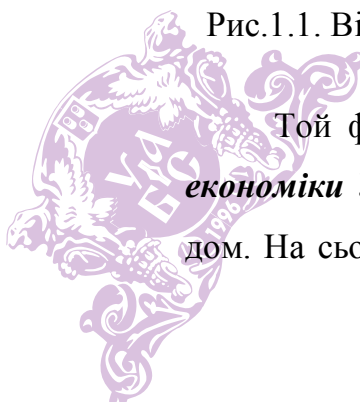
туальної власності. Характерними рисами економіки стають розвиток науко-містких виробництв, підвищення ролі людського фактору, перехід на інтенсивний тип відтворення [196, 183].

Як свідчить світовий досвід, лідерами технологічного й соціально-економічного розвитку є ті країни, що мають розгалужену й ефективно функціонуючу інноваційну інфраструктуру, в той час як країни, нездатні виробляти конкурентоспроможну продукцію, приречені поставляти на світовий ринок природні багатства та товари, виробництво яких є трудовитратним, енергоємним і екологічно шкідливим. Тому в більшості промислово розвинених країн світу науково-технічна діяльність і практичне освоєння її результатів в інтересах економічного зростання країни стають пріоритетними, а інноваційна політика характеризується рисами, які відображені на рис. 1.1.



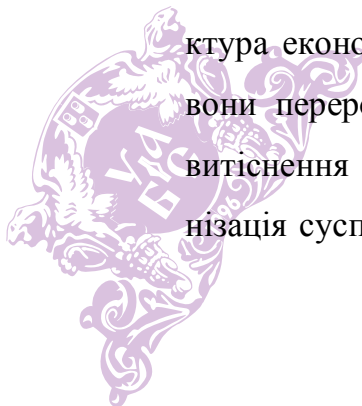
Рис.1.1. Відмітні риси інноваційної політики промислово розвинених країн

Той факт, що *інноваційна діяльність вкрай важлива для розвитку економіки України*, неодноразово визнавався й визнається українським урядом. На сьогоднішній день завданням держави стає не просто декларативно



визнати це, а створити умови, що стимулюють інноваційну діяльність, що роблять її привабливою для більшості суб'єктів ринку. Основною проблемою в Україні на сьогодні є відсутність *єдиної концепції управління інноваційним розвитком*, що дозволила б реалізовувати управлінські заходи системно, а не здійснювати окремі, найчастіше, не пов'язані між собою дії [334]. Так, у роботі [267, С. 55] відзначається, що «...в Україні на сьогоднішній день система управління науково-інноваційною сферою має незавершений характер, для неї характерна розірваність управління науково-технічною й інноваційною діяльністю, практично відсутні органи, які аналізують результати науково-технологічної діяльності, здійснюють контроль за ефективністю виконання програм і проектів, результативністю фінансування та ін.». Головними перешкодами на шляху рішення завдань інноваційного розвитку в Україні є: дефіцит фінансових ресурсів, низька конкурентоспроможність продукції деяких галузей економіки, нерозвиненість системи малого інноваційного підприємництва, відсутність сучасної інноваційної ринкової інфраструктури та ін. Головні завдання державного регулювання інноваційної діяльності, які викладені в Законі України «Про інноваційну діяльність» [2] і проекті Концепції формування фінансово-кредитного механізму розвитку інноваційної економіки в Україні [251], проілюстровані на рис. 1.2.

В сучасних умовах повноцінна інтеграція України у світове співтовариство неможлива без наявності у неї адекватної науково-технічної бази, а також *механізмів, що забезпечують сприйняття інновацій*. З огляду на те, що внесок науково-технічного прогресу в приріст валового внутрішнього продукту в промислово розвинутих країнах світу, за різними оцінками, складає від 75 до 100%, інтенсивні фактори розвитку набувають вирішального значення для економічної динаміки. Під впливом інновацій змінюється структура економіки, за рахунок зростання ефективності використання ресурсів вони перерозподіляються між сферами діяльності, відбувається поступове витіснення деяких виробництв і галузей, трансформується економічна організація суспільства, з'являються нові елементи в спектрі основних господар-



ських структур, перетерплює зміни і зміст державного регулювання економіки. Однак проведення широкомасштабної інноваційної політики завжди вимагає досить великих капітальних вкладень і здатності інвестиційного сектора реагувати на появу нововведень.

Основні завдання державного регулювання інноваційної діяльності в Україні	→	формування й реалізація державних, галузевих, регіональних і місцевих інноваційних програм, зокрема, розробка й реалізація програм інноваційного розвитку регіонів з високою й низькою концентрацією науково-технічного потенціалу
	→	визначення й підтримка пріоритетних напрямків інноваційної діяльності на державному, галузевому, регіональному й місцевому рівнях
	→	створення нормативно-правової бази й економічних механізмів підтримки й стимулювання інноваційної діяльності
	→	удосконалення податкового законодавства й механізмів його застосування з метою забезпечення освоєння прогресивних технологій наукомісткого виробництва, установлення пільгового оподаткування суб'єктів інноваційної діяльності
	→	захист прав та інтересів суб'єктів інноваційної діяльності
	→	фінансова підтримка інноваційних проектів
	→	стимулювання комерційних банків і інших фінансово-кредитних установ, що кредитують інноваційні заходи
	→	підтримка функціонування сучасної інноваційної інфраструктури й розвитку малого інноваційного підприємництва
	→	доведення державних видатків на науку до рівня, визначеного чинним законодавством
	→	розвиток системи венчурного інвестування (позабюджетного фінансування високоризикових проектів) в інноваційній сфері
	→	створення мережі регіональних і галузевих венчурних інноваційних фондів для формування організаційної структури системи венчурного інвестування й залучення позабюджетних інвестицій у високоризикові інноваційні проекти
	→	проведення венчурних ярмарків з метою поживлення регіональної економіки в рамках регіональних інвестиційних програм
	→	розширення меж використання об'єктів інтелектуальної й промислової власності з метою активізації інноваційної діяльності
	→	розвиток системи державного й приватного страхування інноваційних ризиків
	→	обмеження обсягу коштів, переданих у перестраховання в закордонні страхові організації, сумою, що доводиться на ризиковану частину тарифної ставки
→	удосконалення механізму утворення й використання позабюджетних джерел для реалізації інноваційних проектів	
→	підтримка й стимулювання інвесторів, що вкладають кошти в наукомістке високотехнічне виробництво	

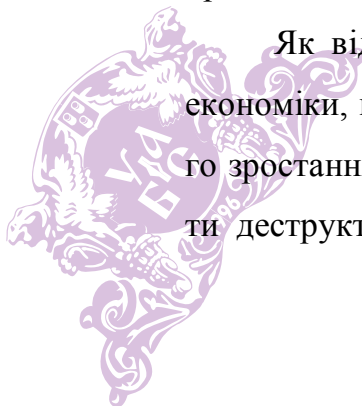
Рис. 1.2. Основні завдання державного регулювання інноваційної діяльності в Україні [2, 251]

Розвиток ринкової економіки вимагає від господарюючих суб'єктів, з одного боку, підвищення їхньої конкурентоспроможності, а з іншого боку – забезпечення стабільності функціонування в умовах економічного середовища, що динамічно змінюється. Основу поступального розвитку економічної системи в цілому й окремих господарюючих суб'єктів становить розширене відтворення матеріальних цінностей, що забезпечує приріст капіталу й, відповідно – зростання національного доходу. Одним з основних засобів забезпечення цього зростання є інвестиційна діяльність, що включає процеси

вкладення інвестицій, тобто *інвестування*, а також сукупність практичних дій по реалізації інвестицій – *інвестиційний процес* [326, 327]. Ефективне вкладення капіталу з метою його збільшення (інвестування) є гострою проблемою в сучасному світі різноманітних і складних економічних процесів і взаємин між громадянами, підприємствами, фінансовими інститутами, державами на внутрішньому й зовнішньому ринках. Економічна природа інвестицій обумовлена закономірностями процесу розширеного відтворення й полягає у використанні частини додаткового суспільного продукту для збільшення кількості і якості всіх елементів системи продуктивних сил суспільства [347]. Джерелом інвестицій є фонд нагромадження, або частка національного доходу, що зберігається, яка спрямовується на збільшення й розвиток факторів виробництва, а також фонд відшкодування, використовуваний для відновлення зношених засобів виробництва у вигляді амортизаційних відрахувань. Всі інвестиційні складові формують у такий спосіб структуру коштів, що безпосередньо впливає на ефективність інвестиційних процесів і темпи розширеного відтворення [45, 294, 188, 198, 276, 388].

Інвестиції і їхня динаміка слугують своєрідним барометром стану національної економіки. Від них залежить економічне зростання і макроекономічна стабільність. Вони дають можливість формувати структуру народногосподарського комплексу, що відповідає вимогам ринкової кон'юнктури. Інвестиції слугують фінансовими джерелами для вирівнювання рівнів соціально-економічного розвитку регіонів, допомагають забезпечити інтенсивне зростання рівня і якості життя членів суспільства. У зв'язку з настільки значимою роллю інвестицій у здійсненні процесів суспільного відтворення, в останні роки дана проблема є однією з найбільш обговорюваних у науково-практичній сфері.

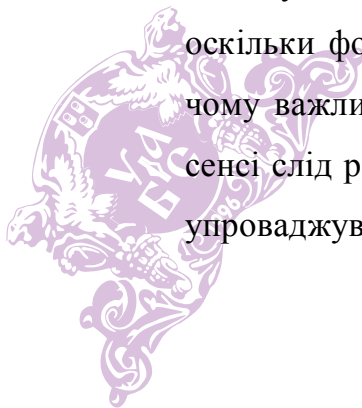
Як відомо, інвестиційна підтримка пріоритетних напрямків розвитку економіки, нових технологій і інноваційних процесів є основою економічного зростання. Без стабілізації інвестиційного клімату неможливо призупинити деструктивні процеси в науці і виробництві, забезпечити високі темпи



розвитку економіки України, підвищити конкурентоспроможність країни на світовому ринку. Саме тому дослідження концептуальних засад та практичних механізмів оптимального поєднання інвестиційного та інноваційного факторів забезпечення сталого розвитку в Україні є вкрай актуальним.

У механізмі забезпечення інноваційної діяльності важливе місце належить економічним відносинам, що складаються з приводу формування і використання інвестиційного потенціалу суспільства в цій сфері. Під **інвестиційним потенціалом інноваційної діяльності** розуміється сукупність фінансових ресурсів, що суспільство може виділити для реалізації інноваційних програм. Як відзначають вітчизняні і закордонні дослідники, реалізація можливостей соціально-економічної системи щодо вирішення проблем свого розвитку в значній мірі залежить від ефективності використання інвестиційних ресурсів, оскільки їх дефіцит створює значні перешкоди для переходу на інтенсивний (інноваційний) шлях розвитку економіки. Саме тому проблема залучення інвестицій і реалізації на цій основі механізмів господарювання, спрямованих на структурно-інноваційне відновлення економіки, не втрачає своєї актуальності для всіх країн.

Перехід економіки на інноваційний шлях розвитку вимагає досить великих інвестицій у виробництво наукомістких і конкурентоспроможних товарів, цілеспрямованого фінансування нових технологій і т.д. На думку вітчизняних дослідників, для досягнення приросту конкурентоспроможного виробництва на 5%, необхідно інвестувати 25% ВВП в інноваційний процес, науково-технічні дослідження, розробку технологій [321]. Розміри і структура інвестицій, якість і темпи їх здійснення є визначальними в процесах технічного і технологічного відновлення, а це, в свою чергу, забезпечує технологічну безпеку країни і стратегічний успіх розвитку економіки в цілому, оскільки формує конкурентоспроможність країни на світовому ринку. Причому важливо відзначити, що під конкурентоспроможністю країни у цьому сенсі слід розуміти не тільки здатність генерувати інновації, але і швидко їх упроваджувати, тобто вирішальне значення має не тільки науково-технічний



потенціал держави, а і здатність інвестиційного сектора відзиватися на появу нововведень. Разом з тим, потрібні не тільки кількісні, але і якісні зміни в інвестуванні. Структурно-інноваційне відновлення економіки України повинно здійснюватися відповідно до загальносвітових тенденцій, для того, щоб в остаточному підсумку країна змогла зайняти відповідне місце у світовому ринковому господарстві. Це може бути досягнуто при умові, що як мінімум 70-80% інвестицій будуть, з одного боку, інноваційними, з іншого боку – такими, які б стимулювали прогресивні структурні зміни в українській економіці [314]. Таким чином, інноваційна діяльність повинна бути нерозривно пов'язана з інвестуванням, адже створення інноваційного продукту є процесом, що вимагає великої кількості часу і фінансових ресурсів, тобто інвестицій.

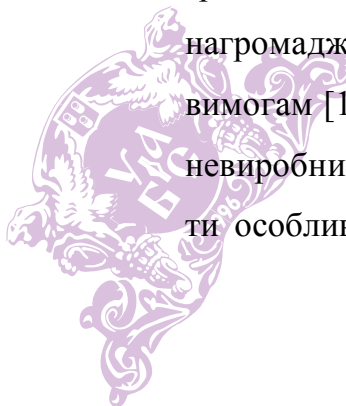
Світовий досвід свідчить, що ефективне використання інвестицій сприяє формуванню загальнонаціональних інвестиційних ринків, забезпечує впровадження сучасних технологій, оживляє ринки товарів і послуг, впливає на процеси макроекономічної стабілізації, дозволяє вирішити соціальні проблеми в суспільстві. Від стану інвестиційної сфери залежить конкурентоспроможність економіки, її структурна перебудова, реалізація стратегії переходу від існуючої екзогенно-залежної моделі до ендогенно-орієнтованої, спрямованої на інноваційний розвиток. У системі сучасного розширеного відтворення інвестиційне забезпечення інноваційного розвитку стає ключовою проблемою. Інвестиційний капітал забезпечує реалізацію інноваційного процесу, а інновації породжують додатковий капітал, і, відповідно – нові інвестиції. Інноваційний характер розвитку економіки вимагає нагромадження основного капіталу за рахунок збільшення обсягів інвестицій. Американський економіст І.Фішер довів, що результатом будь-якого відкриття є перевищення норми доходу над витратами, зростання процентної ставки і пожвавлення інвестицій. Воно буде тривати доти, поки підприємці одержують бажані прибутки від інноваційної діяльності (на думку І.Фішера, середні темпи зростання інвестицій в основний капітал повинні складати не менше 9-10% на рік). Він називає цю межу *граничною продуктивністю інновацій*. Іншими сло-



вами, інвестиції будуть направлятися в інноваційний процес доти, поки вони будуть забезпечувати прибуток [178].

Розглянемо вплив інноваційних процесів на зміну характеру відтворення основних фондів, і як результат – на інвестиційну діяльність. На нашу думку, цей вплив виявляється в зміні таких загальних параметрів відтворювального процесу, як інвестиційне навантаження на економіку, темпи приросту основних фондів, співвідношення витрат на нагромадження, заміну і функціонування основних фондів. Якщо розглядати процеси руху фондів і продукції в комплексі, то підсумкові результати переходу на інноваційний шлях розвитку виражаються в зміні співвідношення «фонди – продукція». Складність аналізу цих тенденцій полягає в різнонаправленому впливі інноваційних процесів на відтворення основних фондів. Слід зазначити, що усе більш широке охоплення якою-небудь інновацією різних сфер економіки веде до швидкого розширення основних фондів і перерозподілу національного доходу на користь нагромадження. Тут діють дві протилежні, але взаємодоповнюючі тенденції. З одного боку, чим ефективніше нова техніка, тим вигідніше збільшувати масштаби її застосування, і, відповідно, підвищувати норму нагромадження. З іншого боку, чим значніше економія витрат праці, обумовлена інноваційним розвитком, тим більше існує можливостей здобувати з цього джерела ресурси для здійснення довгострокових, але менш ефективних проектів, тобто, чим ефективніше розвиваються одні види техніки, тим більше можливостей для розвитку інших, менш ефективних видів.

Таким чином, можна дійти висновку, що як інтенсивний, так і екстенсивний характер здійснення інноваційних процесів призводить до подальшого зростання обсягів основних виробничих фондів і до підтримки норми нагромадження. Причому, чим багатшим є суспільство, тим у більшому ступені нагромадження і динаміка основних фондів можуть бути підлеглі соціальним вимогам [148]. В умовах інноваційного розвитку фондоозброєність в галузях невиробничої сфери, пов'язаних з розвитком науки й освіти, повинна зростати особливо швидкими темпами, щоб перекрити їхнє відставання від сфер

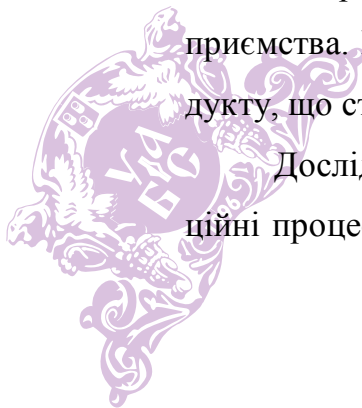


матеріального виробництва за рівнем оснащення праці.

Дія всіх описаних вище тенденцій призводить до збільшення капітальних вкладень і підтримки високого інвестиційного навантаження на економіку. Крім того, якщо врахувати, що процеси урбанізації, розвитку сільського господарства, підвищення мобільності населення і зростання рівня життя призводять до розширення масштабів будівництва, то інноваційні процеси – до випереджального росту інвестицій у порівнянні з національним доходом. У більшості промислово розвинутих країн спостерігається саме така тенденція. При цьому, чим вище темпи економічного зростання, тим більшим стає випередження, причому, відтворення основних фондів відбувається більш швидкими темпами, ніж збільшення їх фізичного обсягу. У свою чергу, підвищення коефіцієнта відновлення призводить до скорочення відносних витрат, виділених на ремонт застарілого устаткування.

Відповідно до теорії нагромадження і теорії розширеного відтворення, створення вартості прибавочного продукту й утворення фонду нагромадження відбуваються в сфері обігу виробничих фондів і розподілу загальної маси прибутку [142]. Обіг виробничих фондів виступає стосовно процесів нагромадження і розширеного відтворення в якості його вихідної бази. Разом з тим, саме при інвестуванні в інноваційну діяльність продуктивно споживається велика частка фонду нагромадження і створюються нові основні виробничі фонди, нові виробництва. Інша частина фонду нагромадження, призначена для цих же цілей, спрямовується на приріст обігових коштів підприємства, приєднується до їх загальної маси і функціонує, здійснюючи обіг разом з основними виробничими фондами. Загальний прибуток, отриманий від основної діяльності, за інших рівних умов, є формою вираження вартості прибавочного продукту, що створений промислово-виробничим персоналом підприємства. Разом з тим, саме в ній відбивається вартість прибавочного продукту, що створена суб'єктами інноваційної діяльності.

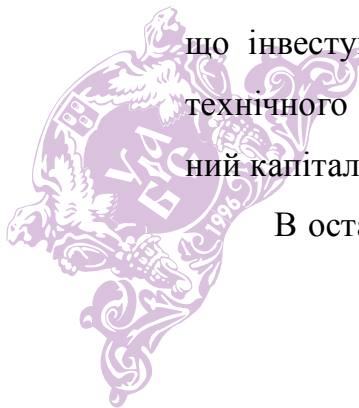
Дослідження автора дозволяють зробити висновок про те, що інноваційні процеси здійснюють різнонаправлений вплив на відтворення основних



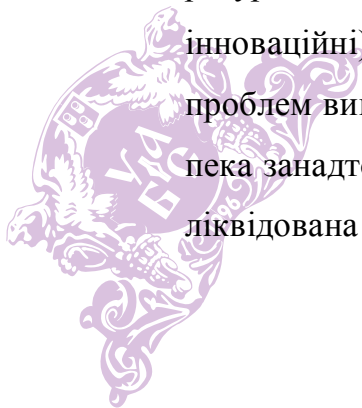
фондів. Так, паралельно екстенсивним формам інноваційного розвитку формуються тенденції, що протидіють збільшенню капітальних вкладень і знижують інвестиційне навантаження на економіку. Прикладом цього є створення принципово нової технології, здатної суттєво знизити обсяг інвестиційних вкладень на одиницю корисного ефекту. У цьому випадку звичайно відбувається зміна поколінь техніки і процес економії живої праці доповнюється економією упредметненої праці, що, як правило, у підсумку призводить до зниження масштабів нагромадження і приросту основних фондів у їхньому вартісному вимірі. Це означає, що ефект, який створюється новою технікою, може зростати швидше, ніж її вартість. У таких умовах особливо вигідно збільшувати обсяги і рівень відтворення існуючих основних фондів. Більш того, усю техніку нового покоління краще направляти на заміну, а не на приріст існуючих фондів, оскільки будь-яке збереження старої техніки приведе в підсумку до втрати можливої економії. Природно, якщо нова техніка не призводить до додаткової економії, виникає необхідність відшкодувати ці відносні втрати збільшенням кількості основних фондів і підвищенням частки нагромадження, що збільшує інвестиційне навантаження на економіку.

Ще К.Маркс (задовго до того, як теорії інноваційного розвитку одержали широке поширення) у запропоновану ним модель інвестиційного процесу включив інновації як фактор, що протистоїть тиску ринку на виробника, і як засіб, що забезпечує дію основного мотиву інвестування. На його думку, інновації нівелюють дію закону зменшення продуктивності факторів, вирішують проблему обмеженості ресурсів. Нагромадження з метою інвестування відбувається в результаті конкурентної боротьби за певні переваги, у тому числі – і надприбутки, які забезпечують впровадження інновацій. Відповідно до ідеології К.Маркса, взаємозв'язок інвестицій і інновацій виявляється в тім, що інвестування здійснюється в основному з метою досягнення науково-технічного прогресу, що забезпечує інвестору можливість здешевити основний капітал і зменшити його витрати на одиницю продукції [377].

В останні роки з'явився цілий ряд наукових праць, що досліджують си-



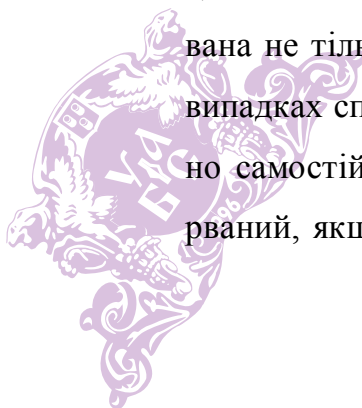
стемні взаємозв'язки інновацій і інвестицій. Зокрема, великий інтерес становлять роботи Ф.Агійона, професора Гарвардського університету й одного з провідних спеціалістів у світі по теорії економічного зростання [409]. Відповідно до досліджень Ф.Агійона, економічне зростання визначається двома основними факторами: близькістю економіки до технологічного фронту і здатністю агентів до інноваційної діяльності. Чим ближче економіка тієї або іншої країни наближається до технологічного рівня США (по термінології Ф.Агійона – до технологічного фронту), тим більшу значущість здобувають інновації в порівнянні з інвестиціями (іншими словами – власна розробка нових технологій стає усе більш значущою в порівнянні з їх запозиченням в інших країнах). Якщо економіка країни знаходиться далеко від технологічного фронту, то стратегічно більш правильним буде здійснювати великомасштабні і довгострокові інвестиційні проекти, як, наприклад, це було в Японії і Південній Кореї. У цьому випадку вирішальним фактором стає можливість залучення великих обсягів інвестиційних ресурсів. В міру наближення економіки цієї країни до технологічного фронту все більшу роль у підвищенні її конкурентоспроможності на світовому ринку починають відігравати інноваційні розробки, реалізація невеликих венчурних проектів. У цьому випадку вирішальним фактором стає наявність науково-дослідного персоналу, інноваторів, великого числа висококваліфікованих менеджерів. Для країн з транзитивною економікою найпоширенішими є дві проблеми: по-перше, небезпека занадто раннього переходу від «інвестиційного» зростання до «інноваційного» – тобто спроба занадто рано відмовитися від захисту нових галузей; по-друге – небезпека не перейти до «інноваційного» зростання взагалі (іншими словами – потрапити в «пастку», тобто в ситуацію, коли занадто багато ресурсів інвестується в традиційні, довгострокові проекти і занадто мало – в інноваційні). На думку Ф.Агійона, така пастка тим імовірніше, чим більше проблем виникає з обмеженням ліквідності і відсутністю конкуренції. Небезпека занадто швидкого переходу до інноваційної моделі розвитку може бути ліквідована за рахунок масштабних державних інвестицій.



В економічній літературі виділяють дві *моделі взаємодії і взаємного впливу інноваційних і інвестиційних циклів*:

1. Традиційна модель, яка передбачає, що інвестування етапів життєвого циклу інновації здійснюється послідовно: по закінченню попереднього етапу починається інвестування наступного, причому з великими часовими інтервалами між ними. Припустимою є неузгодженість інвестиційного й інноваційного циклів, має місце не рівнобіжне інвестування всіх або декількох етапів життєвого циклу інновацій, а так звана «естафета» інвестицій. Організаційно-економічний механізм інвестування в інновації працює вкрай неузгоджено: перерви іноді носять тривалий характер, змінюються як замовники, так і спеціалізація майбутніх підприємств, проєктовані виробничі потужності і т.д., у результаті чого інновації як товар позбавляються багатьох ознак раніше проєктованих споживчих вартостей.

2. Модель суміщення інноваційного й інвестиційного циклів, яка передбачає, що всі стадії інноваційного циклу мають потребу в інвестуванні, тобто в процесі реалізації інноваційної ідеї має місце наскрізне інвестування циклу створення й освоєння нововведення. Механізм суміщення інноваційного й інвестиційного циклів повинний бути підпорядкований одній загальній наскрізній ідеї – одержанню результату у вигляді інноваційного продукту. При цьому варто розуміти, що, з одного боку, на кожній відносно самостійній стадії інноваційного циклу може виникнути самостійний результат, що представляє самостійний товар з його споживчою вартістю, а з іншого боку, будь-який такий інноваційний цикл у безперервному ланцюзі його взаємоперетворень виступає стосовно кінцевого продукту (інновації) лише як його проміжна форма, тобто проміжний продукт. У цьому випадку інвестиційна політика освоєння нововведення має двоїстий характер: вона орієнтована не тільки на кінцевий продукт – результат нововведення, але у деяких випадках спрямована на ефективне відтворення інновації на кожній з відносно самостійних стадій. Це означає, що інноваційний цикл може бути перерваний, якщо інвестор бачить доцільність перетворення в товар, наприклад,

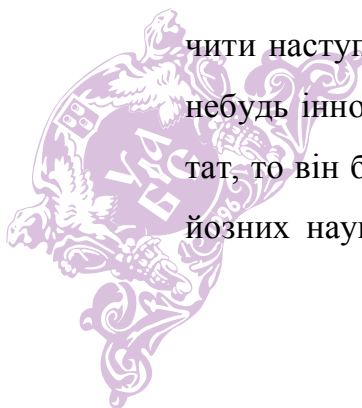


методики дослідження, технології і т.д., що особливо важливо для інформаційних нововведень.

Використання другої моделі взаємодії і взаємного впливу інноваційних і інвестиційних циклів у процесі створення нової продукції дає наступні переваги:

- скорочення тривалості інвестиційного циклу, що пов'язує його з інноваційним циклом, його структурою і кінцевою метою. Можливість скорочення інвестиційного циклу, безумовно, є вкрай бажаною для інвесторів, оскільки, як доводить практика, у вітчизняній економіці як інноваційні, так і інвестиційні цикли мають досить велику тривалість у часі, що призводить до морального старіння створюваних нововведень, до роботи інноваторів «на полицю». У випадках, коли відсутня синхронність у протіканні циклів, в практиці реалізації проекту звичайно відбувається штучне скорочення деяких стадій, так звана «підгонка» результатів;
- максимальне сприяння оптимізації передвиробничих стадій інноваційного циклу;
- більш активне використання нововведення (на кожній з відносно самостійних стадій життєвого циклу інновації може бути використаний відносно самостійний продукт із його споживчими якостями);
- максимальне урахування маркетингових і моніторингових можливостей реалізації нововведення;
- зниження ступеня ринкового ризику за рахунок створення наукомісткої продукції із широким спектром застосування;
- створення умов для реінвестицій при безперервному потоці інноваційних циклів.

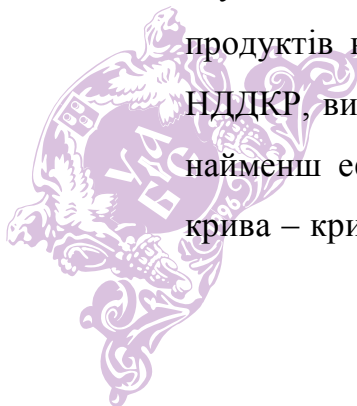
Розглядаючи взаємозв'язок інвестицій і інновацій, не можна не відзначити наступну особливість. Якщо підприємець хоча б раз проінвестує який-небудь інноваційний проект і одержить від цієї операції позитивний результат, то він буде прагнути і далі збільшувати масштаби цієї діяльності. У серйозних наукових виданнях і популярній літературі останніх десятиліть усе



частіше лунають заклики до активного впровадження інновацій, збільшення масштабів інноваційної діяльності і витрат на дослідження і розробку нових продуктів, що пояснюється тими надприбутками, що дає інноваційний бізнес. Однак на практиці компанії стикаються з тим, що просте збільшення інвестиційних вкладень в інновації не означає автоматичного зростання продажів, частки ринку або прибутку. Статистика підтверджує ці висновки: за минуле десятиліття кількість впроваджень нових споживчих товарів у США зростала на 7% за рік, досягши 32000 найменувань, у той час як продажі зростали тільки на 3%.

У зв'язку з цим в останні роки в закордонній економічній літературі неодноразово висувалася ідея про існування так званого *«феномену зменшуваної ефективності інновацій»* [422]. Мова йде про те, що кожна додаткова грошова одиниця, витрачена на розробку нового продукту, приносить усе менший і менший ефект. Іншими словами, екстенсивне розширення обсягів інвестування в інновації характеризується зменшеною величиною ефективності інвестицій, оскільки, як правило, підприємства прагнуть спочатку профінансувати найефективніші проекти, потім менш ефективні, і так далі, поки не починають фінансувати усе більш і більш сумнівні проекти. Існування даного феномена пояснює численні випадки, коли збільшення витрат на дослідження і розробки в компаніях не призводить до відповідного збільшення продажів. Ці компанії не зростають по суті, вони збільшують витрати на нові ідеї і розробку нових продуктів, не змінюючи процеси, системи або структури, що визначають ефективність інвестицій.

Дослідження останніх років свідчать, що *ефективність інновацій не залежить від розміру компанії або загального розміру інвестицій у НДДКР*. Дійсно, кращі інноватори в цілому мають відносно менші бюджети наукових досліджень; найефективніші компанії, що одержують від нових продуктів найвищий прибуток на кожен грошову одиницю, інвестовану в НДДКР, витрачають на дослідження і розробки 4,8% від обсягу продажів, а найменш ефективні – у середньому 5,9%. У кожній компанії є вбудована крива – крива інноваційної ефективності, яка обмежує ефективність інвести-

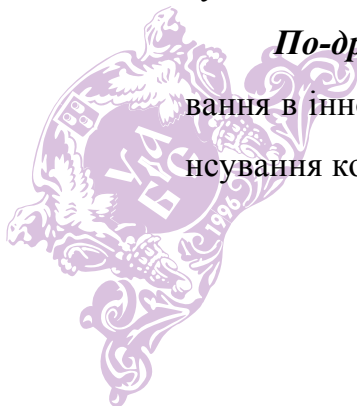


цій, крім того компанії в одній і тій же галузі значно розрізняються по ефективності інновацій. Таким чином, механізмом, що забезпечує конкурентоспроможність фірми, є не кількісне збільшення обсягів інвестування в НДДКР, збільшення числа профінансованих інноваційних проектів, а підвищення ефективності базових витрат, здійснення заходів, що призводять до зростання показника рентабельності інвестицій для фірми.

Досліджуючи проблеми інвестиційного забезпечення інноваційного процесу, не можна не зазначити, що *інвестиційний капітал, який направляється в інноваційну сферу, є високоризиковим за формою і цілями надання*. Розглянемо цю проблему детальніше.

По-перше, слід приймати до уваги мету і характер використання коштів в інноваційному процесі. Існує великий ризик втратити авансований капітал, виходячи з ряду причин: непередбачуваності результатів творчого процесу, без якого немислиме нововведення; можливої помилковості ідеї, що лежить в основі інноваційного проекту; труднощів технічної реалізації проекту; непередбачуваності реакції ринку на появу новинки та ін. Важливо відзначити, що найвищий рівень інвестиційного ризику відповідає саме інноваційній діяльності, оскільки при розгляді НТП у фокус уваги попадають тільки ті інноваційні проекти, що дійшли до стадії масового виробництва і продажів, тобто одержали визнання ринку (імовірність їхнього успіху склала 100% з 100%). Якщо нововведення не було прийнято ринком або зовсім не було створено в силу незавершеності інноваційного процесу, воно не могло сприяти прогресивним змінам у суспільстві, а отже – не буде прийнято до уваги при розгляді НТП. Саме тому можна стверджувати, що рівень ризику інвестування у ті розробки, які досліджуються при аналізі тенденцій НТП, суттєво більш низький, ніж загальний ризик інвестування в інновації.

По-друге, слід враховувати фактор часу, тобто пам'ятати, що інвестування в інновації характеризуються значним часовим лагом від моменту авансування коштів до моменту одержання комерційної віддачі від них.



По-третє, слід прийняти до уваги форму надання капіталу. Інноваційний процес слугує засобом рішення існуючих проблем підприємств у сфері їхньої основної діяльності. Інвестиції в нововведення при цьому здійснюють оборот у складі фінансового або торговельного капіталу, що опосередковує основну діяльність компанії-інноватора. Грошовий капітал, що авансується в інноваційну діяльність, включається в кругообіг промислового або торговельного капіталу, як правило, через особливий ринок капіталів у формі, що припускає особливі умови одержання позики.

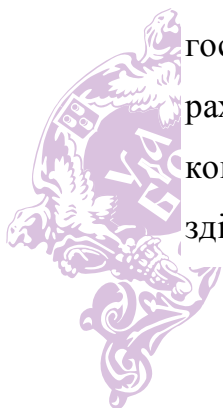
По-четверте, можна стверджувати, що високий рівень ризику інвестиційного капіталу, який направляється в інноваційну сферу, обумовлений монопольною ціною наданих коштів, що є результатом специфічного поділу права монопольного володіння результатами інноваційної діяльності між кредиторами та інноваторами. Висока невизначеність результатів інноваційної діяльності не передбачає існування чітких гарантій щодо відшкодування позикових коштів, що закономірно припускає збільшення «ціни» кредиту, а також вступ позикодавця в права співволодіння нововведенням. У зв'язку з цим простежується така тенденція: залучення позикових коштів для інвестування інновацій можливо в тому випадку, якщо фінансова віддача від використання створюваного нововведення буде більш відчутна, ніж та, що може бути отримана в альтернативних сферах інвестування.

По-п'яте, високий рівень ризику інвестування в інновації обумовлений мінливістю і розмаїтістю суб'єктів (джерел) інвестування: кошти державного бюджету, фінанси корпорацій, банківські ресурси, кошти інвестиційних фондів спеціального призначення, капітал іноземних інвесторів тощо

Таким чином, підводячи підсумок, відзначимо, що, на нашу думку, інноваційна економіка – це економіка, яка заснована на пошуку, підготовці і реалізації інвестицій, що збільшують ступінь реалізації потреб суспільства. Впровадження інновацій, прогресивних технологій і нової техніки представляє особливу сферу руху інвестиційного капіталу в системі розширеного відтворення. На нашу думку, радикально змінити траєкторію розвитку вітчиз-



няної економіки може формування комплексного механізму господарювання, зорієнтованого на нові технології й інтенсивний (інноваційний) тип економічного розвитку. При цьому необхідно відзначити, що важливим є не стільки відособлений розгляд джерел інвестиційного забезпечення інноваційної діяльності, скільки їхня збалансованість у залежності від особливостей інноваційного процесу на окремих його фазах, а також у залежності від того, який інноваційно-інвестиційний механізм використовується в кожній конкретній ситуації, яка інноваційна інфраструктура склалася на ринку. Іншими словами, крім загальної величини інвестиційних ресурсів, їх джерела, структура і розподіл виступають, на думку автора, як самостійні фактори зростання виробничої й інноваційної активності. Мова повинна йти про формування комплексного інноваційно-інвестиційного механізму господарювання, що покликаний забезпечити організацію сполучної ланки між наукою і виробництвом, впровадження передових «ноу-хау», технологій на регіональних і галузевих підприємствах державного і приватного секторів. Реалізація даного механізму передбачає проведення узгоджених заходів і дій, орієнтованих на довгострокову перспективу і спрямованих на досягнення збалансованості основних напрямків діяльності й оптимального технологічного і ресурсного забезпечення. Комплексний інноваційно-інвестиційний механізм господарювання передбачає, що практично кожен цикл відтворення і кожна одиниця інвестицій мають бути носіями нововведень, що поліпшують або змінюють технології виробництва з метою збільшення їх кінцевої (економічної і соціальної) ефективності. Це можливо за умови безперервного інноваційного проектування майбутнього відтворення на альтернативній основі, коли не допускається неефективне використання ресурсів на відтворення застарілих технологій. Інтеграція інноваційної й інвестиційної функцій у єдиний механізм господарювання є передумовою для розвитку інноваційної діяльності як за рахунок фінансово-кредитного забезпечення замовників, так і за рахунок коштів, безпосередньо одержуваних у вигляді реінвестицій від безупинно здійснюваних інноваційних проектів.

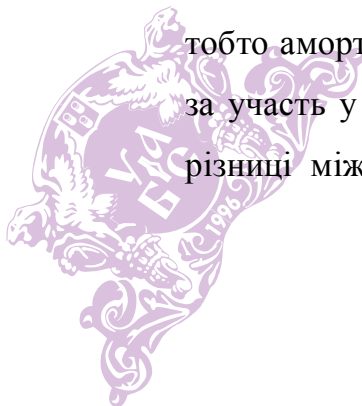


1.2. Інноваційна складова в структурі макроекономічних індикаторів економічного розвитку

1.2.1. Загальні положення дослідження інноваційної складової інвестиційного забезпечення економічного розвитку

Проблема застосування критеріїв визначення ефективності функціонування економічних систем досліджується вітчизняними та закордонними вченими протягом досить тривалого часу [283]. При цьому слід зауважити, що основна проблема полягає не стільки в виборі конкретного кінцевого показника, який найбільш об'єктивно характеризує зміни в економіці, скільки в тому, яке саме значення цього показника слід вважати найбільш прийнятним. Виходячи з цього, головним завданням є визначення того рівня розвитку, якого може досягти економіка при наявності існуючих обмежень щодо факторів виробництва (труд, капітал, природні ресурси).

В узагальненому спрощеному вигляді головну мету управління економікою можна визначити як максимальне зростання *валового внутрішнього продукту (ВВП)* в умовах обмеженості виробничих ресурсів за прийнятних рівнів інфляції та безробіття (під ВВП розуміють загальну ринкову вартість всіх готових продуктів та послуг, створених в економіці). Для характеристики економіки також можуть використовуватися споріднені макроекономічні показники, що є достатньо показовими та аналітично обґрунтованими. Так, *чистий внутрішній продукт (ЧВП)* показує різницю між ВВП та величиною, що дорівнює частині виробленого продукту, яка необхідна для заміщення засобів виробництва, що були зношені в процесі випуску продукції, тобто амортизації. Загальний дохід, який отримують постачальники ресурсів за участь у виробництві ВВП, – це *національний дохід (НД)*, що дорівнює різниці між ЧВП та непрямими податками, які сплачують підприємці. В

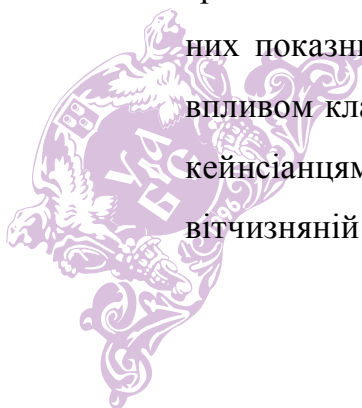


спрощених моделях, коли вплив держави як отримувача непрямих податків не розглядається, величина НД дорівнює ЧВП.

В економічній науці напрацьована значна кількість моделей, що визначають залежність наведених макроекономічних показників та відповідних факторів (в першу чергу, капітальних та трудових ресурсів) [286]. Слід відмітити вагомий внесок в дослідження цієї проблеми таких видатних вчених, як: А.Маршал [287], Л.Вальрас [76], С.В.Кобб та П.Х.Дуглас [414] (виробнича функція), Дж.М.Кейнс [218] (моделі детермінантів інвестування, мультиплікатора інвестицій та споживання), А.С.Пігу [330] (модель початкових імпульсів і розповсюдження циклічних рухів), Дж.Хікс [396] та Е.Х.Хансен [393] (модель взаємозв'язку товарного, грошового ринків та ринку праці), М.Фрідман [419] (моделі перманентного і номінального доходу), Р.Ф.Харрод [394] та Є.Д.Домар [417] (динамічні моделі з урахуванням змін детермінант інвестування) та ін. Потрібно відзначити, що жодна з моделей не має абсолютної переваги на рівні практичного застосування.

В даній дисертаційній роботі в якості основного макроекономічного критерію ефективності розвитку економічної системи оберемо ЧВП. Це пов'язано з тим, що з огляду на переваги інноваційного шляху розвитку національної економіки, ми повинні розглядати економіку зростаючого типу, визначальною характеристикою якої є позитивна величина чистих приватних внутрішніх інвестицій (тобто величина валових приватних внутрішніх інвестицій обов'язково повинна перевищувати величину сукупного капіталу, використаного в економіці для виробництва ВВП).

Вихідним положенням наукового дослідження, результати якого будуть продемонстровані далі в даному підрозділі дисертаційної роботи, є дотримання загальновизнаних принципів визначення базових макроекономічних показників, в тому числі їх рівноважних значень, що формувалися під впливом класичної та кейнсіанської шкіл та розвивалися неокласиками, неокейнсіанцями, маржиналістами, інституціоналістами, монетаристами тощо. В вітчизняній та закордонній науці здійснюється велика кількість ґрунтовних

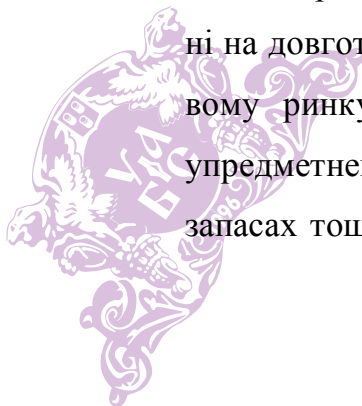


наукових досліджень, визначені концептуальні засади функціонування окремих ринків, з'ясовані ключові якісні характеристики внутрішньоринкових та міжринкових взаємозв'язків, побудовано велику кількість математичних моделей, що відображають ці зв'язки та надають можливість оцінити кількісний вплив відповідних факторів на результативні показники. Але при цьому, на жаль, *відсутній єдиний цілісний загальноприйнятий формалізований теоретико-методологічний підхід до взаємного розгляду функціонування ринку товарів та послуг, ринку факторів виробництва та фінансового ринку.*

Як відомо, сучасна ринкова система являє собою сукупність значної кількості ринків, які прийнято класифікувати за певними критеріями, наприклад: за економічним призначенням об'єктів, за структуризацією, за адміністративно-територіальною ознакою, за спеціалізацією, за галузевою приналежністю, за рівнем конкуренції тощо. Слід зауважити, що, на жаль, на сьогодні не існує єдиної, загальноприйнятої класифікації ринків, в вітчизняних та закордонних наукових працях розглядається безліч підходів до їх структуризації, що представлено на рис. 1.3. Але, на нашу думку, класифікація ринків за функціональною ознакою (тобто за економічним призначенням об'єктів ринкових відносин) є найбільш інформативною та визначає окремі сектори ринку, які забезпечують функціонування економічної системи.

Оскільки фактори, що впливають на обрані нами кінцеві показники ефективності функціонування економіки, формуються в рівній мірі на кожному з цих ринків, в даному підрозділі дисертаційної роботи ми будемо досліджувати їх не окремо, а системно, тобто у взаємодії.

Слід підкреслити, що категорії «інвестиційні ресурси» та «інвестиції» ми розглядаємо окремо. Так, *інвестиційні ресурси*, під якими ми розуміємо кошти з розрізнених фінансових джерел, які в подальшому будуть спрямовані на довготермінове вкладення в основний капітал, формуються на фінансовому ринку. Під терміном «*інвестиції*» пропонується розуміти процес упредметнення інвестиційних ресурсів у засобах виробництва, виробничих запасах тощо, який відбувається на ринку факторів виробництва. Таким чи-



ном, процес інвестування ми розглядаємо не на фінансовому (інвестиційному) ринку, а на ринку факторів виробництва. **Вплив фінансового ринку** на економічні процеси, які є об'єктом дослідження в даному підрозділі дисертаційної роботи, **полягає в формуванні номінальної і, як наслідок – реальної ставки проценту**, яка, як буде доведено нижче, виступає в якості вирішального фактору формування попиту на інвестиції. Здійснення купівлі-продажу товарів та послуг для кінцевого споживання відбувається на ринку товарів та послуг.

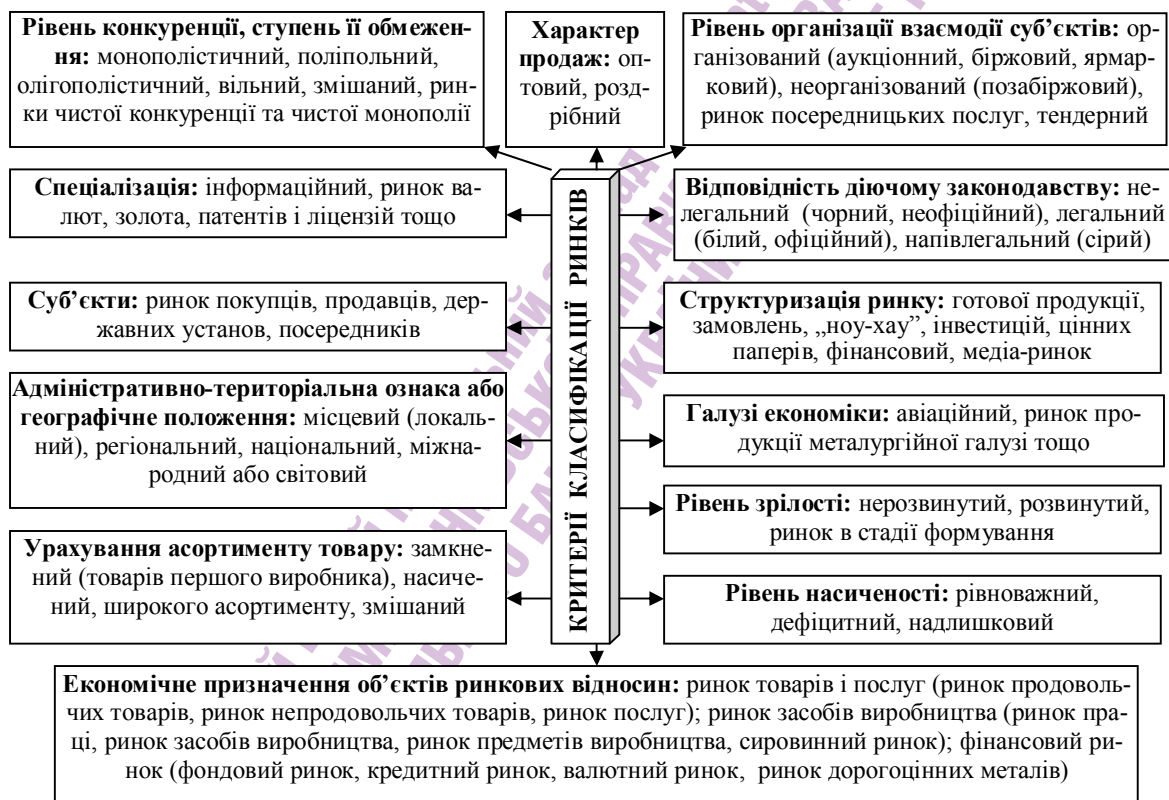


Рис. 1.3. Найбільш поширені класифікації ринків (складено автором на основі [215, 55, 58, 61, 63, 132, 193])

Згідно загальноприйнятого підходу **ЧВП за витратами** розраховується як сума витрат споживачів, чистих внутрішніх приватних інвестицій, державних витрат та чистого експорту, що являють собою нецінові фактори сукупного попиту. У формалізованому вигляді його розрахунок можна представити наступним чином:



$$\text{ЧВП} = C + I_v + G + X_n, \quad (1.1)$$

де C – витрати на споживання;

I_v – чисті внутрішні приватні інвестиції;

G – державні витрати;

X_n – чистий експорт.

На нашу думку, *всі види витрат, що формують ЧВП за витратами, можна поділити на дві категорії за критерієм інноваційності: інноваційно орієнтовані та традиційно орієнтовані*. Так, *сукупні чисті інвестиції* ми пропонуємо поділити на дві складові: чисті традиційно орієнтовані інвестиції та чисті інноваційно орієнтовані інвестиції. В рамках ринку товарів і послуг ми також пропонуємо виділяти два сегменти: традиційний та інноваційний. Виходячи з цього, *споживчі витрати* можна розділити на дві частини: витрати на споживання традиційних та інноваційних товарів і послуг. В структурі *державних витрат* можна виокремити такі головні елементи, що цікавлять нас з точки зору інноваційності та можуть бути споріднені з тими видами витрат, які ми розглянули раніше: державні витрати на споживання традиційних та інноваційних товарів та послуг; державні традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвестиційні витрати. В структурі *чистого експорту* за критерієм інноваційності ми пропонуємо виокремити: витрати закордонних контрагентів на споживання традиційних та інноваційних товарів та послуг; традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвестиційні витрати закордонних контрагентів.

Виходячи з обґрунтованої вище необхідності системного розгляду взаємодії ринку товарів і послуг, ринку факторів виробництва та фінансового ринку, представимо викладені вище пропозиції схематично. Так, на рис. 1.4 відображено авторський погляд на структуру ЧВП виходячи з запропонованої класифікації (за критерієм інноваційності) елементів, що формують його за витратами.



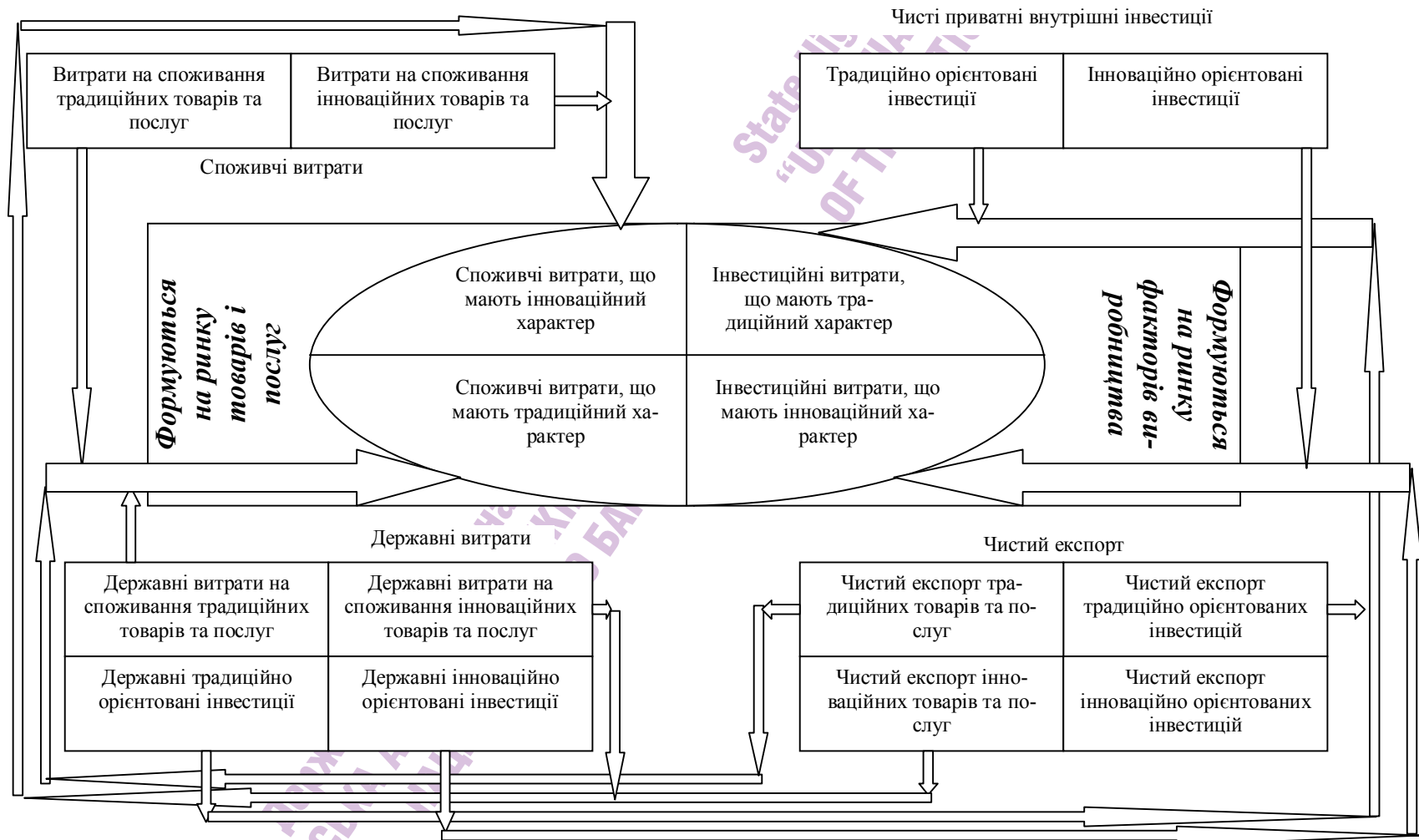


Рис. 1.4. Структура ЧВП за витратами (відповідно до авторських пропозицій)

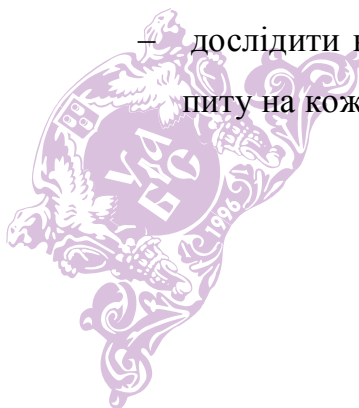


На рис. 1.5 відображено авторське бачення механізму формування попиту на ринку товарів і послуг, а також на ринку факторів виробництва з урахуванням їх системної взаємодії.

На нашу думку, для визначення ступеня інноваційності економіки треба мати певну систему показників, які можуть бути використані в ролі так званих індикаторів. Загальне авторське розуміння складу системи визначення ступеня інноваційності економіки представлено на рис. 1.6 (курсивом виділені ті показники, розрахунок яких запропонований в дисертаційній роботі).

Підводячи підсумок, зазначимо, що *виходячи з викладених вище концептуальних вихідних положень дослідження інноваційного інвестування в системі факторів економічного розвитку, далі в цьому розділі дисертаційної роботи ми ставимо перед собою декілька завдань, а саме:*

- розробити механізм розподілу всіх видів витрат, що формують ЧВП за витратами, за критерієм інноваційності;
- в структурі чистих приватних внутрішніх інвестиційних витрат виокремити два типа: інноваційно орієнтовані та традиційно орієнтовані, надати авторське визначення цих економічних категорій, визначити місце інноваційно орієнтованих інвестицій в загальній сукупності інвестиційних вкладень, їх роль в процесі формування інвестицій;
- з метою використання в ролі індикатора ступеня інноваційності економіки запропонувати систему відповідних показників, розробити авторські механізми їх розрахунку; визначити ідентифікаційні ознаки інноваційно орієнтованого типу економічної системи;
- виділити особливості формування попиту на чисті інноваційно орієнтовані та чисті традиційно орієнтовані інвестиції в структурі сукупних чистих інвестицій;
- дослідити напрямки впливу реальної ставки проценту на формування попиту на кожен з досліджуваних типів інвестицій;



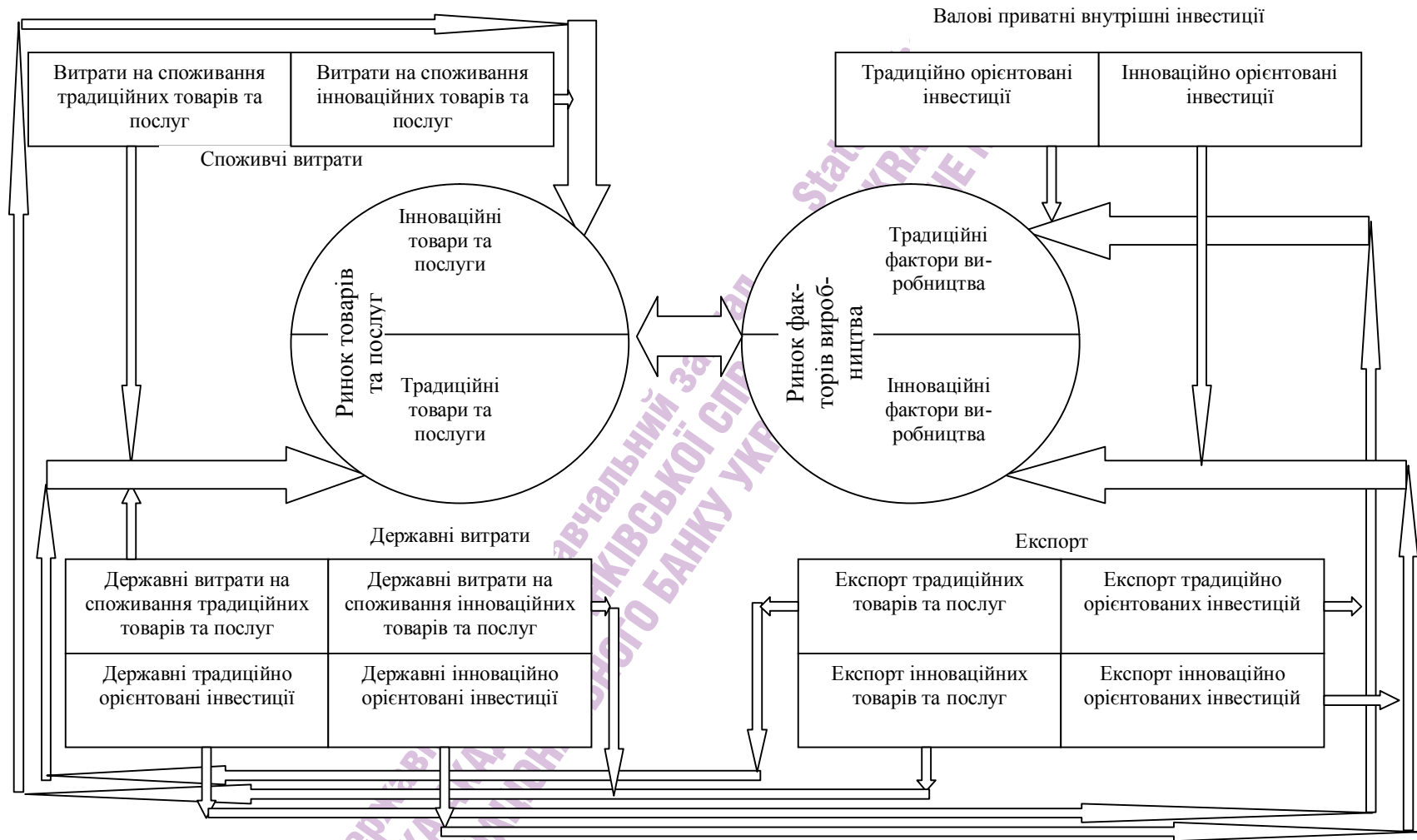


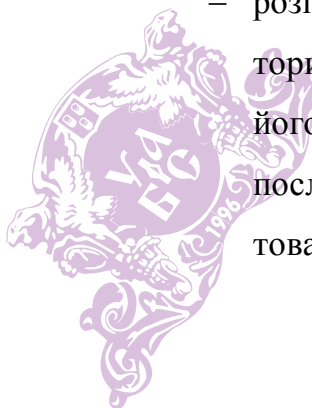
Рис. 1.5. Взаємодія ринку товарів і послуг та ринку факторів виробництва при формуванні попиту на них (відповідно до авторських пропозицій)





Рис. 1.6. Загальна система індикаторів рівня інноваційності економіки
(курсивом виділені показники, розрахунок яких запропоновано автором в даній дисертаційній роботі)

- на основі системного аналізу здійснити розподіл факторів, що формують попит на всі досліджувані типи інвестицій (чисті інноваційно орієнтовані, чисті традиційно орієнтовані, чисті сукупні), на три групи в залежності від ступеня їх впливу;
- довести факт наявності зворотного зв'язку між рівнем забезпеченості економіки основним капіталом та обсягом чистих інвестицій (за допомогою показників темпу росту та темпу приросту рівня забезпеченості основним капіталом);
- виявити загальні напрямки впливу інвестицій на ЧВП та виокремити особливості кількісних характеристик залежності кожного з досліджуваних типів інвестицій та ЧВП (схильність до інвестицій);
- обґрунтувати необхідність виокремлення в складі валових інвестицій витрат на відновлення капіталу, здійснити їх розподіл за видами на традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані, дослідити особливості їх формування;
- розглянути особливості формування витрат на споживання як складового елемента ЧВП, обґрунтувати можливість виділення в їх структурі витрат на споживання традиційних та інноваційних товарів і послуг, визначити критерій кількісної оцінки залежності цих видів витрат від доходу після сплати податків;
- розглянути особливості формування державних витрат як складового елемента ЧВП, обґрунтувати можливість виділення в їх структурі державних витрат на споживання традиційних та інноваційних товарів і послуг, а також державних традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат;
- розглянути особливості формування чистого експорту, виокремити фактори, що визначають його рівень, обґрунтувати можливість виділення в його структурі чистого експорту традиційних та інноваційних товарів і послуг; чистого експорту традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих інвестицій;



- обґрунтувати, що критеріями оцінки впливу зміни визначених автором конкретних видів витрат, що формують ЧВП, на розмір результативного макроекономічного показника (ЧВП) є коефіцієнти граничної схильності до відповідних витрат.

1.2.2. Структуризація інвестиційних витрат у чистому внутрішньому продукті за критерієм інноваційності

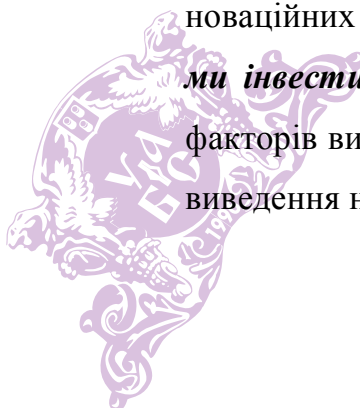
Як зазначалося в підрозділі 1.2.1 даної дисертаційної роботи, ми пропонуємо сукупні чисті інвестиції поділити на дві складові:

$$I_{ч} = I_{чтр} + I_{чінн}, \quad (1.2)$$

де $I_{чтр}$, $I_{чінн}$ – відповідно чисті традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвестиції.

Нагадаємо, що під інвестиціями в даному підрозділі дисертаційної роботи ми розуміємо не інвестиційні ресурси, що є об'єктом купівлі-продажу на фінансовому ринку (а точніше – на інвестиційному ринку як складовому елементі фінансового ринку), а безпосередньо процес упередження інвестиційних ресурсів у засобах виробництва, виробничих запасах тощо, який відбувається на ринку факторів виробництва.

Під **інноваційно орієнтованими інвестиціями** пропонується розуміти витрати на придбання будь-яких (традиційних або інноваційних) факторів виробництва з метою подальшого їх використання для створення інноваційних продуктів (інноваційних факторів виробництва, інноваційних товарів, інноваційних послуг) та виведення їх на ринок. Під **традиційно орієнтованими інвестиціями** пропонується розуміти витрати на придбання будь-яких факторів виробництва з метою подальшого їх використання для створення та виведення на ринок традиційних продуктів.



Слід підкреслити, що до уваги ми приймаємо не валові, а чисті інвестиції (тобто різницю між валовим обсягом інвестицій та так званою амортизацією, під якою в даному випадку розуміємо величину втрати сукупним вкладеним капіталом частини своєї вартості в процесі виробництва кінцевого продукту), виходячи з того, що в нашому дослідженні в якості інтегрального критерію ефективності розвитку економічної системи обрано ЧВП.

Як зазначалося в підрозділі 1.2.1 дисертаційної роботи, ми пропонуємо визначити певні кількісні вимірювачі, які у сукупності з іншими показниками мають сформувати цілісну систему визначення рівня інноваційності економіки. В першу чергу, в ролі індикатора ступеня інноваційності економічної системи можна використовувати показник, який ми пропонуємо назвати *«рівнем інноваційності економічної системи» (PIEC)* та обчислювати за формулою:

$$PIEC = \frac{Ч_{I_{\text{інн}}}}{Ч_{I_{\text{втр}}}}, \text{ причому } Ч_{I_{\text{втр}}} = \frac{I_{\text{чвтр}}}{I_{\text{втр}}}, \quad Ч_{I_{\text{інн}}} = \frac{I_{\text{чінн}}}{I_{\text{вінн}}}, \quad (1.3)$$

де $I_{\text{втр}}$, $I_{\text{вінн}}$ – відповідно валові традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвестиції;

$Ч_{I_{\text{чвтр}}}$, $Ч_{I_{\text{чінн}}}$ – відповідно частки чистих традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих інвестицій в загальному обсязі валових інвестицій кожного з досліджуваних типів.

Надамо певні пояснення стосовно обраної конструкції даного показника. На нашу думку, безпосереднє порівняння між собою обсягів валових або чистих традиційно орієнтованих інвестицій та інноваційно орієнтованих інвестицій не буде інформативним з точки зору визначення ступеня інноваційності економічної системи, оскільки виходячи з високого ступеня ризику інноваційного капіталу як такого, в переважній більшості країн значно більше ресурсів вкладається в традиційні сектори економіки. Саме тому ми вважаємо за доцільне порівнювати частки чистих інвестицій в валових (за кожним з досліджуваних типів інвестицій), роблячи таким чином акцент на тому, що характеристикою ступеня інноваційності економіки є саме динаміка, тоб-

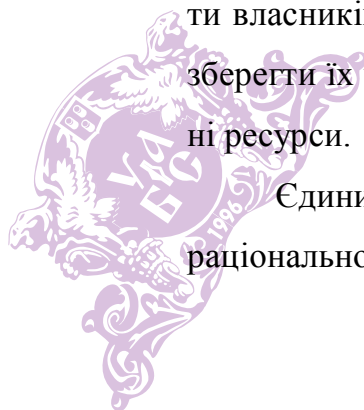
то темп збільшення інноваційно орієнтованих інвестицій порівняно з традиційно орієнтованими інвестиціями. При цьому за абсолютними значеннями ці типи інвестицій можуть знаходитися в різних співвідношеннях. Якщо $PIEC < 1$, тобто $Ч_{I_{чтр}}^{стр}$ в економічній системі *переважає* $Ч_{I_{чин}}^{стр}$, то її пропонується вважати *традиційно орієнтованою*, а якщо $PIEC > 1$, тобто $Ч_{I_{чтр}}^{стр}$ в економічній системі *менше* $Ч_{I_{чин}}^{стр}$, то її пропонується вважати *інноваційно орієнтованою*. На нашу думку, наведені вище співвідношення не є константами, а можуть змінюватися в залежності від динамічного розвитку економіки. Ми вважаємо, що з метою підвищення конкурентоспроможності економічної системи, а також в умовах переходу економіки на інноваційних шлях розвитку коефіцієнт $PIEC$ повинен поступово збільшуватися.

Розглянемо особливості формування попиту на інноваційно орієнтовані та традиційно орієнтовані інвестиції. Зауважимо, що на формування цього попиту впливають, по-перше, реальна ставка проценту, а по-друге – сукупність факторів, що впливають на обсяги чистих інвестицій.

Спочатку розглянемо вплив реальної ставки проценту на формування попиту на досліджувані типи інвестицій.

Загально визнано, що в існуючих умовах функціонування ринкової економіки попит на інвестиції є однією зі складових загального попиту на гроші. Це, в першу чергу, пов'язано з наявністю трансакційного попиту на грошові кошти, який обумовлюється необхідністю здійснення операцій купівлі-продажу товарів та послуг, і безпосередньо залежить від обсягів поточного споживання протягом визначеного періоду та швидкості обігу грошей в економіці. Для того, щоб забезпечити інвестиційні процеси, необхідно примусити власників грошових коштів не використовувати їх в поточному періоді, а зберегти їх у вигляді заощаджень з подальшим перетворенням на інвестиційні ресурси.

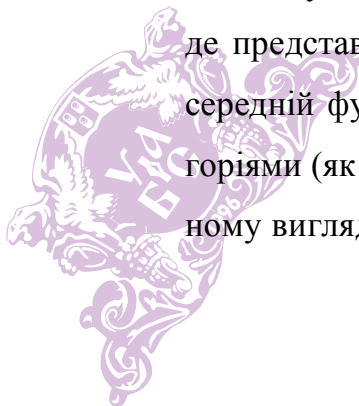
Єдиним економічно суттєвим та обґрунтованим чинником впливу на раціонально обумовлену поведінку споживачів суспільного продукту щодо



їхньої відмови від поточного споживання з метою подальшого інвестування, є дохід, який повинні забезпечити підприємці – споживачі інвестиційних ресурсів власникам грошових коштів, тобто ціна на гроші. В економічній теорії ця ціна отримала назву реальної ставки відсотку. Чим вищу ціну за гроші пропонують підприємці споживачам, тим більша кількість останніх відмовляється від поточного споживання та заощаджує більші обсяги грошових ресурсів. Виходячи з цього, за абсолютною величиною зростає потенційна можливість здійснювати інвестиції в економіку.

В свою чергу, попит на інвестиції формується в залежності від реальної ставки відсотку, що сплачується за капітал, та очікуваної норми чистого прибутку на інвестовані ресурси. З підвищенням відсоткових ставок, тобто ціни залучення інвестиційних ресурсів, кількість та масштаби інвестиційних проєктів, здатних забезпечити вимоги інвесторів до прибутковості своїх вкладень, зменшується. Якщо споживачі пропонують ринку свої грошові заощадження за все більш високою ціною, то, зрозуміло, що попит на них з боку підприємців, що реалізують інвестиційні проєкти, зменшується. Це пов'язано з тим, що зменшується кількість проєктів, дохідність яких перевищує реальну ставку відсотку на ресурси, що задіяні для їх реалізації. Оскільки кількість суб'єктів господарювання, які бажають користуватися дорогими інвестиційними ресурсами, зменшується, то можна стверджувати, що через падіння реальної дохідності вкладень зменшується сума інвестицій.

Така поведінка характерна як для інноваційно орієнтованих інвестицій, так і для традиційно орієнтованих інвестицій, але при цьому може різнитися міра залежності попиту на кожен з виділених видів інвестицій від реальних ставок. В формалізованих моделях, що характеризують залежність кожного з досліджуваних видів інвестицій від реальної ставки відсотку, ця різниця буде представлена різними значеннями коефіцієнтів, що відображають безпосередній функціональний взаємозв'язок між цими макроекономічними категоріями (як для середніх, так і для граничних їх значень). Якщо це в спрощеному вигляді представити графічно (рис. 1.7), то видно, що різна міра залеж-



ності попиту на кожен з виділених видів інвестицій від реальних ставок відображена відмінними кутами нахилу кривих попиту. Якщо всі умови функціонування ринку (крім ставки відсотку) залишаються незмінними, то можна стверджувати, що для цілей здійснюваного нами аналізу конкретні значення кутів нахилу цих кривих не є принципово важливими.

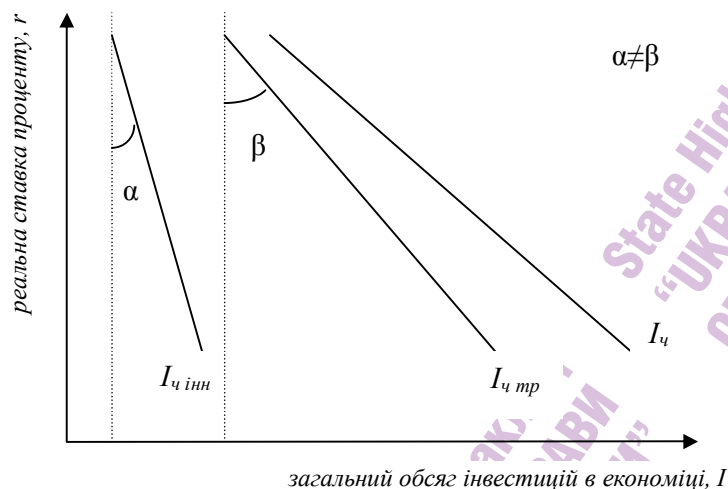


Рис. 1.7. Взаємозалежність попиту на чисті інноваційно орієнтовані ($I_{ч\ інн}$), чисті традиційно орієнтовані ($I_{ч\ тр}$) та сукупні чисті інвестиції ($I_{ч}$)

Зміщення кривих попиту на інвестиції праворуч або ліворуч **залежить від факторів, що впливають на очікувану чисту дохідність інвестицій**. Основними з таких факторів ми пропонуємо вважати: рівень оподаткування; очікування інвесторів; темпи та напрямки технологічних змін; рівень зношеності обладнання та витрат на його обслуговування; забезпеченість галузей виробничими потужностями; рівень кваліфікації персоналу; забезпеченість виробничих процесів робочою силою; рівень заробітної плати; інфраструктуру інвестиційного середовища; ступінь відкритості економіки; забезпеченість виробничих процесів природними ресурсами; державну підтримку інвестиційних та інноваційних процесів; загальний рівень накопичень в економіці та ін. Виходячи з наявності перерахованих вище, а також цілого ряду інших факторів, що впливають на величину чистих інвестицій в економіці, в формалізованому вигляді досліджувану залежність ми пропонуємо відобразити так:

$$I_q = f(r, \Phi_1, \dots, \Phi_n), \quad (1.4)$$

де r – реальна ставка проценту;

Φ_i – i -й фактор, що впливає на обсяг чистих інвестицій;

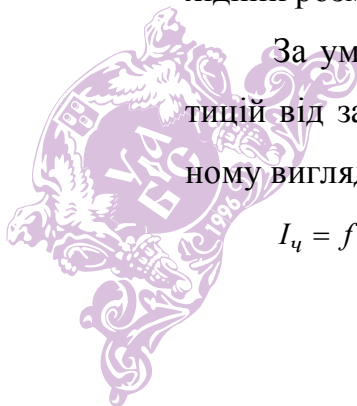
n – кількість факторів.

Можна стверджувати, що, хоча наведені вище фактори в цілому впливають на сукупний розмір чистих інвестицій, але вплив кожного з них на конкретний їх досліджуваний тип буде різним за розміром та характером. В деяких випадках можуть відрізнятись навіть напрямки впливу. Більше того, якщо розглядати досліджувані процеси в динаміці, то виявляється, що деякі фактори, які впливають на розмір інвестицій в поточному періоді, в наступному періоді безпосередньо залежать від величини цих інвестицій. Отже, **формується зворотній зв'язок**, причому аналіз досліджуваних процесів в динаміці дозволяє стверджувати про наявність **циклічності** даного процесу.

Розглянемо наявність зазначеного зворотного зв'язку на прикладі такого фактору, як забезпеченість основним капіталом. Так, можна стверджувати, що забезпеченість основним капіталом є більш високою в традиційно орієнтованому секторі економіки (тобто сукупності галузей, спрямованих на виробництво переважно традиційних товарів і послуг), ніж в інноваційно орієнтованому секторі економіки (тобто сукупності високотехнологічних галузей, орієнтованих переважно на виробництво інноваційних товарів і послуг). Але при цьому слід зауважити, що процес залучення та вкладення інноваційно орієнтованих інвестицій, що спрямовуються на формування основного капіталу в високотехнологічному секторі економіки, спричиняє поступове підвищення рівня забезпеченості ним в цьому економічному сегменті за відсутності суттєвого коливання величин факторів, які визначають необхідний розмір основного капіталу.

За умов незмінності інших факторів залежність розміру чистих інвестицій від забезпеченості основним капіталом можна представити у спрощеному вигляді наступним чином:

$$I_q = f(Z_{ок}), \quad (1.5)$$



де $Z_{ок}$ – рівень забезпеченості економіки основним капіталом, який, в свою чергу, визначається як:

$$Z_{ок} = \frac{OK_p}{OK_n}, \quad (1.6)$$

де OK_p – реальний (наявний) обсяг основного капіталу в економіці;

OK_n – обсяг основного капіталу, необхідний для досягнення запланованого темпу приросту інтегрального макроекономічного показника, який обрано в якості цільового критерію (наприклад, ЧВП). OK_n , в свою чергу, залежить від фондоемності продукції, прогнозного обсягу виробництва та ін.

Висунуто вище гіпотезу про різні рівні забезпеченості основним капіталом у традиційно орієнтованому та інноваційно орієнтованому (високотехнологічному) секторах економіки у формалізованому вигляді можна представити наступним чином:

$$Z_{окmp_t} > Z_{окінн_t}, \quad (1.7)$$

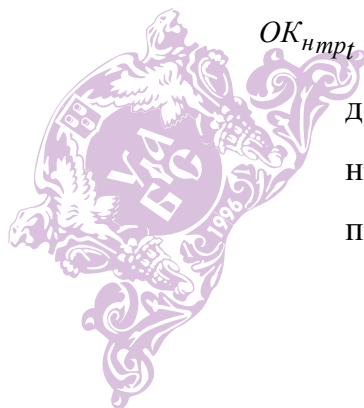
$$Z_{окmp_t} = \frac{OK_{p mp_t}}{OK_{n mp_t}}, \quad (1.8)$$

$$Z_{окінн_t} = \frac{OK_{p інн_t}}{OK_{n інн_t}}, \quad (1.9)$$

де $Z_{окmp_t}$, $Z_{окінн_t}$ – відповідно рівні забезпеченості економіки основним капіталом в традиційно орієнтованому та в інноваційно орієнтованому секторах економіки в періоді t ;

$OK_{p mp_t}$, $OK_{p інн_t}$ – відповідно реальні (наявні) обсяги основного капіталу в традиційно орієнтованому та інноваційно орієнтованому секторах економіки в періоді t ;

$OK_{n mp_t}$, $OK_{n інн_t}$ – відповідно обсяги основного капіталу, необхідні для досягнення запланованого темпу приросту ЧВП в традиційно орієнтованому та інноваційно орієнтованому секторах економіки в періоді t .



Для того, щоб зробити попередні висновки щодо наявності зворотного зв'язку, можна прийняти обсяг основного капіталу, необхідний для досягнення запланованого темпу приросту ЧВП, як константу (це тільки зменшує кількість варіантів, які потрібно розглядати, але не суперечить головній ідеї).

Розглядаючи досліджувані процеси в динаміці, слід зазначити, що науковий інтерес в даному випадку становить не тільки наявний рівень забезпеченості економіки основним капіталом, але й *його приріст за певний проміжок часу, який ми пропонуємо визначити як ΔZ_{OK} та розраховувати наступним чином:*

$$\Delta Z_{OK} = Z_{OK_{t+1}} - Z_{OK_t}. \quad (1.10)$$

Суттєвими для аналізу будуть також значення *темпу росту* ($TP = \frac{Z_{OK_{t+1}}}{Z_{OK_t}}$) та *темпу приросту* ($ТП = \frac{\Delta Z_{OK}}{Z_{OK_t}}$) рівня забезпеченості основним капіталом економіки в цілому та досліджуваних секторів окремо.

Спочатку проаналізуємо показник темпу приросту рівня забезпеченості основним капіталом. Проведене нами дослідження дозволяє стверджувати, що в переважній більшості випадків темпи приросту рівня забезпеченості основним капіталом в інноваційно орієнтованому та традиційно орієнтованому секторах економіки не співпадають, тобто:

$$ТП_{mp} \neq ТП_{инн}. \quad (1.11)$$

Представимо розрахунок темпу приросту рівня забезпеченості основним капіталом більш детально:

$$ТП = \frac{\Delta Z_{OK}}{Z_{OK_t}} = \frac{Z_{OK_{t+1}} - Z_{OK_t}}{Z_{OK_t}} = \frac{\frac{OK_{p_{t+1}}}{OK_n} - \frac{OK_{p_t}}{OK_n}}{\frac{OK_{p_t}}{OK_n}} = \frac{(OK_{p_{t+1}} - OK_{p_t}) \cdot OK_n}{OK_n \cdot OK_{p_t}} = \frac{OK_{p_{t+1}} - OK_{p_t}}{OK_{p_t}}. \quad (1.12)$$

Зрозуміло, що приріст основного капіталу за певний проміжок часу дорівнює величині чистих інвестицій в основний капітал, тобто

$$OK_{p_{t+1}} - OK_{p_t} = I_{чOK_t}.$$



Виходячи з цього, отримане нами вище співвідношення (1.11) можна записати у наступному вигляді:

$$\frac{I_{чОК_{тр_t}}}{ОК_{р_{тр_t}}} \neq \frac{I_{чОК_{інн_t}}}{ОК_{р_{інн_t}}}, \quad (1.13)$$

де $I_{чОК_{тр_t}}$, $I_{чОК_{інн_t}}$ – відповідно чисті інвестиції в основний капітал в традиційно орієнтованому та інноваційно орієнтованому секторах економіки за досліджуваний проміжок часу, причому за абсолютною величиною $I_{чОК_{тр_t}}$ можуть значно перевищувати $I_{чОК_{інн_t}}$.

Слід звернути увагу на те, що для якісної характеристики рівня інноваційності економічної системи співвідношення між величинами темпів приросту основного капіталу в різних секторах економіки має принципове значення. На нашу думку, для того, щоб мати змогу ідентифікувати економіку країни як інноваційно орієнтовану, темпи приросту основного капіталу в інноваційно орієнтованому секторі економіки повинні перевищувати аналогічний показник для традиційно орієнтованого сектору, тобто:

$$ТП_{тр} < ТП_{інн}, \text{ тобто } \frac{I_{чОК_{тр_t}}}{ОК_{р_{тр_t}}} < \frac{I_{чОК_{інн_t}}}{ОК_{р_{інн_t}}}. \quad (1.14)$$

Зроблені вище висновки дають нам змогу сформулювати *ще один показник в рамках запропонованої на початку даного підрозділу дисертаційної роботи системи критеріїв*, що може застосовуватися в якості індикатора рівня інноваційності економічної системи. Цей показник ми пропонуємо назвати *коефіцієнтом співвідношення темпів приросту основного капіталу в інноваційно орієнтованому та традиційно орієнтованому секторах економіки* ($K_{ТП_{інн}}$) та визначати за наступною формулою:

$$K_{ТП_{інн}} = \frac{ТП_{інн}}{ТП_{тр}}, \quad (1.15)$$

де $ТП_{інн}$, $ТП_{тр}$ – відповідно темпи приросту основного капіталу в інноваційно орієнтованому та традиційно орієнтованому секторах економіки.



Якщо $K_{\pi\pi_{mp}^{inn}} > 1$, то за авторською пропозицією можна стверджувати про інноваційну спрямованість розвитку економічної системи. Якщо $K_{\pi\pi_{mp}^{inn}} < 1$, то розвиток економічної системи можна ідентифікувати як екстенсивний, тобто традиційно орієнтований.

Проведемо аналогічне дослідження і по відношенню до темпу росту рівня забезпеченості основним капіталом з метою підтвердження висунутої гіпотези про наявність зворотного зв'язку між рівнем забезпеченості економіки основним капіталом та обсягом чистих інвестицій.

Нарощення основного капіталу за рахунок чистих інвестицій призведе за наведених умов до зростання забезпеченості ним в традиційно орієнтованому та інноваційно орієнтованому секторах економіки, але темпи цього зростання також можуть не співпадати за своєю величиною, тобто:

$$OK_{p_{mp,t+1}} = OK_{p_{mp,t}} + I_{ok_{mp,t}}, \quad (1.16)$$

$$OK_{p_{inn,t+1}} = OK_{p_{inn,t}} + I_{ok_{inn,t}}, \quad (1.17)$$

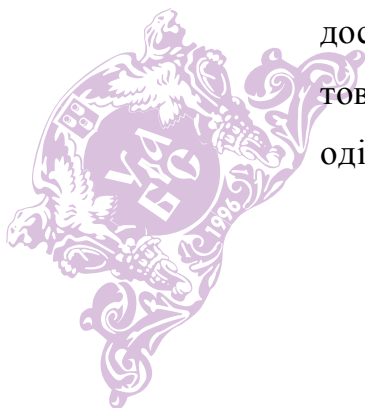
$$z_{ok_{mp,t+1}} = \frac{OK_{p_{mp,t+1}}}{OK_{n_{mp,t+1}}}, \quad (1.18)$$

$$z_{ok_{inn,t+1}} = \frac{OK_{p_{inn,t+1}}}{OK_{n_{inn,t+1}}}, \quad (1.19)$$

$$\frac{z_{ok_{mp,t+1}}}{z_{ok_{mp,t}}} \neq \frac{z_{ok_{inn,t+1}}}{z_{ok_{inn,t}}}, \quad (1.20)$$

де $OK_{p_{mp,t+1}}$, $OK_{p_{inn,t+1}}$ – відповідно реальні (наявні) обсяги основного капіталу в традиційно орієнтованому та інноваційно орієнтованому секторах економіки в періоді, наступному за періодом t ;

$OK_{n_{mp,t+1}}$, $OK_{n_{inn,t+1}}$ – відповідно обсяги основного капіталу, необхідні для досягнення запланованого темпу приросту ЧВП в традиційно орієнтованому та інноваційно орієнтованому секторах економіки в періоді, наступному за періодом t ;



$Z_{ок_{тп_{t+1}}}$, $Z_{ок_{инт_{t+1}}}$ – відповідно рівні забезпеченості економіки основним капіталом в традиційно орієнтованому та інноваційно орієнтованому секторах економіки в періоді, наступному за періодом t .

Схематично збільшення реального обсягу основного капіталу за рахунок чистих інвестицій представлено на рис. 1.8.

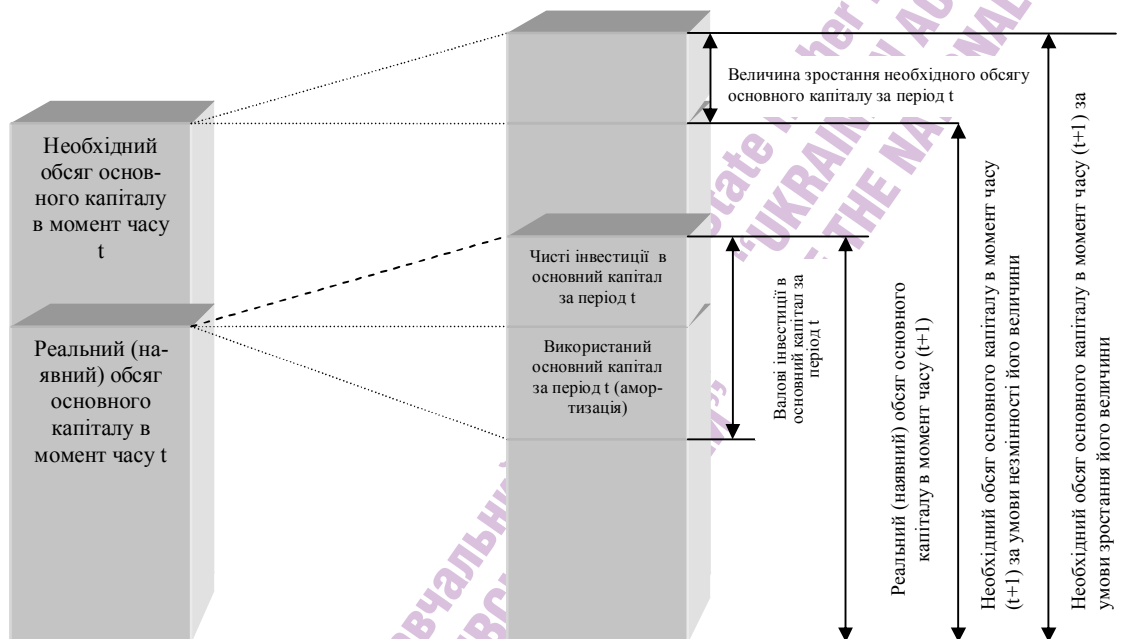


Рис.1.8. Нарощення реального обсягу основного капіталу за рахунок чистих інвестицій

Виходячи з цього, можна стверджувати, що формування залежності обсягів інвестицій від забезпеченості основним капіталом у поточному періоді базується на наявності зворотного зв'язку між забезпеченістю основним капіталом та рівнем інвестицій в попередньому періоді, тобто:

$$I_{ч_{ок_{инт_{t+1}}}} = f(Z_{ок_{инт_{t+1}}}) = f(Z_{ок_{инт_t}}, I_{ч_{ок_{инт_t}}}), \quad (1.21)$$

$$I_{ч_{ок_{тп_{t+1}}}} = f(Z_{ок_{тп_{t+1}}}) = f(Z_{ок_{тп_t}}, I_{ч_{ок_{тп_t}}}). \quad (1.22)$$

Таким чином, висунуту раніше гіпотезу про наявність зворотного зв'язку між рівнем забезпеченості економіки основним капіталом та обсягом чистих інвестицій можна вважати підтвердженою.



Відзначимо також, що висунуте нами припущення щодо сталості (тобто незмінності у часі) необхідного розміру основного капіталу не суттєво впливає на зроблений нами висновок про наявність зворотного зв'язку між рівнем забезпеченості основним капіталом та обсягом інвестицій. Так, єдиною можливістю підтримати забезпеченість основним капіталом в інноваційно орієнтованому та традиційно орієнтованому секторах економіки на сталих рівнях є збільшення необхідних розмірів основного капіталу в цих секторах на величину, що дорівнює співвідношенню обсягів чистих інвестицій в цих секторах та відповідних рівнів забезпеченості основним капіталом.

В той же час, для характеристики спрямованості розвитку економіки динаміка необхідних розмірів основного капіталу має принципове значення. Так, орієнтація на інноваційність цього розвитку буде спричиняти зростання необхідного розміру основного капіталу в інноваційно орієнтованому секторі економіки. Темпи такого зростання можуть значно перевищувати аналогічний показник для традиційно орієнтованого сектору економіки. Виходячи з цього можна дійти висновку, що зменшення рівня забезпеченості основним капіталом буде спричинено скоріш зростанням потреби в основному капіталі, а не малими обсягами інвестицій.

Далі розглянемо вплив окремих факторів на формування попиту на інвестиції. Дослідження автора дають змогу стверджувати, що всі фактори впливу на інвестиційний попит умовно можна поділити на три групи в залежності від того, яким чином вони впливають на попит на кожен з досліджуваних видів інвестицій в їх взаємодії:

- *перша група факторів* – ті, що одночасно впливають на попит на традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвестиції, відповідно змінюючи попит на сукупні інвестиції;
- *друга група факторів* – ті, що впливають на попит на один з досліджуваних видів інвестицій, одночасно змінюючи попит на сукупні інвестиції;



- **третья група факторів** – ті, що одночасно впливають на попит на кожен з досліджуваних видів інвестицій, при цьому не впливаючи на попит на сукупні інвестиції (тобто змінюють видову структуру попиту на інвестиції).

Для демонстрації впливу кожної групи факторів на інвестиційний попит розглянемо вплив деяких інструментів державного регулювання (як приклад).

Перша група факторів (проаналізуємо на прикладі податкового стимулювання). Припустимо, що для покращення інвестиційного клімату держава може зменшити податковий тягар **абсолютно для всіх підприємств**, що інвестують гроші в основний капітал (**незалежно від того, в якому секторі економіки вони працюють**). Це підвищить очікувану норму чистого прибутку i , як наслідок, криві попиту на традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвестиції зсунуться праворуч (догори) з $I_{чінн}^1$ до $I_{чінн}^2$, з $I_{чтр}^1$ до $I_{чтр}^2$ та з $I_{ч}^1$ до $I_{ч}^2$, як це продемонстровано на рис. 1.9.

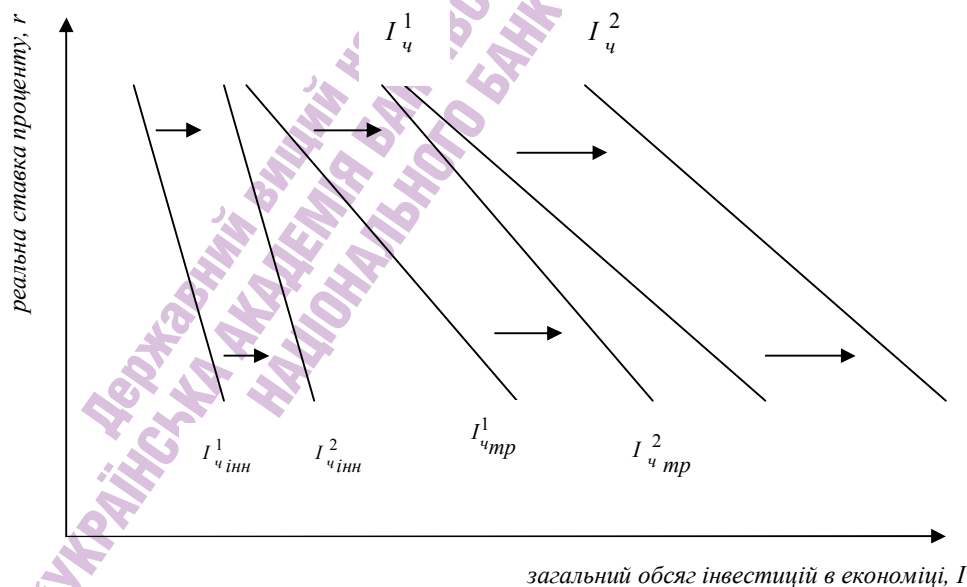


Рис. 1.9. Вплив пільгового інвестиційного оподаткування на попит на чисті інвестиції (для першої групи факторів згідно з авторською класифікацією)



Нагадаємо, що у відповідності до формули (1.2) сукупні чисті інвестиції дорівнюють сумі чистих традиційно- та інноваційно орієнтованих інвестицій. Виходячи з цього, можна дійти висновку, що сукупна зміна в чистих інвестиціях буде дорівнювати сумарній зміні чистих інвестицій досліджуваних нами видів:

$$\Delta I_q = \Delta I_{чтр} + \Delta I_{чінн}. \quad (1.23)$$

Друга група факторів (проаналізуємо на прикладі податкового стимулювання). Припустимо, що *пільги за податками будуть вводитися сегментарно (тобто окремо для традиційно орієнтованого та інноваційно орієнтованого сектору економіки)*. В цьому випадку зміна в попиті на чисті інвестиції також буде відбуватися лише в цьому конкретному секторі економіки. Таким чином, стимулювання інноваційного інвестування шляхом надання податкових пільг інноваційно-активним підприємствам призведе до зміщення лише кривої попиту на чисті інноваційно орієнтовані інвестиції, що при графічному відображенні проявляється як зміщення кривої попиту на чисті інноваційно орієнтовані інвестиції з $I_{чінн}^1$ до $I_{чінн}^2$, в той час як попит на чисті традиційно орієнтовані інвестиції ($I_{чтр}^1$) залишається сталим, а сукупний попит на чисті інвестиції зросте на величину (I_q^1 зміщується до I_q^2), що дорівнює зміні в чистих інноваційно орієнтованих інвестиціях, як це продемонстровано на рис. 1.10.

Третя група факторів (проаналізуємо на прикладі надання державних гарантій). Досліджуючи особливості інноваційно орієнтованого інвестування важливо підкреслити, що інвестиційне середовище характеризується надзвичайно високою конкуренцією. Базове правило поведінки інвесторів – вибір вищої очікуваної норми чистого прибутку – є визначальним для будь-якого виду інвестицій. При цьому слід зауважити, що в даному випадку ми робимо акцент не на внутрішньовидовій (тобто в межах одного з досліджуваних нами видів інвестицій), а на міжвидовій конкуренції (тобто між тради-



ційно орієнтованими та інноваційно орієнтованими інвестиціями). Подібний поділ інвестиційного ринку за видами надає змогу спрямовувати та досліджувати дію окремих факторів впливу на один з них.

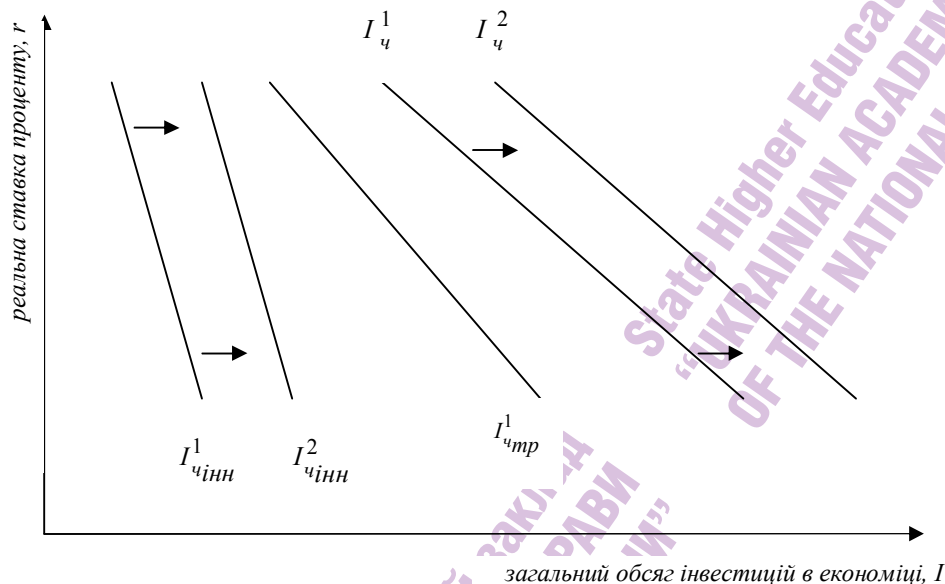


Рис. 1.10. Вплив пільгового інвестиційного оподаткування на попит на чисті інвестиції

(для другої групи факторів згідно з авторською класифікацією)

Наприклад, надання державних гарантій з метою стимулювання зростання обсягів інноваційно орієнтованих інвестицій не призведе до зростання сукупних чистих інвестицій, тому що напряду не впливає на реальну ставку відсотку. Але при цьому слід зауважити, що воно збільшує попит на інноваційно орієнтовані інвестиції за рахунок зменшення попиту на традиційно орієнтовані інвестиції. Графічно це відображається зміщенням кривої попиту на чисті інноваційно орієнтовані інвестиції праворуч і догори з $I_{чінн}^1$ до $I_{чінн}^2$, в той час як крива попиту на чисті традиційно орієнтовані інвестиції зміститься ліворуч та вниз з $I_{чтр}^1$ до $I_{ч}^1$, а сукупний попит на чисті інвестиції залишиться сталим ($I_{ч}^1$), як це продемонстровано на рис. 1.11.

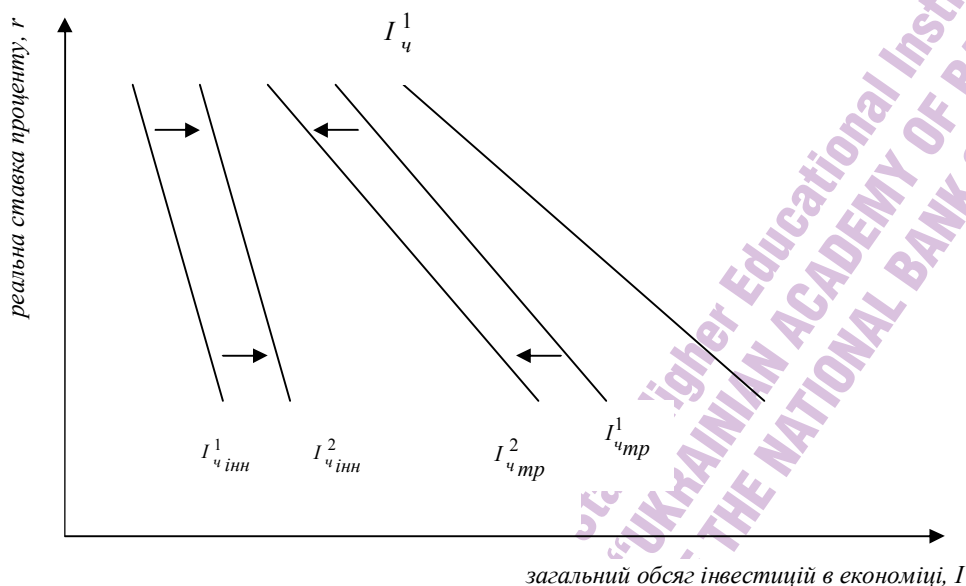


Рис. 1.11. Вплив державних гарантій на попит на чисті інвестиції (для третьої групи факторів згідно з авторською класифікацією)

За умов такого перетікання інвестиційних ресурсів між інноваційно орієнтованими та традиційно орієнтованими інвестиціями принципового значення набувають такі характеристики інвестиційного ринку, як частка чистих інвестицій за досліджуваними видами в сукупних чистих інвестиціях, а також їх співвідношення між собою:

$$\chi_{I_{ch_{inn}}} = \frac{I_{ch_{inn}}}{I_{ch}}, \quad (1.24)$$

$$\chi_{I_{ch_{tr}}} = \frac{I_{ch_{tr}}}{I_{ch}}, \quad (1.25)$$

$$K_{I_{tr}^{inn}} = \frac{I_{ch_{inn}}}{I_{ch_{tr}}} = \frac{\chi_{I_{ch_{inn}}}}{\chi_{I_{ch_{tr}}}}, \quad (1.26)$$

де $\chi_{I_{ch_{inn}}}$, $\chi_{I_{ch_{tr}}}$ – відповідно частки чистих інноваційно орієнтованих та

традиційно орієнтованих інвестицій в сукупних чистих інвестиціях;

$K_{I_{tr}^{inn}}$ – коефіцієнт співвідношення чистих інноваційно орієнтованих і

чистих традиційно орієнтованих інвестицій, який *ми пропонуємо*



включити до авторської системи індикаторів ступеня інноваційності економіки.

Далі розглянемо вплив інвестицій на ЧВП, базуючись на запропонованій їх структуризації. Залежність обсягів всіх видів досліджуваних нами інвестицій від ЧВП представлена на рис. 1.12.

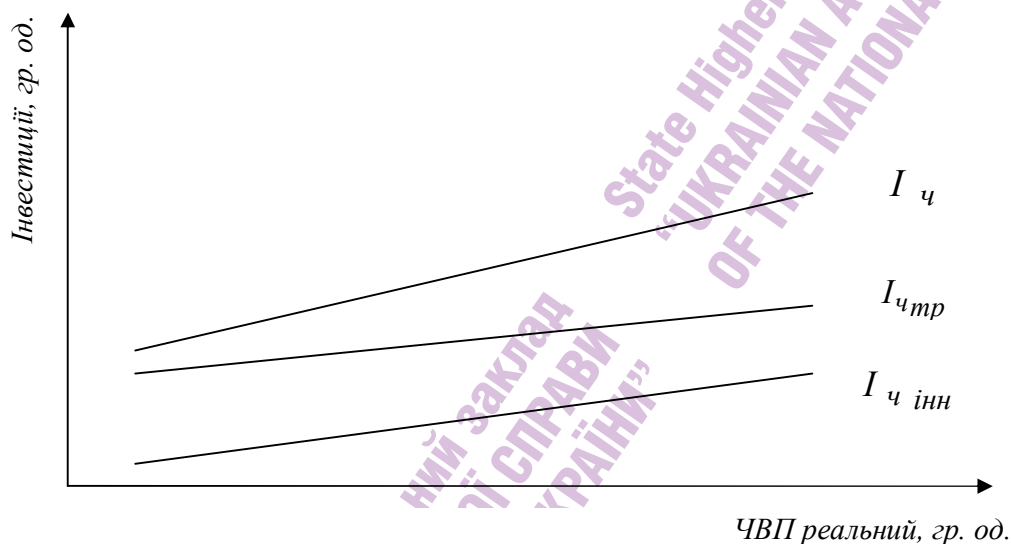


Рис. 1.12. Залежність обсягів інвестицій (за видами) від ЧВП

Зауважимо, що ми розглядаємо інвестиції як частково залежні від ЧВП. Функціонально такі залежності для всіх досліджуваних типів інвестицій можуть виглядати таким чином:

$$I_{чтр} = I_{чтр0} + \kappa_{I_{чтр}} * ЧНП, \quad (1.27)$$

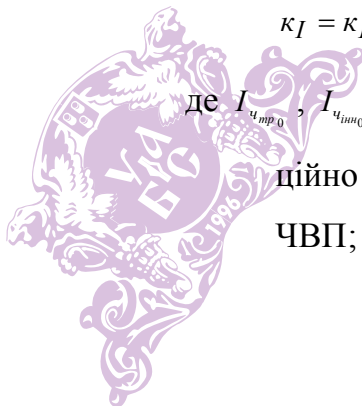
$$I_{чінн} = I_{чінн0} + \kappa_{I_{чінн}} * ЧНП, \quad (1.28)$$

$$I_{ч} = I_{ч0} + \kappa_I * ЧНП, \quad (1.29)$$

$$I_{ч0} = I_{чінн0} + I_{чтр0}, \quad (1.30)$$

$$\kappa_I = \kappa_{I_{чтр}} + \kappa_{I_{чінн}}, \quad (1.31)$$

де $I_{чтр0}$, $I_{чінн0}$, $I_{ч0}$ — відповідно рівні чистих традиційно орієнтованих, інноваційно орієнтованих та сукупних інвестицій, які не залежать від обсягів ЧВП;



$K_{I_{mp}}$, $K_{I_{ин}}$, $K_{I_{ин}}$ – відповідно коефіцієнти залежності величини чистих традиційно орієнтованих, інноваційно орієнтованих та сукупних інвестицій від ЧВП, які ми пропонуємо називати *схильністю до відповідних видів інвестицій*.

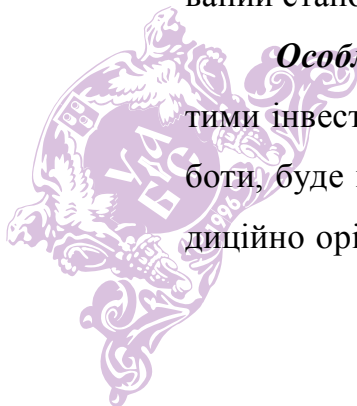
Важливим структурним елементом обговорення проблеми формування сукупної інвестиційної бази економічного розвитку є наявність потреби відновлювати частину капіталу, що використовується (зношується) протягом визначеного періоду. Розглянемо цю проблему детально.

Величину інвестицій, яку потребує економічна система для підтримання сталого рівня сукупного інвестованого капіталу (як наслідок – сталого рівня виробництва, а в підсумку – і валового внутрішнього продукту), ми пропонуємо називати *інвестиціями на відновлення*. Саме вони становлять різницю між валовими та чистими інвестиціями в економіці.

Виокремлення інвестицій на відновлення як складової валових інвестиційних витрат в цій дисертаційній роботі спричинене висунутою нами гіпотезою щодо можливої наявності певних особливостей відновлення використаного капіталу з урахуванням розподілу за критерієм інноваційності загального обсягу інвестицій, що спрямовуються в економічну систему.

Виходячи з поділу інвестицій на інноваційно орієнтовані та традиційно орієнтовані, *в складі сукупної величини інвестицій на відновлення ми пропонуємо виокремлювати відповідно традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвестиції на відновлення*, які ми пропонуємо розуміти як інвестиційні витрати протягом визначеного періоду на відновлення величини вкладеного відповідно традиційно орієнтованого та інноваційно орієнтованого капіталу (в даному контексті синонім інвестицій), що був сформований станом на початок цього періоду.

Особливість відтворення використаного капіталу порівняно з чистими інвестиціями, розглянутими вище в цьому підрозділі дисертаційної роботи, буде полягати в можливій наявності різниці у співвідношенні між традиційно орієнтованими та інноваційно орієнтованими інвестиціями на відно-

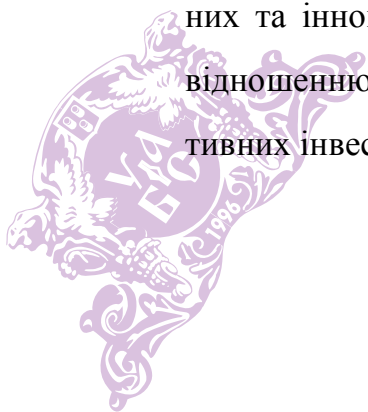


влення порівняно з чистими традиційно орієнтованими та інноваційно орієнтованими інвестиціями.

Виходячи з розподілу між інноваційно орієнтованими та традиційно орієнтованими інвестиціями, що йдуть на відновлення використаного капіталу, можна визначити *три базові варіанти їх структурного заміщення*:

1. **Варіант 1** – відновлення відбувається у співвідношенні, що відповідає видовій структурі інвестицій, яка склалася на початок періоду. Іншими словами, протягом певного періоду структура інвестицій на відновлення повністю дублює структуру кумулятивних інвестицій (тобто накопичених в економіці за попередні періоди), що мала місце на початок досліджуваного періоду.
2. **Варіант 2** – відновлення відбувається відповідно до структурного розподілу чистих інвестицій за досліджуваними видами, що обумовлює однакову структуру валових та чистих інвестицій. Іншими словами, протягом певного періоду структура інвестицій на відновлення повністю дублює структуру чистих інвестицій (за видами), що були здійснені протягом досліджуваного періоду.
3. **Варіант 3** – структура інвестицій на відновлення капіталу за видами не відповідає первісній структурі кумулятивних інвестицій та відрізняється від структури чистих інвестицій за цими видами.

Розглянемо кожен з наведених варіантів детальніше. Так, якщо розглянути **варіант 1**, за якого відновлення інвестицій відбувається у відповідності до існуючої структури кумулятивних інвестицій (без врахування чистих інвестицій поточного періоду), то співвідношення традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих інвестицій на відновлення дорівнює співвідношенню традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих кумулятивних інвестицій, що відображено на рис. 1.13.



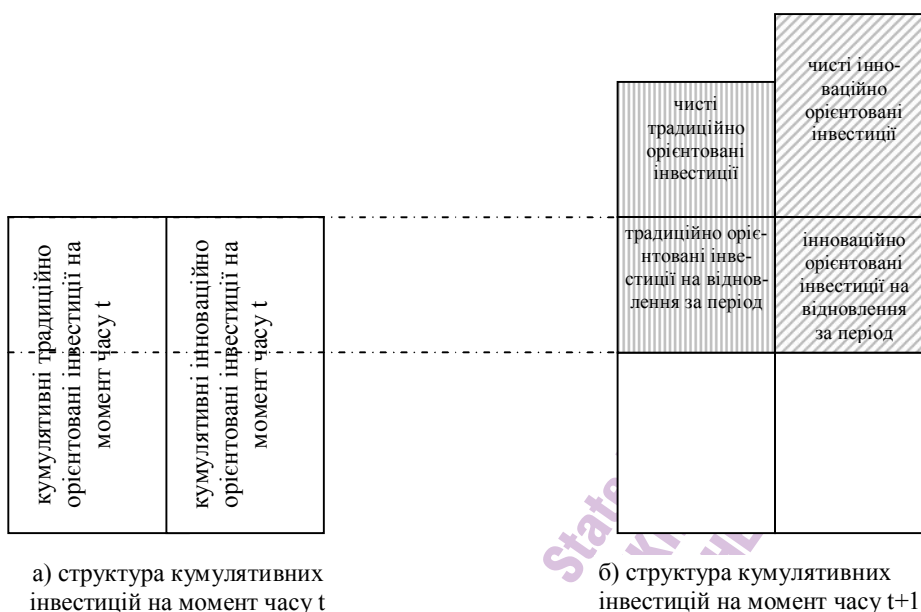


Рис. 1.13. Структурні зрушення за різними видами інвестицій (за варіантом 1)

Потрібно підкреслити, що ми розглядаємо, в першу чергу, інноваційно спрямований розвиток економіки, представлений в даному конкретному випадку одним з базових критеріїв такого розвитку – накопиченням інвестицій-протягом значної кількості періодів. Отже, саме тому частка чистих інноваційно орієнтованих інвестицій за досліджуваний період в їх кумулятивному обсязі на кінець цього періоду перевищуватиме аналогічну частку традиційно орієнтованих інвестицій. У формалізованому вигляді за такого варіанту формування валових інвестицій отримаємо наступні співвідношення:

$$\frac{I_{кум\ iнн\ t}}{I_{кум\ mp\ t}} = \frac{A_{iнн\ t+1}}{A_{mp\ t+1}} \left\langle \frac{I_{e\ iнн\ t+1}}{I_{e\ mp\ t+1}} \right\rangle \left\langle \frac{I_{ч\ iнн\ t+1}}{I_{ч\ mp\ t+1}} \right\rangle, \quad (1.32)$$

де $A_{iнн\ t+1}$, $A_{mp\ t+1}$ – відповідно величини інноваційно орієнтованих та традиційно орієнтованих інвестицій на відновлення за період $(t+1)$, тобто від моменту часу t до моменту часу $(t+1)$;

$I_{кум\ iнн\ t}$, $I_{кум\ mp\ t}$ – відповідно обсяги інноваційно орієнтованих та традиційно орієнтованих кумулятивних інвестицій на момент часу t ;



$I_{vinn_{t+1}}$, $I_{emp_{t+1}}$ – відповідно обсяги валових інноваційно орієнтованих та традиційно орієнтованих інвестицій за період $t+1$;

$I_{чинн_{t+1}}$, $I_{чмп_{t+1}}$ – відповідно обсяги чистих інноваційно орієнтованих та традиційно орієнтованих інвестицій за період $t+1$.

Варіант 2 відповідає умовам, за яких структура інвестицій, які йдуть на амортизацію, співпадає зі структурою чистих інвестицій, що схематично відображено на рис. 1.14.

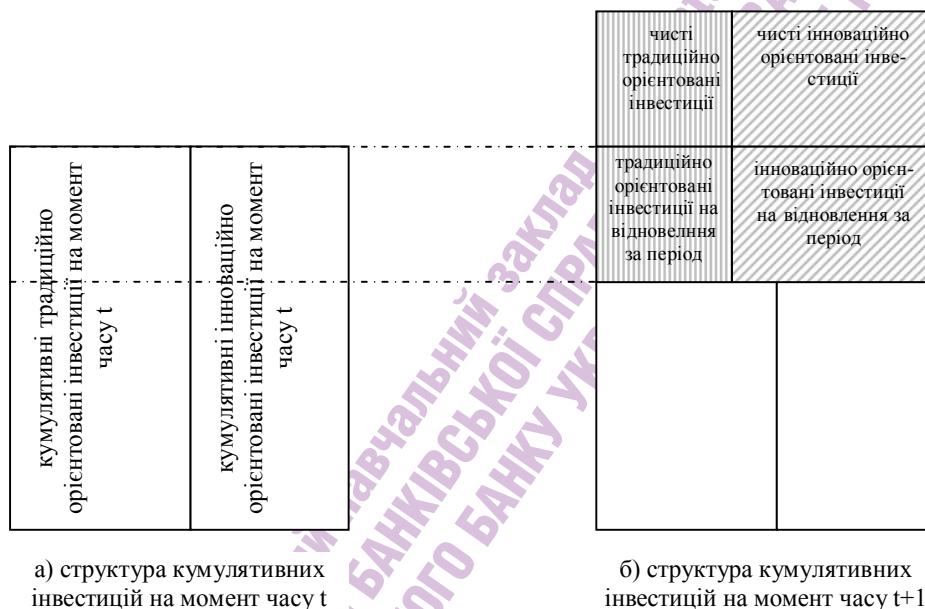


Рис. 1.14. Структурні зрушення за різними видами інвестицій (відповідно до варіанту 2)

У відповідності з таким представленням накопичення інвестицій на відновлення у формалізованому вигляді це може бути представлено наступним чином:

$$\frac{I_{кумінн_t}}{I_{кумтр_t}} \left(\frac{A_{инн_{t+1}}}{A_{мп_{t+1}}} \right) = \frac{I_{vinn_{t+1}}}{I_{emp_{t+1}}} = \frac{I_{чинн_{t+1}}}{I_{чмп_{t+1}}}. \quad (1.33)$$

За варіантом 3 структура інвестицій на амортизацію за видами не співпадає ані зі структурою кумулятивних інвестицій, ані зі структурою чистих інвестицій, як це відображено на рис. 1.15.

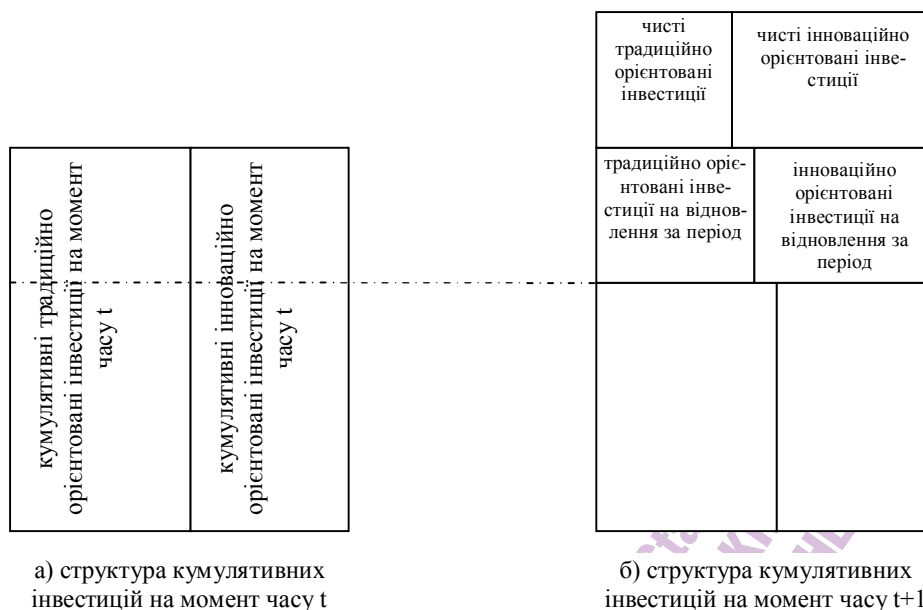


Рис. 1.15. Структурні зрушення за різними видами інвестицій (відповідно до варіанту 3)

Ще раз акцентуємо увагу тому, що ми розглядаємо інноваційно спрямований розвиток економічної системи. Відповідно до третього варіанту передбачено, що відбувається часткове заміщення використаних за період традиційно орієнтованих інвестицій інноваційно орієнтованими інвестиціями на відновлення, але в меншому ступені, ніж цей процес стосується чистих інвестицій. Такий варіант формування структури інвестицій на відновлення формалізовано виглядає наступним чином:

$$\frac{I_{кум\ i\ n\ n\ t}}{I_{кум\ m\ p\ t}} < \frac{A_{i\ n\ n\ t+1}}{A_{m\ p\ t+1}} < \frac{I_{в\ i\ n\ n\ t+1}}{I_{e\ m\ p\ t+1}} < \frac{I_{ч\ i\ n\ n\ t+1}}{I_{ч\ m\ p\ t+1}}. \quad (1.34)$$

Таким чином, в даному підрозділі дисертаційної роботи було досліджено особливості формування лише одного виду витрат, що формують ЧВП, – інвестиційних, в той час, як ЧВП за витратами розраховується як сума витрат споживачів, чистих внутрішніх приватних інвестицій, державних витрат та чистого експорту. Саме тому в наступному підрозділі дисертаційної роботи буде здійснено аналогічне дослідження і по відношенню до інших перерахованих вище видів витрат.

1.2.3. Структуризація витрат споживання, державних витрат та чистого експорту у чистому внутрішньому продукті за критерієм інноваційності

Як зазначалося в підрозділі 1.2.1, ЧВП за витратами розраховується як сума витрат споживачів, чистих внутрішніх приватних інвестицій, державних витрат та чистого експорту, що являють собою нецінові фактори сукупного попиту. Особливості формування чистих внутрішніх приватних інвестицій були розглянуті в попередньому підрозділі дисертаційного дослідження. Нижче ми ставимо перед собою завдання розглянути особливості формування інших структурних елементів ЧВП, тобто: витрат споживання; державних витрат; чистого експорту.

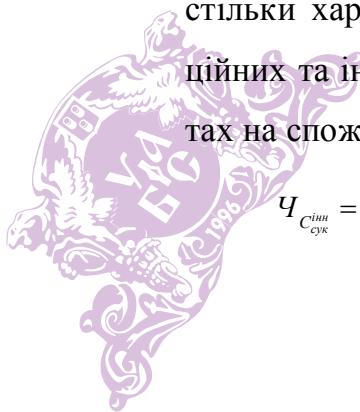
Розглянемо *особливості формування витрат на споживання, що здійснюється на ринку товарів і послуг*. В рамках цього ринку ми пропонуємо виділяти два сегменти: традиційний та інноваційний. Виходячи з цього, з метою виокремлення інноваційної складової в структурі ЧВП ми пропонуємо елемент *споживчих витрат* моделі (1.1) розділити на дві частини, з яких перша буде характеризувати результати діяльності на традиційному сегменті досліджуваного ринку, а друга – на інноваційному. Виходячи з цього, сукупні споживчі витрати ($C_{сук}$) дорівнюватимуть:

$$C_{сук} = C_{тр} + C_{інн}, \quad (1.35)$$

де $C_{тр}$, $C_{інн}$ – відповідно витрати на споживання традиційних та інноваційних товарів і послуг.

Визначальне значення щодо здійснюваного нами дослідження має не стільки характеристика абсолютних величин витрат на споживання традиційних та інноваційних товарів і послуг, скільки їх частки в сукупних витратах на споживання:

$$\chi_{C_{інн}}^{C_{сук}} = \frac{C_{інн}}{C_{сук}}, \quad (1.36)$$



$$C_{C_{\text{сук}}^{\text{тр}}} = \frac{C_{\text{тр}}}{C_{\text{сук}}}, \quad (1.37)$$

де $C_{C_{\text{сук}}^{\text{інн}}}$, $C_{C_{\text{сук}}^{\text{тр}}}$ – відповідно частки витрат на споживання інноваційних та традиційних товарів та послуг в сукупних витратах на споживання товарів та послуг.

В ролі індикатора ступеня інноваційності економічної системи можна використовувати показник, який ми пропонуємо назвати «*коефіцієнтом інноваційної спрямованості споживчих витрат*» (*KICCB*) та обчислювати за формулою:

$$KICCB = \frac{C_{C_{\text{сук}}^{\text{інн}} t+1}}{C_{C_{\text{сук}}^{\text{інн}} t}}, \quad (1.38)$$

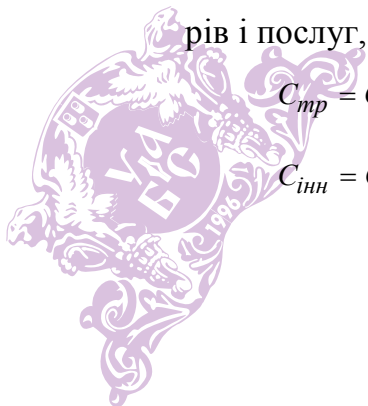
де $C_{C_{\text{сук}}^{\text{інн}} t}$, $C_{C_{\text{сук}}^{\text{інн}} t+1}$ – відповідно частки витрат на споживання інноваційних товарів та послуг в сукупних витратах на споживання товарів та послуг в періодах t та $t+1$.

Саме цей показник ми також пропонуємо включити до системи індикаторів ступеня інноваційності економіки. Якщо $KICCB > 1$, то економічну систему пропонується вважати *інноваційно орієнтованою*, а якщо навпаки, тобто $KICCB < 1$, то – *традиційно орієнтованою*. Ми вважаємо, що з метою підвищення конкурентоспроможності економічної системи, а також в умовах переходу економіки на інноваційних шлях розвитку коефіцієнт $KICCB$ повинен поступово збільшуватися.

Зазначимо, що витрати на споживання можна представити як функцію від доходу після сплати податків. При цьому, як зазначалося раніше та відображено у формулі (1.2), потрібно враховувати поділ сукупних споживчих витрат відповідно на витрати споживання традиційних та інноваційних товарів і послуг, тобто:

$$C_{\text{тр}} = C_{\text{тр}0} + \kappa_{C_{\text{тр}}} * ДІ, \quad (1.39)$$

$$C_{\text{інн}} = C_{\text{інн}0} + \kappa_{C_{\text{інн}}} * ДІ, \quad (1.40)$$



де C_{tr} , $C_{инн}$ – відповідно витрати на споживання традиційних та інноваційних товарів і послуг;

C_{tr_0} , $C_{инн_0}$ – відповідно рівні витрат на споживання традиційних та інноваційних товарів і послуг, які не залежать від доходу після сплати податків;

$K_{C_{tr}}$, $K_{C_{инн}}$ – відповідно коефіцієнти, що характеризують схильність населення до споживання традиційних та інноваційних товарів і послуг, які *ми пропонуємо називати середньою схильністю до споживання відповідних видів товарів та послуг*.

DI – дохід після сплати податків.

З урахуванням наведених залежностей модель (1.35) прийме наступний вигляд:

$$C_{сук} = C_{tr_0} + C_{инн_0} + (K_{C_{tr}} + K_{C_{инн}}) * DI. \quad (1.41)$$

При спрощеному розгляді (без врахування участі держави в економічних процесах) дохід після сплати податків дорівнюватиме ЧВП.

Таким чином, проведене вище дослідження дозволяє зробити основний висновок щодо можливості розподілу споживчих витрат за критерієм інноваційності на два типи: витрати на споживання відповідно традиційних та інноваційних товарів і послуг, а також стверджувати про наявність різної за величиною схильності споживачів до придбання кожного типу товарів і послуг.

Тепер розглянемо наступну складову, що формує ЧВП за витратами, – державні витрати. На нашу думку, можна виокремити чотири головні елементи, що цікавлять нас з точки зору інноваційності та можуть бути споріднені з розглянутими раніше видами витрат: в структурі **державних витрат на споживання**: державні витрати на споживання відповідно традиційних та інноваційних товарів і послуг, в структурі **державних інвестиційних витрат**: державні традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвестиційні витрати. Щодо останніх, то особливо слід підкреслити, що саме на державному рівні повинна формуватися така інвестиційна політика, яка



спрямована на підтримку фундаментальної науки, стимулювання прискореного розвитку інноваційних галузей, надання привілей окремим великим інноваційним проектам на початкових стадіях їх реалізації. Особливої актуальності формування виваженої інвестиційної політики набуває в умовах транзитивної економіки, яка визначається підвищеним ризиком, коли важко визначити зважену дохідність інвестицій або взагалі неможливо кількісно оцінити зв'язок інвестицій в поточному періоді з майбутніми вигодами. Іншими словами, державні інвестиції повинні не спричиняти додаткової конкуренції на інвестиційному ринку, а підтримувати його розвиток, в тому числі інфраструктурний, особливо тих його елементів, які не в змозі достатньо розвиватися в умовах жорсткої фінансової конкуренції, але є вкрай необхідними для забезпечення конкурентоспроможності держави на світовому ринку.

На нашу думку, головною і найсуттєвішою відмінністю державних витрат є їх регламентованість. Вони напрями залежать від державної політики, отже, структура державних витрат обумовлена тими цілями, що стоять перед урядом в конкретному періоді. У формалізованому вигляді складові державних витрат пропонується представити наступним чином:

$$G = G_{C_{mp}} + G_{C_{inn}} + G_{I_{mp}} + G_{I_{inn}}, \quad (1.42)$$

де $G_{C_{mp}}$, $G_{C_{inn}}$ – відповідно державні витрати на споживання традиційних та інноваційних товарів і послуг;

$G_{I_{mp}}$, $G_{I_{inn}}$ – відповідно державні традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвестиції.

Можна здійснити групування видів державних витрат наступним чином:

$$G_{C_{сук}} = G_{C_{mp}} + G_{C_{inn}}, \quad (1.43)$$

де $G_{C_{сук}}$ – сукупні державні витрати на споживання товарів та послуг;

$$G_{I_{сук}} = G_{I_{mp}} + G_{I_{inn}}, \quad (1.44)$$

де $G_{I_{сук}}$ – сукупні державні інвестиції.



Звернемо увагу, що трансфертні виплати, які здійснюються державою, не включаються до результативного показника (в даному випадку – до сукупних державних витрат і, як наслідок, до ЧВП), тому що вони не відображають збільшення поточного виробництва. Але вони формують персональний дохід після сплати податків, про який йшла мова при розгляді споживчих витрат населення. Отже, щоб відійти від спрощення, що дохід після сплати податків дорівнює ЧВП, потрібно врахувати існуючий податковий тягар (який формується за рахунок податкового навантаження з боку держави) на кінцевих споживачів і виробників продуктів та послуг, отримувачів доходів та власників майна, а також трансфертні виплати, що йдуть в зворотному напрямку:

$$DI = ЧВП * (1 + P_{ТВ}) * (1 - P_{ПН}), \quad (1.45)$$

де $P_{ПН}$ – середній рівень податкового навантаження на ЧВП з урахуванням трансфертних виплат;

$P_{ТВ}$ – середній рівень державних трансфертних виплат в ЧВП, який розраховується за формулою:

$$P_{ТВ} = \frac{ТВ}{ЧВП}, \quad (1.46)$$

де ТВ – сукупні трансфертні виплати за відповідний період.

Вагоме значення для оцінки інноваційної спрямованості державної політики розвитку економіки будуть мати показники, що характеризують структуру державних витрат за елементами, які розглядалися вище. В першу чергу, мова йде про показник, який визначає частку суми інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат та витрат на споживання інноваційних товарів в сукупних державних витратах, що розраховується за формулою:

$$\frac{G_{сук}^{інн}}{G} = \frac{G_{сінн} + G_{інн}}{G}. \quad (1.47)$$

Також важливе значення для здійснюваного нами дослідження мають: частка державних витрат на споживання інноваційних товарів та послуг в су-



купних державних витратах на споживання ($\chi_{G_{C_{\text{сук}}^{\text{інн}}}}$), а також частка державних інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат в сукупних державних інвестиційних витратах ($\chi_{G_{I_{\text{сук}}^{\text{інн}}}}$), які ми пропонуємо розраховувати наступним чином:

$$\chi_{G_{C_{\text{сук}}^{\text{інн}}}} = \frac{G_{C_{\text{інн}}}}{G_{C_{\text{сук}}}}, \quad (1.48)$$

$$\chi_{G_{I_{\text{сук}}^{\text{інн}}}} = \frac{G_{I_{\text{інн}}}}{G_{I_{\text{сук}}}}. \quad (1.49)$$

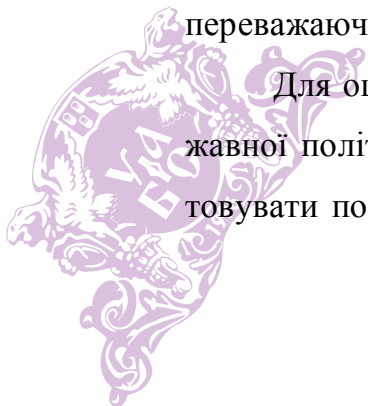
В ролі індикатора ступеня інноваційності економічної системи з точки зору характеристики державної інвестиційної політики можна використовувати показник, який ми пропонуємо назвати «*коефіцієнтом інноваційної спрямованості державних інвестиційних витрат*» (*КІСДІВ*), включити до системи показників, про яку йшла мова в підрозділі 1.2.1, та обчислювати за формулою:

$$KICDIB = \frac{\chi_{G_{I_{\text{сук}}^{\text{інн}}}, t+1}}{\chi_{G_{I_{\text{сук}}^{\text{інн}}}, t}}, \quad (1.50)$$

де $\chi_{G_{I_{\text{сук}}^{\text{інн}}}, t}$, $\chi_{G_{I_{\text{сук}}^{\text{інн}}}, t+1}$ – відповідно частки державних інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат в сукупних державних інвестиційних витратах в періодах t та $t+1$.

Якщо $KICDIB > 1$, то економічну систему пропонується вважати *інноваційно орієнтованою*, а якщо навпаки, тобто $KICDIB < 1$, то – *традиційно орієнтованою*. Ми вважаємо, що з метою підвищення конкурентоспроможності економічної системи, а також в умовах переходу економіки на інноваційних шлях розвитку коефіцієнт *KICDIB* повинен поступово збільшуватися, переважаючи 1.

Для оцінки ступеня інноваційності економічної системи з позицій державної політики регулювання напрямків споживчих витрат можна використовувати показник, який ми пропонуємо назвати «*коефіцієнтом інновацій-*



ної спрямованості державних споживчих витрат» (КІДСВ) і обчислювати його за формулою:

$$KІДСВ = \frac{Ч_G C_{сук}^{інн}{}_{t+1}}{Ч_G C_{сук}^{інн}{}_t}, \quad (1.51)$$

де $Ч_G C_{сук}^{інн}{}_t$, $Ч_G C_{сук}^{інн}{}_{t+1}$ – відповідно частки державних витрат на споживання інноваційних товарів та послуг в сукупних державних витратах на споживання в періодах t та $t+1$.

Якщо $KІДСВ > 1$, то економічну систему з точки зору спрямованості державних споживчих витрат пропонується вважати **інноваційно орієнтованою**, а якщо $KІДСВ < 1$, то **традиційно орієнтованою**.

Таким чином, проведене вище дослідження дозволяє зробити основний висновок щодо можливості розподілу державних витрат за критерієм інноваційності на чотири типи, а також підкреслити наявність жорсткої регламентованості кожного з цих типів витрат.

Тепер дослідимо останню складову ЧВП за витратами – чистий експорт. Зазначимо, що він являє собою різницю між витратами закордонних контрагентів на товари та послуги, вироблені в країні, та витратами вітчизняних агентів на товари та послуги, вироблені за кордоном, або, іншими словами – різницю між експортом та імпортом:

$$X_n = X - M, \quad (1.52)$$

де X – витрати закордонних контрагентів на товари та послуги, вироблені в нашій країні (експорт);

M – витрати вітчизняних агентів на товари та послуги, вироблені за кордоном (імпорт);

X_n – чистий експорт.

Дотримуючись прийнятої нами в дослідженні загальної класифікації, **в структурі експортних витрат ми пропонуємо виокремлювати наступні їх підвиди:** витрати закордонних контрагентів на споживання відповідно тра-



диційних та інноваційних товарів і послуг, а також відповідно традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвестиційні витрати закордонних контрагентів.

Виходячи з цього, у формалізованому вигляді розрахунок експорту буде виглядати наступним чином:

$$X = X_{C_{mp}} + X_{C_{инн}} + X_{I_{mp}} + X_{I_{инн}}, \quad (1.53)$$

де $X_{C_{mp}}$, $X_{C_{инн}}$ – відповідно витрати закордонних контрагентів на споживання традиційних та інноваційних товарів і послуг;

$X_{C_{mp}}$, $X_{C_{инн}}$ – відповідно традиційно орієнтовані та інноваційно-орієнтовані інвестиційні витрати закордонних контрагентів, причому:

$$X_{C_{сук}} = X_{C_{mp}} + X_{C_{инн}}, \quad (1.54)$$

$$X_{I_{сук}} = X_{I_{mp}} + X_{I_{инн}}, \quad (1.55)$$

де $X_{C_{сук}}$ – сукупні витрати закордонних контрагентів на споживання товарів та послуг;

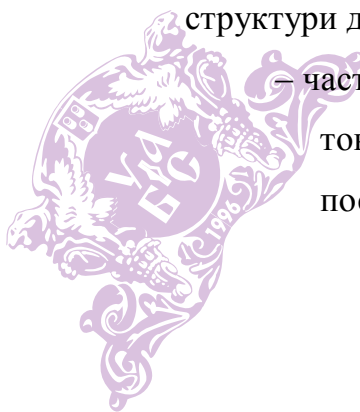
$X_{I_{сук}}$ – сукупні інвестиційні витрати закордонних контрагентів.

Можна стверджувати, що в рамках здійснюваного нами дослідження принциповими характеристиками являються показники, що дають змогу оцінити інноваційну складову експорту, а також визначити їх відповідність критеріям ідентифікації інноваційної спрямованості розвитку економічної системи. Виходячи з цього, потрібно визначати частку інноваційно орієнтованих витрат закордонних контрагентів в їх сукупному обсязі експорту, тобто:

$$q_{X_{инн}}^{X_{сук}} = \frac{X_{C_{инн}} + X_{I_{инн}}}{X}. \quad (1.56)$$

В структурі цих витрат важливе значення буде мати інформація щодо структури досліджуваних нами складових, а саме:

– частка витрат закордонних контрагентів на споживання інноваційних товарів та послуг в їх сукупних витратах на споживання товарів та послуг, яку ми пропонуємо визначати наступним чином:



$$\mathcal{C}_{X_{C_{\text{сук}}}}^{\text{інн}} = \frac{X_{C_{\text{інн}}}}{X_{C_{\text{сук}}}}; \quad (1.57)$$

– частка витрат закордонних контрагентів на споживання традиційних товарів та послуг в їх сукупних витратах на споживання товарів та послуг, яку ми пропонуємо визначати наступним чином:

$$\mathcal{C}_{X_{C_{\text{сук}}}}^{C_{\text{сук}}^{\text{мп}}} = \frac{X_{C_{\text{мп}}}}{X_{C_{\text{сук}}}}; \quad (1.58)$$

– частка інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат закордонних контрагентів в їх сукупних інвестиційних витратах:

$$\mathcal{C}_{X_{I_{\text{сук}}}}^{\text{інн}} = \frac{X_{I_{\text{інн}}}}{X_{I_{\text{сук}}}}; \quad (1.59)$$

– частка традиційно орієнтованих інвестиційних витрат закордонних контрагентів в їх сукупних інвестиційних витратах:

$$\mathcal{C}_{X_{I_{\text{сук}}}}^{I_{\text{сук}}^{\text{мп}}} = \frac{X_{I_{\text{мп}}}}{X_{I_{\text{сук}}}}. \quad (1.60)$$

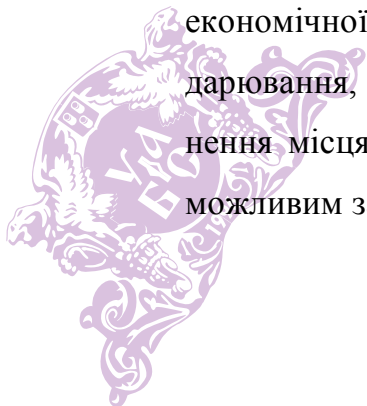
– співвідношення витрат закордонних контрагентів на споживання інноваційних та традиційних товарів і послуг:

$$\mathcal{C}_{X_{C_{\text{мп}}}}^{\text{інн}} = \frac{X_{C_{\text{інн}}}}{X_{C_{\text{мп}}}}; \quad (1.61)$$

– співвідношення інноваційно орієнтованих та традиційно орієнтованих інвестиційних витрат закордонних контрагентів:

$$\mathcal{C}_{X_{I_{\text{мп}}}}^{\text{інн}} = \frac{X_{I_{\text{інн}}}}{X_{I_{\text{мп}}}}. \quad (1.62)$$

В якості базових характеристик ступеня інноваційної спрямованості економічної системи, що визначають експортну орієнтацію суб'єктів господарювання, а, отже, можуть використовуватися з метою визначення та уточнення місця держави в міжнародних інтеграційних процесах, ми вважаємо можливим застосовувати показники, які пропонуємо назвати:



- «коефіцієнтом інноваційної спрямованості експортних інвестиційних витрат» (*KICEIB*);
- «коефіцієнтом інноваційної спрямованості експортних споживчих витрат» (*KICESB*).

Перший показник пропонується розраховувати за формулою:

$$KICEIB = \frac{Ч_{X_{I_{СУК}^{інн}}_{t+1}}}{Ч_{X_{I_{СУК}^{інн}}_t}}, \quad (1.63)$$

де $Ч_{X_{I_{СУК}^{інн}}_t}$, $Ч_{X_{I_{СУК}^{інн}}_{t+1}}$ – відповідно частки інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат закордонних контрагентів на території нашої країни в їх сукупних інвестиційних витратах, здійснюваних в нашій країні в періодах t та $t+1$.

Цей показник ми пропонуємо включити до системи індикаторів ступеня інноваційності економіки. Якщо $KICEIB > 1$, то економічну систему з точки зору експортно-інвестиційної спрямованості пропонується вважати **інноваційно орієнтованою**. Іншими словами, мова йде про збільшення у часі обсягів продажу за кордон вітчизняних факторів виробництва інноваційної спрямованості (ліцензій, патентів, робочої сили, обладнання, устаткування тощо). На нашу думку, зростання обсягів участі нашої країни в загальному обсязі торгівлі інноваційними факторами виробництва на міжнародному ринку може слугувати індикатором підвищення інноваційної спрямованості вітчизняної економіки. На нашу думку, зростання обсягів вітчизняного експорту як такого, а також його частки в сукупному світовому експорті є позитивними ознаками економічного розвитку. Оскільки одним із складових елементів експорту є експорт факторів виробництва, який спричиняє зростання інвестиційних витрат закордонних контрагентів на території нашої країни, то важливою характеристикою інноваційної спрямованості розвитку економічної системи буде саме збільшення обсягів експорту інноваційних факторів виробництва порівняно з традиційними. Таким чином, країна може уникнути хибного шляху перетворення на так званий «сировинний придаток», тобто



відійти від наявної практики постачання за кордон металу, сировини, вугілля, деревини тощо та позиціонувати себе на світовому ринку як країна, що приймає активну участь в загальносвітовому технологічному обміні. Якщо $KICEIB < 1$, то економічну систему з точки зору експортно-інвестиційної спрямованості пропонується вважати *традиційно орієнтованою*.

Другий показник пропонується розраховувати наступним чином:

$$KICESB = \frac{Ч_{X_{C_{СУК}^{інн}} t+1}}{Ч_{X_{C_{СУК}^{інн}} t}}, \quad (1.64)$$

де $Ч_{X_{C_{СУК}^{інн}} t}$, $Ч_{X_{C_{СУК}^{інн}} t+1}$ – відповідно частки інноваційно орієнтованих споживчих витрат закордонних контрагентів на території нашої країни в їх сукупних споживчих витратах на території нашої країни в періодах t та $t+1$.

Цей показник ми також пропонуємо включити до системи індикаторів ступеня інноваційності економіки. Якщо $KICESB < 1$, то економічну систему з точки зору спрямованості експорту товарів та послуг пропонується вважати *традиційно орієнтованою*, а якщо $KICESB > 1$, то – *інноваційно орієнтованою*. В останньому випадку мова йде про збільшення у часі обсягів продажу за кордон інноваційних товарів та послуг, вироблених вітчизняними підприємствами. На нашу думку, *експорт інноваційної продукції, що призначена для кінцевого споживання за кордоном, є принципово більш важливим порівняно з експортом інноваційних факторів виробництва*, оскільки в даному випадку мова йде про підтримку вітчизняного товаровиробника, поповнення державного бюджету, забезпечення зайнятості вітчизняних робітників тощо. У формалізованому вигляді даний висновок можна записати наступним чином:

$$KISSE = \frac{Ч_{X_{заг}^{C_{інн}} t+1}}{Ч_{X_{заг}^{C_{інн}} t}} > 1, \quad (1.65)$$

де $KISSE$ – коефіцієнт інноваційно-споживчої спрямованості експорту;



$\chi_{X_{заг}^{C_{инн}}}$, $\chi_{X_{заг}^{C_{инн}^{t+1}}}$ – відповідно частки інноваційно орієнтованих споживчих витрат закордонних контрагентів на території нашої країни в сукупному обсязі експорту в періодах t та $t+1$ (як зазначалося вище, сукупний обсяг експорту розраховується як сума експорту товарів і послуг та експорту факторів виробництва), причому:

$$\chi_{X_{заг}^{C_{инн}}} = \frac{X_{C_{инн}}}{X}. \quad (1.66)$$

Крім необхідності переважання експорту інноваційної продукції, що призначена для кінцевого споживання за кордоном, над експортом інноваційних факторів виробництва, що характеризується зазначеним вище показником *KICSE*, ми вважаємо за доцільне підкреслити необхідність зростання частки готової продукції в структурі загального експорту, що, на нашу думку, буде сприяти стимулюванню вітчизняного виробництва. Цей висновок у формалізованому вигляді пропонується записати наступним чином:

$$KCSE = \frac{\chi_{X_{заг}^{C_{сук}^{t+1}}}}{\chi_{X_{заг}^{C_{сук}^t}}} > 1, \quad (1.67)$$

де *KCSE* – коефіцієнт споживчої спрямованості експорту;

$\chi_{X_{заг}^{C_{сук}^t}}$, $\chi_{X_{заг}^{C_{сук}^{t+1}}}$ – відповідно частки споживчих витрат закордонних контрагентів на території нашої країни в сукупному обсязі експорту в періодах t та $t+1$, причому:

$$\chi_{X_{заг}^{C_{сук}^t}} = \frac{X_{C_{сук}^t}}{X}. \quad (1.68)$$

З метою дотримання обраного шляху на інноваційне оновлення економіки коефіцієнт інноваційно-споживчої спрямованості експорту має бути вищим за коефіцієнт споживчої спрямованості експорту, тобто:

$$\frac{KICSE}{KCSE} > 1. \quad (1.69)$$

За аналогічними критеріями ми пропонуємо класифікувати також і **витрати на імпорт, отримуючи при цьому наступні чотири складові**: витрати вітчизняних контрагентів на споживання відповідно традиційних та ін-



новаційних товарів і послуг, вироблених за кордоном, а також закордонні традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвестиційні витрати вітчизняних контрагентів. Загальна сукупність наведених вище витрат може бути розрахована наступним чином:

$$M = M_{C_{тр}} + M_{C_{інн}} + M_{I_{тр}} + M_{I_{інн}}, \quad (1.70)$$

де $M_{C_{тр}}$, $M_{C_{інн}}$ – відповідно витрати вітчизняних контрагентів на споживання традиційних та інноваційних товарів і послуг, вироблених за кордоном;

$M_{I_{тр}}$, $M_{I_{інн}}$ – відповідно закордонні традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвестиційні витрати вітчизняних контрагентів.

$$M_{C_{сук}} = M_{C_{тр}} + M_{C_{інн}}, \quad (1.71)$$

$$M_{I_{сук}} = M_{I_{тр}} + M_{I_{інн}}, \quad (1.72)$$

де $M_{C_{сук}}$ – сукупні витрати вітчизняних контрагентів на споживання товарів та послуг, вироблених за кордоном;

$M_{I_{сук}}$ – сукупні закордонні інвестиційні витрати вітчизняних контрагентів.

Досліджуючи структуру імпорту, ми пропонуємо визначати:

– частку інноваційно орієнтованих витрат на імпорт вітчизняних контрагентів:

$$\chi_{M_{сук}^{інн}} = \frac{M_{C_{інн}} + M_{I_{інн}}}{M}; \quad (1.73)$$

– відповідно частки витрат вітчизняних контрагентів на споживання закордонних інноваційних та традиційних товарів і послуг в їх сукупних відповідних витратах:

$$\chi_{M_{сук}^{інн}} = \frac{M_{C_{інн}}}{M_{C_{сук}}}, \quad (1.74)$$

$$\chi_{M_{сук}^{тр}} = \frac{M_{C_{тр}}}{M_{C_{сук}}}; \quad (1.75)$$



- відповідно частки закордонних інноваційно орієнтованих та традиційно орієнтованих інвестиційних витрат вітчизняних контрагентів в їх сукупних закордонних інвестиційних витратах:

$$\chi_{M I_{\text{сук}}^{\text{інн}}} = \frac{M I_{\text{інн}}}{M I_{\text{сук}}}, \quad (1.76)$$

$$\chi_{M I_{\text{сук}}^{\text{тр}}} = \frac{M I_{\text{тр}}}{M I_{\text{сук}}}; \quad (1.77)$$

- співвідношення витрат на споживання імпортованих інноваційних та традиційних товарів та послуг:

$$\chi_{M C_{\text{тр}}^{\text{інн}}} = \frac{M C_{\text{інн}}}{M C_{\text{тр}}}; \quad (1.78)$$

- співвідношення закордонних інноваційно орієнтованих та традиційно орієнтованих інвестиційних витрат вітчизняних контрагентів:

$$\chi_{M I_{\text{тр}}^{\text{інн}}} = \frac{M I_{\text{інн}}}{M I_{\text{тр}}}. \quad (1.79)$$

З метою надання оцінки ступеню інноваційної спрямованості економічної системи на основі структури імпорту, на нашу думку, можна використовувати показники, які ми пропонуємо назвати:

- «*коефіцієнтом інноваційної спрямованості імпортованих інвестиційних витрат*» (*КІСПВ*);
- «*коефіцієнтом інноваційної спрямованості імпортованих споживчих витрат*» (*КІСІСВ*).

Перший з них пропонується розраховувати за формулою:

$$KICPB = \frac{\chi_{M I_{\text{сук}}^{\text{інн}}_{t+1}}}{\chi_{M I_{\text{сук}}^{\text{інн}}_t}}, \quad (1.80)$$

де $\chi_{M I_{\text{сук}}^{\text{інн}}_t}$, $\chi_{M I_{\text{сук}}^{\text{інн}}_{t+1}}$ – відповідно частки закордонних інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат вітчизняних контрагентів в їх сукупних закордонних інвестиційних витратах в періодах t та $t+1$.



Цей показник ми також пропонуємо включити до системи індикаторів ступеня інноваційності економіки. Якщо $KICIB < 1$, то економічну систему з точки зору імпортно-інвестиційної спрямованості пропонується вважати *традиційно орієнтованою*, а якщо $KICIB > 1$, то – *інноваційно орієнтованою*. В другому випадку мова йде про збільшення у часі обсягів постачання з-за кордону на територію нашої країни певних факторів виробництва, що мають інноваційне підґрунтя (нових видів сировини, кваліфікованої робочої сили, що володіє унікальними знаннями або навичками, обладнання, ліцензій, технологій тощо). Потрібно зазначити, що з точки зору підтримки вітчизняного виробника, поповнення державного бюджету, забезпечення зайнятості вітчизняних робітників тощо збільшення обсягів імпорту факторів виробництва є принципово важливішим порівняно з обсягами імпорту товарів і послуг, призначених для кінцевого споживання. У формалізованому вигляді це можна записати наступним чином:

$$KICIB = \frac{Q_{M_{заг}^{I_{inn}}_{t+1}}}{Q_{M_{заг}^{I_{inn}}_t}}, \quad (1.81)$$

де $KICIB$ – коефіцієнт інноваційно-інвестиційної спрямованості імпорту;

$Q_{M_{заг}^{I_{inn}}_t}$, $Q_{M_{заг}^{I_{inn}}_{t+1}}$ – відповідно частки закордонних інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат вітчизняних контрагентів в загальному обсязі імпорту в періодах t та $t+1$.

Причому:

$$Q_{M_{заг}^{I_{inn}}} = \frac{M_{I_{inn}}}{M}. \quad (1.82)$$

Другий показник, що пропонується називати коефіцієнтом інноваційної спрямованості імпортних споживчих витрат ($KICICB$), може бути розрахований наступним чином:

$$KICICB = \frac{Q_M C_{сук}^{i_{nn}}_{t+1}}{Q_M C_{сук}^{i_{nn}}_t}, \quad (1.83)$$



де $Ч_{M_{\text{сук}}_t}^{\text{інн}}$, $Ч_{M_{\text{сук}}_{t+1}}^{\text{інн}}$ – відповідно частки витрат вітчизняних контрагентів на споживання закордонних інноваційних товарів та послуг в їх сукупних витратах на споживання закордонних товарів та послуг в періодах t та $t+1$.

Цей показник ми також пропонуємо включити до системи індикаторів ступеня інноваційності економіки. Якщо $KICIB > 1$, то економічну систему з точки зору спрямованості імпорту товарів та послуг пропонується вважати *інноваційно орієнтованою*, а якщо $KICIB < 1$, то – *традиційно орієнтованою*.

Виходячи з наведеної вище класифікації експорту та імпорту, *чистий експорт може бути представлений сумою значень чистого експорту за окремими групами відповідних витрат:*

$$X_n = X_{nC_{\text{тр}}} + X_{nC_{\text{інн}}} + X_{nI_{\text{тр}}} + X_{nI_{\text{інн}}}, \quad (1.84)$$

де $X_{nC_{\text{тр}}}$, $X_{nC_{\text{інн}}}$ – відповідно чистий експорт традиційних та інноваційних товарів і послуг;

$X_{nI_{\text{тр}}}$, $X_{nI_{\text{інн}}}$ – відповідно чистий експорт традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих інвестицій.

Причому:

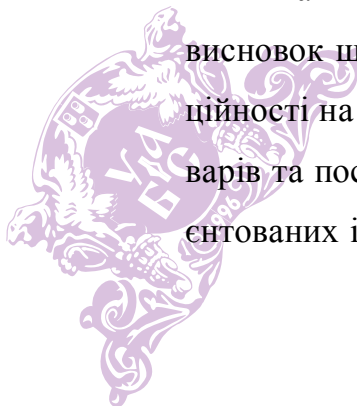
$$X_{nC_{\text{тр}}} = X_{C_{\text{тр}}} - M_{C_{\text{тр}}}, \quad (1.85)$$

$$X_{nC_{\text{інн}}} = X_{C_{\text{інн}}} - M_{C_{\text{інн}}}, \quad (1.86)$$

$$X_{nI_{\text{тр}}} = X_{I_{\text{тр}}} - M_{I_{\text{тр}}}, \quad (1.87)$$

$$X_{nI_{\text{інн}}} = X_{I_{\text{інн}}} - M_{I_{\text{інн}}}. \quad (1.88)$$

Таким чином, проведене вище дослідження дозволяє зробити основний висновок щодо можливості розподілу чистого експорту за критерієм інноваційності на чотири складові: чистий експорт традиційних та інноваційних товарів та послуг, чистий експорт традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих інвестицій. При цьому слід підкреслити, що визначальне значення



для дослідження рівня інноваційності економічної системи в контексті експортно-імпоротної діяльності суб'єктів господарювання має не стільки визначення безпосередньо чистого експорту, скільки співвідношення абсолютних значень його базових складових (експорту та імпорту) за визначеними типами. Зроблені вище висновки стосовно пріоритетів інноваційної складової в структурі імпорту та експорту ні в якому разі не свідчать про пропозиції автора щодо відмови від традиційних експортно-імпортних операцій. Викладені вище авторські пропозиції були зроблені виходячи з необхідності дотримання обраного шляху інноваційного розвитку національної економіки.

1.2.4. Методологічне забезпечення оцінки впливу факторів економічного розвитку на чистий внутрішній продукт

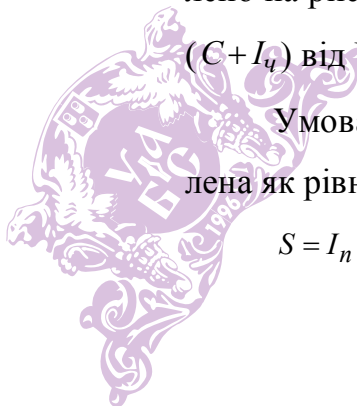
Виходячи з визначеної в попередніх підрозділах даної роботи класифікації витрат, що формують ЧВП, а також існуючої функціональної залежності між окремими видами витрат та ЧВП з урахуванням зазначеного їх поділу, пропонується обґрунтувати критеріальну оцінку впливу змін конкретних видів досліджуваних нами витрат на ЧВП як один з ключових макроекономічних показників. В спрощеному вигляді (тобто без врахування державних витрат та експортно-імпортних операцій) модель (1.1) можна представити так:

$$ЧВП = C + I_q . \quad (1.89)$$

Графічно досягнення рівноважного обсягу реального чистого внутрішнього продукту за методом «сукупні витрати – обсяг виробництва» представлено на рис. 1.16. На цьому рисунку прямі, що відображають залежність C та $(C + I_q)$ від ЧВП, не паралельні.

Умова рівноваги за методом «вилучення–ін'єкції» може бути представлена як рівність заощаджень та інвестицій:

$$S = I_n . \quad (1.90)$$



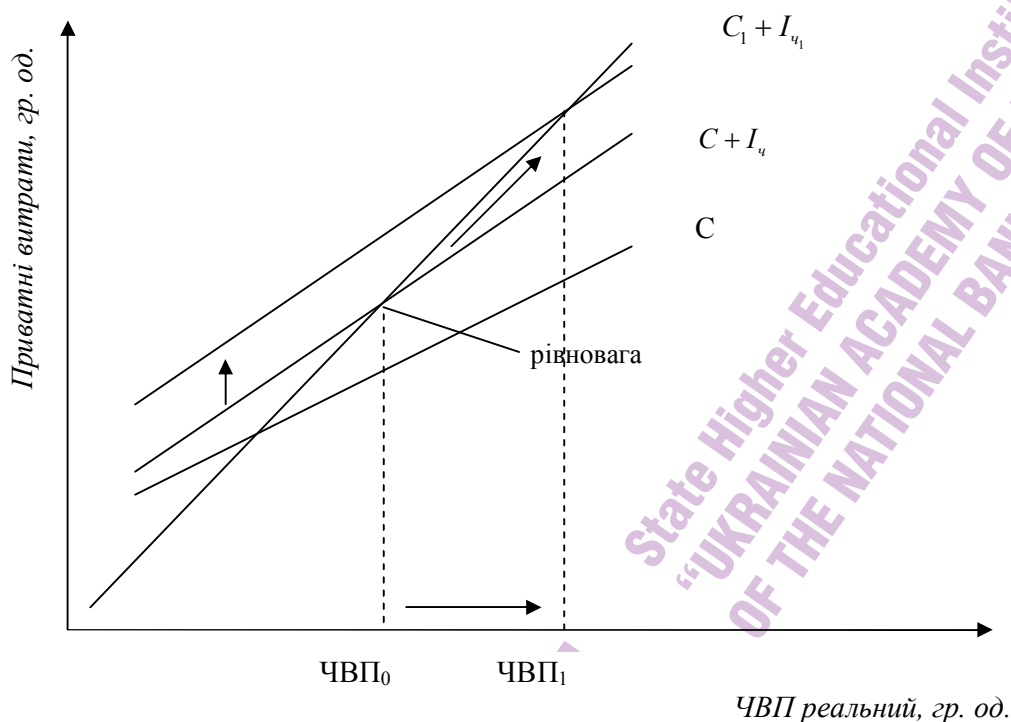


Рис. 1.16. Рівноважний ЧВП за методом «сукупні витрати – обсяг виробництва»

Потрібно відзначити, що значення показників, що характеризують схильність до традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих інвестицій, можуть суттєво відрізнитися. Введення цих категорій надає можливість оцінити значення ефекту мультиплікатора, тобто співвідношення відхилення від рівноважного ЧВП (перехід від ЧВП₀ до ЧВП₁ на рис. 1.16) та вихідної зміни в інвестиціях (зміщення кривої $C + I_q$ догори в $C_1 + I_{q1}$ на рис. 1.16), яка спричинила відповідну зміну чистого внутрішнього продукту, на основі спрощеної моделі ЧВП (1.89).

Враховуючи представлені раніше функціональні залежності, маємо:

$$\text{ЧВП} = (C_{mp0} + C_{ин0}) + (\kappa_{C_{mp}} + \kappa_{C_{ин}}) * \text{ЧВП} + (I_{q_{mp0}} + I_{q_{ин0}}) + (\kappa_{I_{mp}} + \kappa_{I_{ин}}) * \text{ЧВП}. \quad (1.91)$$

Звідси можемо визначити мультиплікатор приросту ЧВП:

$$M_{\text{ЧВП}} = \frac{1}{1 - \kappa_{C_{mp}} - \kappa_{C_{ин}} - \kappa_{I_{mp}} - \kappa_{I_{ин}}}. \quad (1.92)$$



Відзначимо, що у випадку з мультиплікатором мова йде про граничні категорії, які в принципі і повинні бути характеристикою залежності зміни функції від зміни аргументу. Але оскільки ми обрали лінійні залежності для визначення зв'язку між витратами на споживання, інвестиціями та ЧВП, коефіцієнти залежностей, які визначалися як середні схильності до споживання та інвестицій, будуть дорівнювати граничним схильностям до споживання та інвестицій.

У відповідності до наведеного вище зауваження, точніше буде відображати досліджуваній нами взаємозв'язок наступним чином:

$$M_{\text{ЧВП}} = \frac{1}{1 - \kappa_{\text{зр}C_{\text{тр}}} - \kappa_{\text{зр}C_{\text{інн}}} - \kappa_{\text{зр}I_{\text{тр}}} - \kappa_{\text{зр}I_{\text{інн}}}}, \quad (1.93)$$

де $\kappa_{\text{зр}C_{\text{тр}}}$, $\kappa_{\text{зр}C_{\text{інн}}}$ – відповідно коефіцієнти, що характеризують граничну схильність населення до споживання традиційних та інноваційних товарів і послуг за визначеного обсягу ЧВП. Їх пропонується називати **граничною схильністю до споживання відповідних видів товарів та послуг**; $\kappa_{\text{зр}I_{\text{тр}}}$, $\kappa_{\text{зр}I_{\text{інн}}}$ – відповідно коефіцієнти, що характеризують граничну залежність величини традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих інвестицій від ЧВП за визначеного його обсягу. Їх ми пропонуємо називати **граничною схильністю до відповідних типів інвестицій**.

Зазначені вище граничні категорії визначаються співвідношенням відповідних змін результативних показників до зміни аргументу за його визначеного рівня, що у формалізованому вигляді відображається так:

$$\kappa_{\text{зр}C_{\text{тр}}} = \frac{\Delta C_{\text{тр}}}{\Delta \text{ЧВП}}, \quad (1.94)$$

де $\Delta C_{\text{тр}}$ – зміна у величині витрат на споживання традиційних товарів та послуг, яку спричиняє відповідна зміна у величині ЧВП;
 $\Delta \text{ЧВП}$ – зміна у розмірі ЧВП, або відхилення у величині ЧВП від базового, для якого розраховується гранична схильність до споживання традиційних товарів та послуг.



Виходячи з наведених визначень, можемо представити зміни у такому формалізованому вигляді:

$$\Delta C_{mp} = C_{mp2} - C_{mp1}, \quad (1.95)$$

$$C_{mp1} = f(ЧВП_1), \quad (1.96)$$

$$C_{mp2} = f(ЧВП_2), \quad (1.97)$$

$$\Delta ЧВП = ЧВП_2 - ЧВП_1, \quad (1.98)$$

де C_{mp1} , C_{mp2} – відповідно величини витрат на споживання традиційних товарів та послуг за базового рівня ЧВП ($ЧВП_1$), для якого розраховується гранична схильність до споживання традиційних товарів та послуг, та іншого розрахункового рівня ЧВП ($ЧВП_2$);

$ЧВП_1$, $ЧВП_2$ – відповідно базовий та інший розрахунковий (повинен бути максимально наближений до базового) рівні ЧВП.

Таким чином, розрахунок граничної схильності до споживання традиційних товарів та послуг у формалізованому вигляді точніше виглядає так:

$$K_{\partial C_{mp} / \partial ЧВП_1} = \frac{C_{mp2} - C_{mp1}}{ЧВП_2 - ЧВП_1}, \quad (1.99)$$

де $K_{\partial C_{mp} / \partial ЧВП_1}$ – коефіцієнт граничної схильності до споживання традиційних товарів та послуг за визначеного базового рівня ЧВП ($ЧВП_1$).

Математично за наявності відповідної функціональної залежності між категоріями, що досліджуються, таке значення граничної схильності до споживання традиційних товарів та послуг буде визначатися за допомогою похідної функції, яка відображає залежність витрат на споживання традиційних товарів та послуг від величини ЧВП, за відповідним аргументом, яким виступає розмір ЧВП, і дорівнювати за визначеного обсягу ЧВП розрахунковому значенню цієї похідної за такого обсягу ЧВП:

$$K_{\partial C_{mp}} = \frac{\partial C_{mp}(ЧВП)}{\partial ЧВП}. \quad (1.100)$$

У відповідності з наведеним вище висновком можуть бути представлені інші граничні категорії, що розглядаються в цій роботі:



$$\kappa_{\text{зр}C_{\text{інн}}} = \frac{\partial C_{\text{інн}}(\text{ЧВП})}{\partial \text{ЧВП}}, \quad (1.101)$$

$$\kappa_{\text{зр}I_{\text{мп}}} = \frac{\partial I_{\text{мп}}(\text{ЧВП})}{\partial \text{ЧВП}}, \quad (1.102)$$

$$\kappa_{\text{зр}I_{\text{інн}}} = \frac{\partial I_{\text{інн}}(\text{ЧВП})}{\partial \text{ЧВП}}. \quad (1.103)$$

За таких умов стає очевидним, що у випадку лінійної залежності (і лише у випадку лінійної залежності) між досліджуваними категоріями, яку було прийнято нами за базову для показовості, середні та граничні значення відповідних схильностей будуть дорівнювати одне одному:

$$\kappa_{\text{зр}C_{\text{мп}}} = \kappa_{C_{\text{мп}}}, \quad (1.104)$$

$$\kappa_{\text{зр}C_{\text{інн}}} = \kappa_{C_{\text{інн}}}, \quad (1.105)$$

$$\kappa_{\text{зр}I_{\text{мп}}} = \kappa_{I_{\text{мп}}}, \quad (1.106)$$

$$\kappa_{\text{зр}I_{\text{інн}}} = \kappa_{I_{\text{інн}}}. \quad (1.107)$$

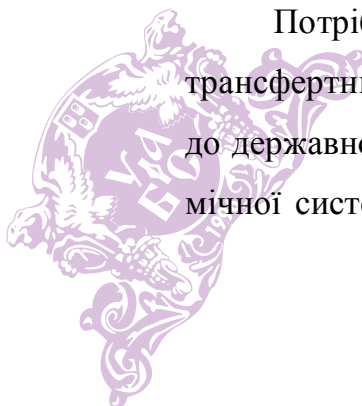
За умови введення в дослідження державних витрат, як зазначалося в підрозділі 1.2.3 цієї роботи, для розрахунку споживчих витрат необхідно коригувати ЧВП на середній рівень податкового навантаження на ЧВП та середній рівень державних трансфертних виплат в ЧВП. В такому випадку попередня функціональна залежність щодо ЧВП буде мати вигляд:

$$\text{ЧВП} = (C_{\text{мп}_0} + C_{\text{інн}_0}) + (\kappa_{C_{\text{мп}}} + \kappa_{C_{\text{інн}}}) * \text{ЧВП} * (1 + P_{\text{ТВ}}) * (1 - P_{\text{ПН}}) + (I_{\text{мп}_0} + I_{\text{інн}_0}) + (\kappa_{I_{\text{мп}}} + \kappa_{I_{\text{інн}}}) * \text{ЧВП}. \quad (1.108)$$

При цьому спрощений розрахунок мультиплікатора ЧВП за умови рівності середніх та граничних значень схильностей до споживання та інвестицій буде виглядати наступним чином:

$$M_{\text{ЧВП}} = \frac{1}{1 - \kappa_{C_{\text{мп}}} (1 + P_{\text{ТВ}})(1 - P_{\text{ПН}}) - \kappa_{C_{\text{інн}}} (1 + P_{\text{ТВ}})(1 - P_{\text{ПН}}) - \kappa_{I_{\text{мп}}} - \kappa_{I_{\text{інн}}}}. \quad (1.109)$$

Потрібно зауважити, що рівні податкового навантаження та державних трансфертних виплат також можуть залежати від обсягу ЧВП у відповідності до державної політики щодо підтримання або стримування зростання економічної системи. Тому під час аналізу необхідно звертати увагу на граничні



значення рівня державних трансфертних виплат та рівня податкового навантаження, які у формалізованому вигляді можуть бути представлені так:

$$P_{ТВ,зр} = \frac{\partial ТВ(ЧВП)}{\partial ЧВП}, \quad (1.110)$$

$$P_{ПН,зр} = \frac{\partial ПН(ЧВП)}{\partial ЧВП}. \quad (1.111)$$

Наведене вище визначення категорій граничних рівнів державних трансфертних виплат та податкового навантаження дає змогу модифікувати модель розрахунку граничної схильності до споживання традиційних товарів та послуг наступним чином:

$$K_{зрC_{mp}} = \frac{\partial C_{mp}(ЧВП, P_{ТВ,зр}, P_{ПН,зр})}{\partial ЧВП}. \quad (1.112)$$

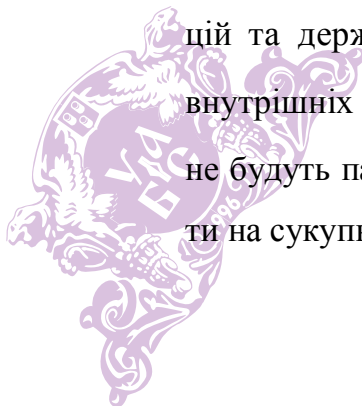
Аналогічно може бути представлений розрахунок граничної схильності до споживання інноваційних товарів та послуг:

$$K_{зрC_{инн}} = \frac{\partial C_{инн}(ЧВП, P_{ТВ,зр}, P_{ПН,зр})}{\partial ЧВП}. \quad (1.113)$$

Важливим елементом нашого дослідження виступають державні та експортно-імпортні витрати, що пов'язано з їх безпосереднім впливом на формування рівноважної величини ЧВП, як це відображено на рис. 1.17.

Відображення державних витрат в моделі (G) зміщує рівноважну величину чистого внутрішнього продукту з $ЧВП_1$ до $ЧВП_2$. В свою чергу, врахування чистого експорту (X_n) також впливає на рівноважний обсяг чистого внутрішнього продукту, зміщуючи його з $ЧВП_2$ до $ЧВП_3$.

При цьому слід зауважити, що і державні витрати, і експортно-імпортні витрати можуть в свою чергу залежати від ЧВП. В такому випадку прями, що відображають поведінку споживчих витрат та чистих приватних внутрішніх інвестицій ($C + I_q$), споживчих витрат, чистих приватних внутрішніх інвестицій та державних витрат ($C + I_q + G$), споживчих витрат, чистих приватних внутрішніх інвестицій, державних витрат та чистого експорту ($C + I_q + G + X_n$) не будуть паралельні. Звичайно, загальна кількість факторів, яка буде впливати на сукупні величини державних та експортно-імпортних витрат за рахунок



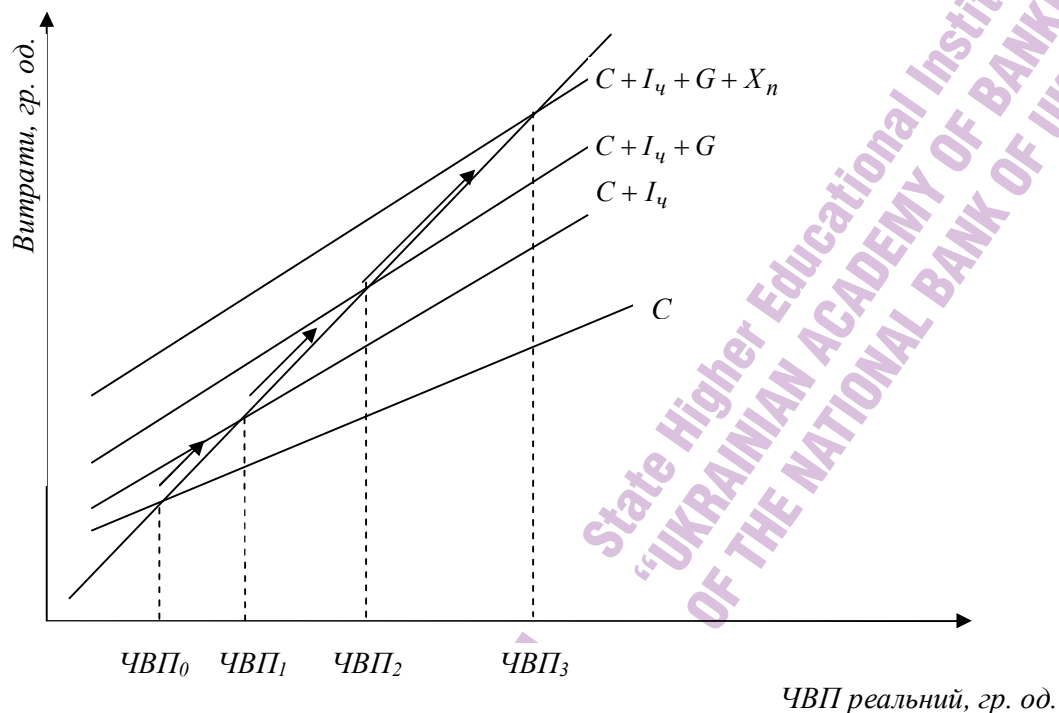


Рис. 1.17. Рівноважний ЧВП за методом «сукупні витрати – обсяг виробництва» з урахуванням державних витрат та чистого експорту

врахування регуляторного впливу та міжнародних чинників, може перевищувати їх сукупність для споживчих та внутрішніх приватних інвестиційних витрат, але застосування граничних категорій також буде суттєвим для цілей нашого дослідження.

Отже, визначимо у відповідності до наведеної раніше класифікації державних витрат граничні показники їх залежності від ЧВП:

$$K_{eP_{G_{mp}}} = \frac{\partial G_{C_{mp}}(\text{ЧВП})}{\partial \text{ЧВП}}, \quad (1.114)$$

$$K_{eP_{G_{C_{inn}}}} = \frac{\partial G_{C_{inn}}(\text{ЧВП})}{\partial \text{ЧВП}}, \quad (1.115)$$

$$K_{eP_{G_{I_{mp}}}} = \frac{\partial G_{I_{mp}}(\text{ЧВП})}{\partial \text{ЧВП}}, \quad (1.116)$$

$$K_{eP_{G_{I_{inn}}}} = \frac{\partial G_{I_{inn}}(\text{ЧВП})}{\partial \text{ЧВП}}, \quad (1.117)$$



де $\kappa_{\partial p_{G_{C_{mp}}}}$, $\kappa_{\partial p_{G_{C_{inn}}}}$ – відповідно коефіцієнти, що відображають вплив зміни в розмірі ЧВП на величину державних витрат на споживання традиційних та інноваційних товарів і послуг, які ми пропонуємо називати *граничною схильністю до державних витрат на споживання відповідних видів товарів та послуг*;

$\kappa_{\partial p_{G_{I_{mp}}}}$, $\kappa_{\partial p_{G_{I_{inn}}}}$ – відповідно коефіцієнти, що відображають вплив зміни в розмірі ЧВП на величину державних традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих інвестицій, які ми пропонуємо називати *граничною схильністю до відповідних видів державних інвестиційних витрат*.

Визначимо відповідні показники для експортно-імпортних витрат за вище наведеною класифікацією чистого експорту:

$$\kappa_{\partial p_{X_{nC_{mp}}}} = \frac{\partial X_{nC_{mp}}(\text{ЧВП})}{\partial \text{ЧВП}}, \quad (1.118)$$

$$\kappa_{\partial p_{X_{nC_{inn}}}} = \frac{\partial X_{nC_{inn}}(\text{ЧВП})}{\partial \text{ЧВП}}, \quad (1.119)$$

$$\kappa_{\partial p_{X_{nI_{mp}}}} = \frac{\partial X_{nI_{mp}}(\text{ЧВП})}{\partial \text{ЧВП}}, \quad (1.120)$$

$$\kappa_{\partial p_{X_{nI_{inn}}}} = \frac{\partial X_{nI_{inn}}(\text{ЧВП})}{\partial \text{ЧВП}}, \quad (1.121)$$

де $\kappa_{\partial p_{X_{nC_{mp}}}}$, $\kappa_{\partial p_{X_{nC_{inn}}}}$ – відповідно коефіцієнти, що відображають вплив зміни в розмірі ЧВП на величину чистого експорту традиційних та інноваційних товарів і послуг, які ми пропонуємо називати *граничною схильністю до чистого експорту відповідних видів товарів та послуг*;

$\kappa_{\partial p_{X_{nI_{mp}}}}$, $\kappa_{\partial p_{X_{nI_{inn}}}}$ – відповідно коефіцієнти, що відображають вплив зміни в розмірі ЧВП на величину чистого експорту традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих інвестицій, які ми пропонуємо називати *граничною схильністю до чистого експорту відповідних видів інвестиційних витрат*.



Далі ми можемо згрупувати визначені в цьому підрозділі дисертаційної роботи граничні показники за їх приналежністю до традиційних споживчих витрат, інноваційних споживчих витрат, традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих інвестицій:

$$K_{zp}^{C_{mp}} = \kappa_{zp} C_{mp} + \kappa_{zp} G_{C_{mp}} + \kappa_{zp} X_{n_{C_{mp}}} , \quad (1.122)$$

$$K_{zp}^{C_{інн}} = \kappa_{zp} C_{інн} + \kappa_{zp} G_{C_{інн}} + \kappa_{zp} X_{n_{C_{інн}}} , \quad (1.123)$$

$$K_{zp}^{I_{mp}} = \kappa_{zp} I_{mp} + \kappa_{zp} G_{I_{mp}} + \kappa_{zp} X_{n_{I_{mp}}} , \quad (1.124)$$

$$K_{zp}^{I_{інн}} = \kappa_{zp} I_{інн} + \kappa_{zp} G_{I_{інн}} + \kappa_{zp} X_{n_{I_{інн}}} , \quad (1.125)$$

де $K_{zp}^{C_{mp}}$, $K_{zp}^{C_{інн}}$ – відповідно коефіцієнти, що відображають вплив зміни розміру ЧВП на зміну величини сукупних споживчих витрат на традиційні та інноваційні товари і послуги (в нашому випадку враховується чистий експорт товарів та послуг, тому і термін «сукупні» потрібно розуміти з цією поправкою);

$K_{zp}^{I_{mp}}$, $K_{zp}^{I_{інн}}$ – відповідно коефіцієнти, що відображають вплив зміни в розмірі ЧВП на величину сукупних традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих інвестицій.

За таких умов в узагальненому вигляді мультиплікатор ЧВП можна представити наступним чином:

$$M_{ЧВП} = \frac{1}{1 - K_{zp}^{C_{mp}} - K_{zp}^{C_{інн}} - K_{zp}^{I_{mp}} - K_{zp}^{I_{інн}}} . \quad (1.126)$$

Таким чином, можна зробити висновок, що оцінка впливу зміни конкретних видів досліджуваних в роботі витрат базується на граничному аналізі взаємозв'язку обсягів цих витрат та величини ЧВП. При цьому існує можливість виокремлення в сукупних витратах, що формують ЧВП, інноваційно орієнтованих інвестицій та споживчих витрат на інноваційні товари та послуги та визначення їх безпосереднього зв'язку та впливу на величину ЧВП за допомогою коефіцієнтів граничної схильності до відповідних витрат.

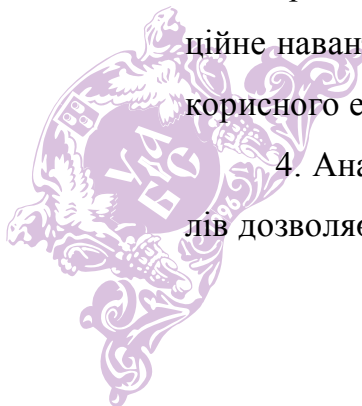
Висновки до першого розділу

1. Закріплення позитивних зрушень, що склалися протягом останніх років в економіці України, неможливе без формування політики державного регулювання, зорієнтованої на інноваційний чинник економічного зростання. Виконання цього завдання потребує, поряд з іншим, реалізації якісно нової інвестиційної політики, що, в свою чергу, вимагає вдосконалення методології макроекономічного аналізу інвестицій. Такий аналіз має враховувати закономірності процесу створення та реалізації нововведень, його масштаб, вплив інноваційного фактора на динаміку виробництва.

2. Доведено, що існує взаємний вплив процесів розробки, впровадження та поширення інновацій з одного боку, та процесів інвестування – з іншого. Наявність достатнього для підтримання певних темпів зростання та пропорцій відтворення обсягу інвестиційних ресурсів обумовлюють рівень інноваційної активності в економіці. Водночас інноваційні тенденції визначають напрямки вкладання капіталу, формуючи таким чином галузеву та відтворювальну структуру економічної системи, а, отже, визначаючи динаміку інвестиційних потоків, їх ефективність. Діалектика інноваційного розвитку проявляється у створенні додаткових можливостей для розширення сфери інвестиційної діяльності та одночасному обмеженні можливостей такого розширення у традиційних напрямках. Отже, можна стверджувати про наявність системних взаємозв'язків інноваційного розвитку та процесів інвестування.

3. Деформація механізмів інвестування, яка і дотепер характерна для вітчизняної економіки, перешкоджає поширенню інновацій. Проте інноваційні процеси протидіють збільшенню капіталовкладень і знижують інвестиційне навантаження на економіку – зменшують обсяг інвестицій на одиницю корисного ефекту.

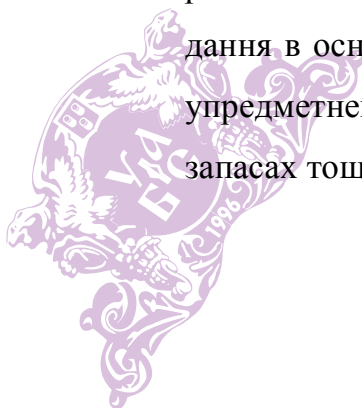
4. Аналіз моделей взаємного впливу інноваційних і інвестиційних циклів дозволяє говорити про необхідність орієнтації на модель суміщення інно-



ваційного та інвестиційного циклів, оскільки саме така модель забезпечує найефективніше відтворення інновації за рахунок синхронізації процесів інвестування та освоєння нововведень, а також створення додаткових результатів в процесі такого освоєння. До інших переваг моделі можна також віднести: скорочення тривалості інвестиційного циклу, можливість оптимізації передвиробничих стадій інноваційного циклу, зниження ступеня ринкового ризику, створення умов для реінвестування, максимальне урахування маркетингових та моніторингових можливостей реалізації нововведення.

5. Особливості інноваційного процесу на окремих його фазах, характер інноваційно-інвестиційних механізмів, інноваційної інфраструктури обумовлюють необхідність розглядання поряд з аналізом загальної величини інвестиційних ресурсів також джерел формування цих ресурсів, їхню структуру та механізми розподілу як самостійні фактори зростання інноваційної активності. Тобто, існує необхідність створення комплексного інноваційно-інвестиційного механізму господарювання, який передбачає інтеграцію інноваційної та інвестиційної функцій.

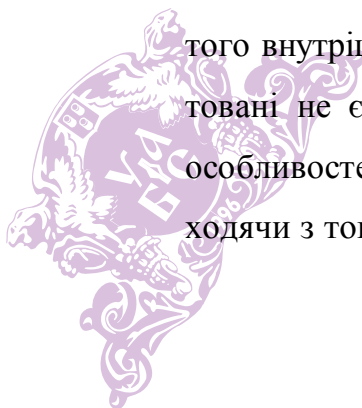
6. Аналіз моделей, що визначають залежність факторів виробництва та кінцевих макроекономічних показників, виявив їх обмеженість щодо оцінки взаємного функціонування ринків товарів та послуг, факторів виробництва та фінансового ринку. Грунтуючись на класифікації ринків за функціональною ознакою, досліджено функціонування цих ринків у взаємодії. Виходячи з цього, з метою відображення джерел (фінансовий ринок) та напрямків руху коштів (ринок факторів виробництва) обґрунтовано необхідність розглядання «інвестицій» та «інвестиційних ресурсів» як самостійних категорій. Термін «інвестиційні ресурси» характеризує сформовані на фінансовому ринку джерела коштів, що в подальшому будуть спрямовані на довготермінове вкладання в основний капітал. «Інвестиції» запропоновано розглядати як процес упредметнення інвестиційних ресурсів у засобах виробництва, виробничих запасах тощо, який відбувається на ринку факторів виробництва.



7. З метою комплексного урахування впливу інноваційного та інвестиційного факторів на ЧВП, який був обраний як основний макроекономічний критерій ефективності розвитку економічної системи, в кожному елементі витрат, що формують цей показник, за ознакою інноваційності виокремлено інноваційно орієнтовані та традиційно орієнтовані витрати, запропоновано авторське тлумачення відповідних витрат. Запропонована класифікація витрат дала можливість відобразити механізм формування попиту на товарному ринку та ринку факторів виробництва як результат взаємодії традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих витрат кожного виду.

8. Запропонована класифікація витрат склала основу для формування системи індикаторів (показників) інноваційності економіки, яка має включати: рівень інноваційності економічної системи; коефіцієнт співвідношення чистих інноваційно орієнтованих і чистих традиційно орієнтованих інвестицій; коефіцієнт співвідношення темпів приросту основного капіталу в інноваційно орієнтованому та традиційно орієнтованому секторах економіки; коефіцієнт інноваційної спрямованості споживчих витрат; коефіцієнт інноваційної спрямованості державних інвестиційних витрат; коефіцієнт інноваційної спрямованості державних споживчих витрат; коефіцієнт інноваційної спрямованості експортних інвестиційних витрат; коефіцієнт інноваційної спрямованості експортних споживчих витрат; коефіцієнт інноваційної спрямованості імпорتنних інвестиційних витрат; коефіцієнт інноваційної спрямованості імпорتنних споживчих витрат. В роботі викладено методичні підходи до розрахунку кожного показника, що включено до системи, а також їхні критеріальні значення, за якими економіка може вважатися традиційно орієнтованою чи інноваційно орієнтованою.

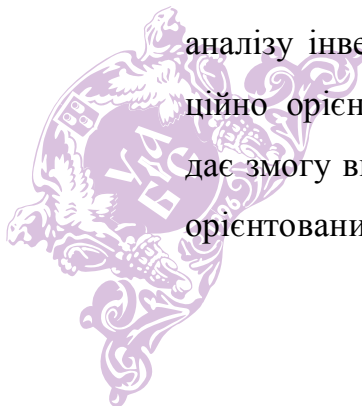
9. Запропонований поділ чистих інвестицій, як однієї зі складових чистого внутрішнього продукту, на інноваційно-орієнтовані та традиційно орієнтовані не є виключно припущенням автора, що підтвердили дослідження особливостей формування попиту на відповідні типи чистих інвестицій. Виходячи з того, що традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвести-



ції є складовими чистих сукупних інвестицій, попит на них знаходиться під впливом загальновідомих факторів – реальної відсоткової ставки та групи факторів, що впливають на очікувану доходність інвестицій. Щодо реальної ставки відсотка, то можна констатувати однаковий характер, але різний ступінь впливу її динаміки на кожен тип чистих інвестицій. Стосовно групи факторів, що впливають на очікувану доходність інвестицій, то має місце різниця у напрямках впливу на традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвестиції. Отримані результати дозволили виділити три групи факторів в залежності від того, яким чином вони впливають на попит на кожен з досліджуваних типів інвестицій в їх взаємодії: *перша група факторів* – ті, що одночасно впливають на попит на традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвестиції, відповідно змінюючи попит на сукупні інвестиції; *друга група факторів* – ті, що впливають на попит на один з досліджуваних типів інвестицій, одночасно змінюючи попит на сукупні інвестиції; *третья група факторів* – ті, що одночасно впливають на попит на кожен з досліджуваних типів інвестицій, при цьому не впливаючи на попит на сукупні інвестиції (тобто змінюють видову структуру попиту на інвестиції).

10. Дослідження факторів впливу на розмір чистих інвестицій у динаміці дозволяють говорити, загалом, про наявність зворотного зв'язку між ними, що дозволяє характеризувати цей процес як циклічний. Зокрема, на основі аналізу показників темпу росту та темпу приросту рівня забезпеченості основним капіталом встановлено наявність зворотного зв'язку між рівнем забезпеченості економіки основним капіталом та обсягом чистих інвестицій.

11. Аналіз валових інвестиційних витрат передбачає аналіз коштів, що спрямовуються на відновлення зношеного основного капіталу – інвестицій на відновлення, які в рамках запропонованої методології макроекономічного аналізу інвестицій також класифіковано за рівнем інноваційності на традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані. Запропонована класифікація дає змогу виділити три базові варіанти структурного заміщення інноваційно орієнтованих та традиційно орієнтованих інвестицій: *варіант 1* – відновлен-



ня відбувається у співвідношенні, що відповідає видовій структурі інвестицій, яка склалася на початок періоду; *варіант 2* – відновлення відбувається відповідно до структурного розподілу чистих інвестицій за досліджуваними видами, що обумовлює однакову структуру валових та чистих інвестицій; *варіант 3* – структура інвестицій на відновлення капіталу за видами не відповідає первісній структурі кумулятивних інвестицій та відрізняється від структури чистих інвестицій за цими видами.

12. Системний підхід до аналізу ефективності функціонування економіки вимагає поряд з інвестиціями досліджувати всі елементи витрат, що формують чистий внутрішній продукт. Аналіз формування витрат на споживання, державних витрат та чистого експорту дає можливість виділити в структурі кожного елемента традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані типи витрат. Критерієм кількісної оцінки залежності відповідних видів витрат від доходу після сплати податків визначено коефіцієнт, що характеризує схильність населення до споживання відповідно традиційних та інноваційних товарів та послуг .

13. Ґрунтуючись на традиційних засадах макроекономічного аналізу, критеріями оцінки впливу зміни визначених автором конкретних типів витрат на розмір результативного макроекономічного показника – чистого внутрішнього продукту визначено коефіцієнти граничної схильності до відповідних витрат.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором в роботах [81, 83, 118, 210, 344, 39, 397, 341, 121, 103, 104, 94, 84, 100, 86, 105, 130].



РОЗДІЛ 2

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ РОЗВИТКУ РИНКУ ІННОВАЦІЙНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

2.1. Теоретичні засади формування та функціонування ринку інноваційного інвестування

2.1.1. Сутність ринку інноваційного інвестування та його функції в економічній системі

Перехід України до ринкових методів господарювання вивів на передній план проблеми формування принципово нового механізму забезпечення інноваційного процесу інвестиційними ресурсами. Це обумовлено рядом обставин, зокрема: зміною статусу та поділом функцій державних і недержавних інноваційних структур; значним скороченням частки централізованих інвестицій у загальному обсязі фінансування інноваційного розвитку економіки; зміною складу, співвідношення, способів і критеріїв розподілу внутрішніх і зовнішніх джерел інвестиційного забезпечення інноваційної діяльності на мікро- і макроекономічних рівнях. Наукова дискусія щодо формування механізму фінансово-кредитного забезпечення інноваційного процесу в основному відбувається з приводу співвідношення різних джерел інвестицій в їх загальній структурі, ролі фінансового ринку і його окремих сегментів в інвестиційному забезпеченні інноваційного підприємництва, ступеня участі окремих інвестиційно-посередницьких інститутів (страхових компаній, пенсійних фондів, інвестиційних компаній, банків) у забезпеченні інноваційного сектору економіки інвестиційними ресурсами.

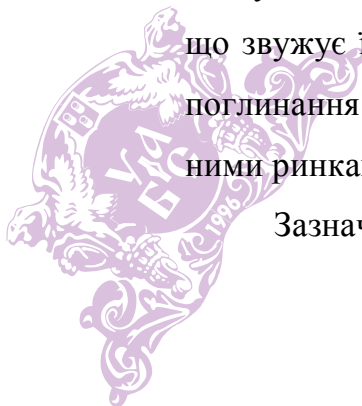
Недоліки існуючого в Україні механізму фінансово-кредитного забезпечення інноваційного розвитку економіки обумовлені цілою низкою причин, але найсуттєвішою з них, на нашу думку, можна вважати існування не-



достатньо ефективного порядку руху капіталів від власників інвестиційних ресурсів до суб'єктів інноваційного підприємництва. Виходячи з цього, на нашу думку, найбільший науковий інтерес становить пошук ефективних форм, напрямків і механізмів фінансової взаємодії інвесторів та інноваторів, що, безумовно, потребує визначення місця або ринкового простору руху інноваційно орієнтованого інвестиційного капіталу від його власників до споживачів. Оскільки інвестиційні ресурси й інновація як об'єкт інвестування можуть бути розділені як у просторі, так і в часі, то **механізмом, що дозволяє встановити відповідність між попитом на інноваційно орієнтовані інвестиційні ресурси і їх пропозицією за обсягом і вартістю, а також регулятором дій учасників комерційних угод є ринок.**

Як відомо, 8 листопада 2007 р. розпорядженням Кабінету Міністрів України [26] схвалена концепція Державної цільової економічної Програми модернізації ринків капіталу в Україні [15], розробниками якої зазначається, що починаючи з 1995 р. і до цього часу ринки капіталу в Україні розвиваються дискретно і фрагментарно, недостатньо виконують основні свої функції – зосередження попиту та пропозиції інвестиційного капіталу, формування справедливих ринкових цін, використання фінансових інструментів для забезпечення розвитку економіки. На ринках капіталу накопичилися проблеми, пов'язані з нерозвиненістю сектору інституційного інвестування, відсутністю належної концентрації торгівлі цінними паперами та іншими фінансовими інструментами на біржовому ринку, недостатньо сформованою обліково-розрахунковою інфраструктурою ринків капіталу, низькими стандартами та ефективністю корпоративного управління. Головною проблемою є відсутність скоординованої державної політики, спрямованої на забезпечення фінансування реального сектору економіки через механізми ринків капіталу, що звужує їх роль і місце в ринковій економіці, а також може призвести до поглинання ринків капіталу України більш структурованими і капіталізованими ринками інших країн [40, 269].

Зазначені вище проблеми безумовно гальмують інвестиційний розви-



ток в Україні взагалі, а в тому числі – і процеси постачання інвестиційних ресурсів для інноваційної діяльності. В контексті досліджуваної проблеми, на нашу думку, мова повинна йти про необхідність формування специфічного ринку, який *ми пропонуємо називати ринком інноваційного інвестування*. Як було з'ясовано в підрозділі 1.1 даного дисертаційного дослідження, не будь-яка інвестиційна діяльність забезпечує впровадження інновацій, тобто не всі інвестиції є інноваційно орієнтованими, в той час як Україна потребує інвестицій з високим інноваційним ресурсом (потенціалом) і результатом. Виходячи з цього, завданням пропонованого ринку, на нашу думку, має бути організація ефективної взаємодії між учасниками інвестиційної та інноваційної діяльності.

Ми розуміємо певну дискусійність та умовність обраного терміну – точніше було визначити його як «ринок інвестування в інноваційні заходи (товари)» або «ринок інвестування в інноваційну діяльність суб'єктів господарювання» або «ринок інвестування в інноваційний розвиток» тощо. Але, незважаючи на те, що наведені визначення більш точно відображають сутність пропонованого ринку, вони не задовольняють загально визнаним лінгвістичним вимогам щодо економічної термінології та назв економічних категорій, що і обумовило вибір нами саме такої назви для пропонованого ринку.

На нашу думку, формування ринку інноваційного інвестування сьогодні слід вважати ключовою й узагальнюючою вимогою до інвестиційних пріоритетів економічної системи, що обумовлено змістом сучасного процесу економічного розвитку, оскільки інновації стали явищем, що постійно його супроводжує, з фактора зовнішнього (екзогенного) перетворилися у фактор ендогенний [314, 249]. У цих умовах принципового значення набуває проведення політики стимулювання вкладення інвестиційного капіталу суб'єктів господарювання в інноваційні розробки і проекти, сприяння формуванню ринку високих технологій, оскільки поширення нових технологій відповідно до принципу акселерації визначає розвиток пріоритетних інвестиційних сфер

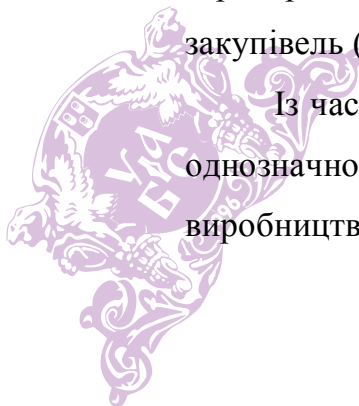


і створення необхідних передумов для модернізації інших сфер, що забезпечують реалізацію науково-технічних пріоритетів.

Перш ніж дати авторське визначення ринку інноваційного інвестування, потрібно визначитися, *що саме являє собою ринок в традиційному розумінні*. Найбільш простим та поширеним є розуміння ринку як системи економічних відносин між його суб'єктами з приводу купівлі – продажу товарів та послуг [57]. Ринкова система складається з великої кількості ринків, кожен з яких є формою економічних відносин, яка виникає на основі стійкої взаємодії товарного та грошового обігу. На будь-якому ринку здійснюється рух потоків: з одного боку, потоку ресурсів, продукції, товарів і послуг від продавця до покупця, з іншого – грошових потоків від покупців до продавців як оплати за придбані товари. У сучасній економіці ринок відіграє важливу роль у розвитку підприємництва, він генерує еквівалентні, тобто економічно рівноправні відносини у всіх сферах виробництва, на всіх рівнях господарського життя, є економічною «технологією», за допомогою якої створюються умови для ефективного господарювання, динамізму виробництва. Ринок стабілізує грошовий обіг, підтримує авторитет національних грошових одиниць; створює діючий механізм мотивації роботи; підтримує «здоров'я» сфери споживання; стимулює різні форми бізнесу.

Ринок – поняття багатомірне, тому досить важко охарактеризувати його однозначно. У спрощеному, вузькому розумінні ринок можна розглядати як будь-яке місце торгівлі (обміну) товарами й послугами. У більш узагальненому розумінні ринком можна вважати всю сукупність процесів торгівлі, актів купівлі-продажу незалежно від того, де вони відбуваються, ринковий процес поєднання продавця з покупцем, який характеризується багатьма екстериторіальними ознаками, в тому числі: видом товарів, обсягом продажів і закупівель (місткістю ринку), способом торгівлі, рівнем цін тощо.

Із часу виникнення ринку науковці різних шкіл економічної думки неоднозначно тлумачили його сутність. Ринок як одна з категорій товарного виробництва в процесі еволюції випробував важливі кількісно-якісні зміни,

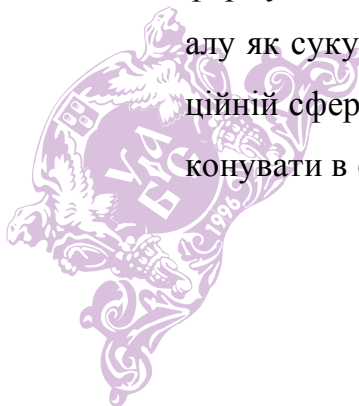


які не могли не позначитися на його визначенні в останні два сторіччя. У роботах А.Сміта [359] й Д.Рікардо [343] термін «ринок» не здобув чіткого політекономічного визначення, оскільки його відносили до зовнішніх явищ ринкової економіки, а тому використовували переважно для характеристики ринкового попиту. Першу спробу дати наукове визначення ринку зробив французький економіст А.Курно [263], на думку якого цей термін позначає будь-який район, на якому взаємини покупців і продавців вільні, тому ціни на ті самі товари мають тенденцію легко й швидко вирівнюватися. Англійський економіст А.Маршал [287] стверджував, що чим досконаліше ринок, тим сильнішою є тенденція до того, щоб у всіх його пунктах в один й той же час платили за одну й ту ж річ однаковою ціною. У роботах П.Самуельсона [349] ринок розглядається як інститут (механізм), що зводить покупців (представників попиту) і продавців (постачальників) окремих товарів і послуг.

Визначимо, що саме слід розуміти під ринком інноваційного інвестування та в чому полягають його функції в економічній системі.

Ми пропонуємо розуміти ринок інноваційного інвестування як сукупність економічних відносин між постачальниками інвестиційних ресурсів, їх споживачами (суб'єктами інноваційної діяльності), організаційними та інформаційними посередниками з приводу акумуляції розрізнених інвестиційних потоків та трансформації їх в продуктивний капітал на основі взаємодії попиту та пропозиції в межах інституційного й правового поля з метою подальшого використання його для виробництва інновації та еквівалентного обміну платоспроможного попиту покупця права володіння, користування і розпорядження нею на споживчу цінність, укладену в ній.

Ринку інноваційного інвестування належить виключно важлива роль у формуванні, мобілізації, використанні та відтворенні інвестиційного потенціалу як сукупності наявних коштів та можливостей їх використання в інноваційній сфері. Авторське розуміння функцій, які досліджуваний ринок має виконувати в економіці, представлено на рис. 2.1.



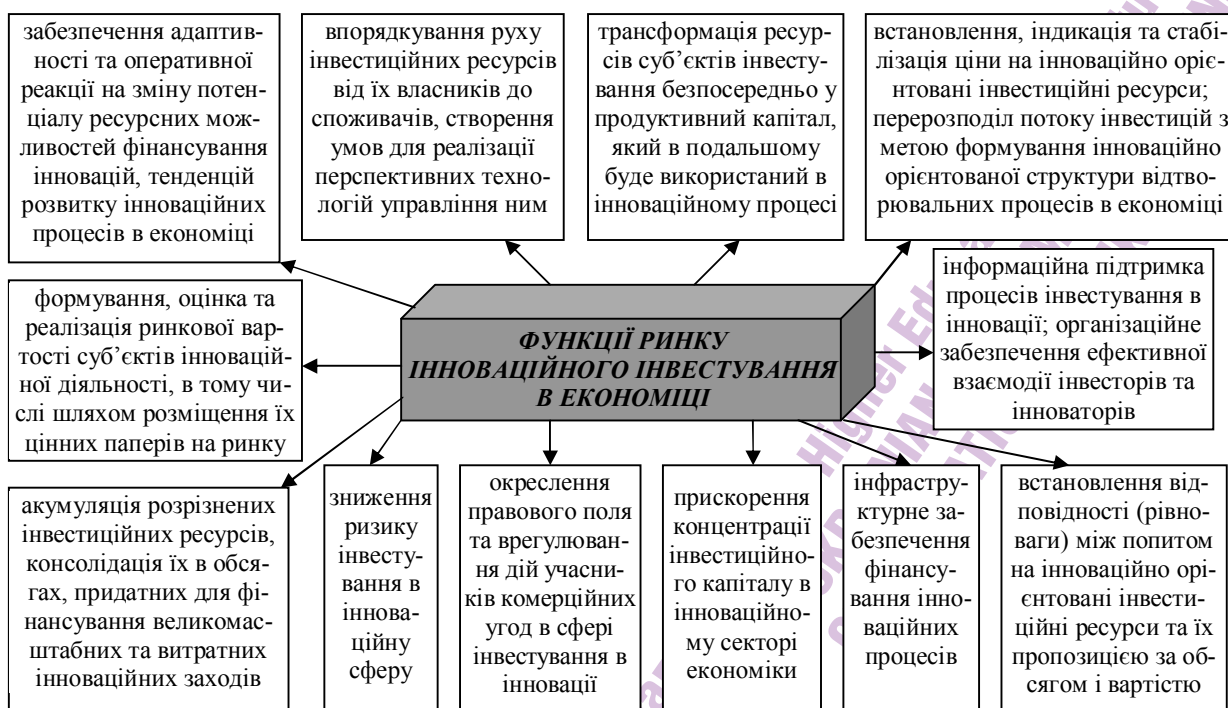


Рис. 2.1. Функції ринку інноваційного інвестування в економіці
(власна розробка)

На нашу думку, *ринок інноваційного інвестування повинен демонструвати адаптивність, сприйнятливість і оперативну реакцію на зміну:*

- загальних тенденцій розвитку економічної системи на етапі переходу до інноваційного типу розвитку;
- потенціалу ресурсних можливостей фінансування інновацій;
- тенденцій розвитку інноваційних процесів в економіці, що формуються під впливом ринкових механізмів саморегуляції, які відображаються в динаміці інвестицій у сферу інновацій;
- складу й строків здійснення основних напрямків розвитку перехідної економіки, пов'язаних із заходами щодо державного регулювання в області найважливіших економічних і інституційних напрямків (грошова й соціальна політика, приватизація, регулювання зовнішньоекономічної діяльності, структурно-інвестиційна й податкова політика й т.д.).



Виділені автором найбільш важливі фактори, від яких суттєво залежать стан та темпи розвитку ринку інноваційного інвестування, представлені на рис. 2.2.

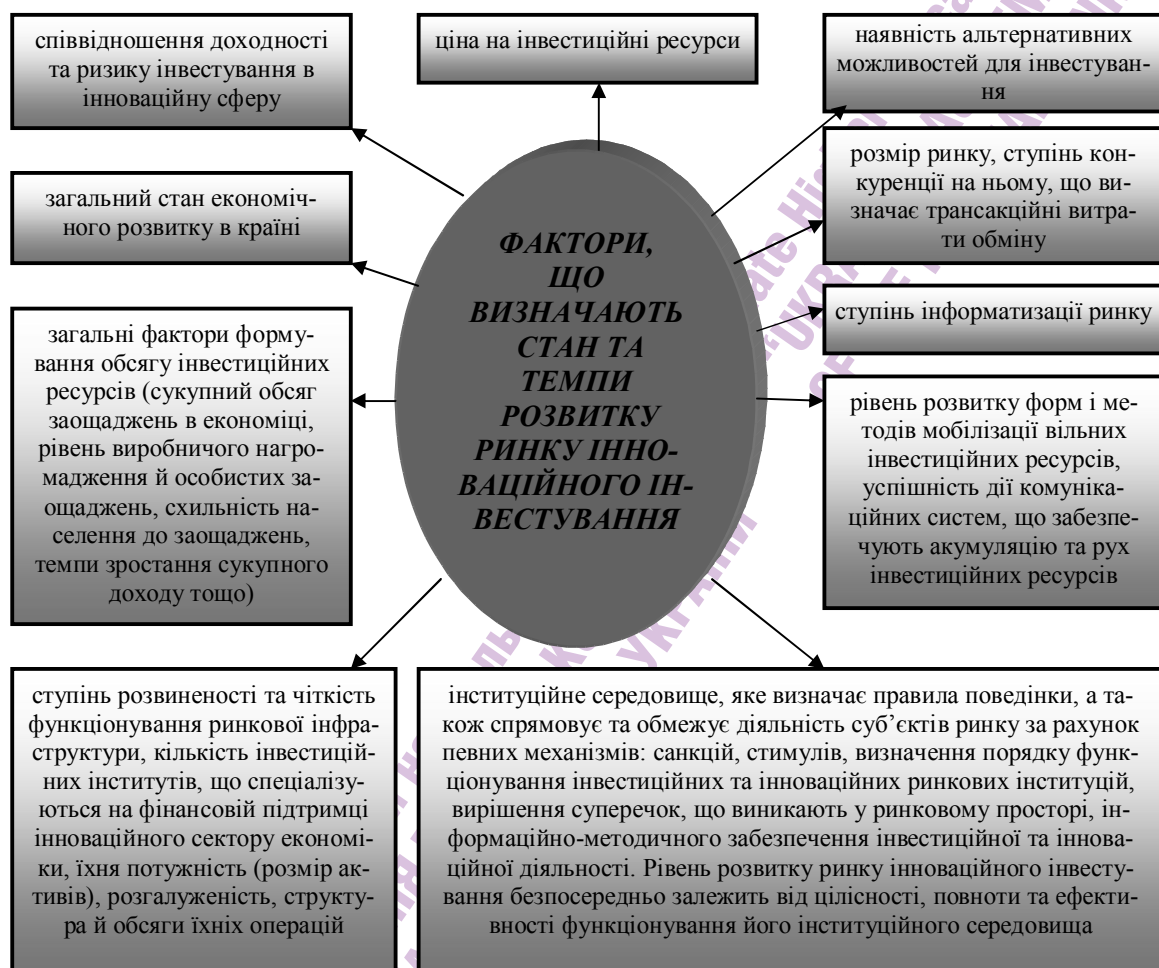


Рис. 2.2. Найбільш важливі фактори, від яких суттєво залежать стан та темпи розвитку ринку інноваційного інвестування (власна розробка)



2.1.2. Кругообіг інвестиційних ресурсів на ринку інноваційного інвестування

Виділення ринку інноваційного інвестування як окремого елементу ринкового простору потребує аналізу механізму акумуляції та руху інвестиційних ресурсів на ньому, особливостей їх нагромадження й концентрації в певних формах і в конкретних суб'єктів, виявлення тенденцій цього руху й визначення перспективних технологій управління ним. Впорядкований рух інвестиційних ресурсів від їх джерел до користувачів створює інвестиційні потоки, які організовані з різного роду платіжних коштів і фінансових інструментів. Фінансові ресурси, проходячи через ринок інноваційного інвестування, перетворюються в інвестиції й вкладаються в інноваційні проекти, що реалізуються користувачами. Виходячи з цього, можна зробити висновок, що **економічна роль ринку інноваційного інвестування** полягає в його здатності об'єднати розрізнені інвестиційні ресурси та трансформувати їх в конкретні капіталовкладення, що мають інноваційну спрямованість, сприяти руху потоків інвестиційних ресурсів від їхніх джерел до користувачів інвестицій. Це визначає роль і вплив даного ринку на процеси виробництва й відтворення – за допомогою нього можна впливати на рух, обсяг, напрямок інвестиційних коштів, що формують конкретні вкладення в інноваційній сфері, і, отже – на інвестиційні процеси в інноваційно-активних галузях економіки й регіонах.

Досліджуваний ринок – це складний механізм функціонування інвестиційних ресурсів, кругообіг яких, являючи собою органічну частину загального кругообігу капіталу в грошовій формі, створює умови для формування й спрямування грошових коштів в інноваційний сектор економіки з метою досягнення ефекту й одержання доходу. **На рис. 2.3 представлено авторське розуміння процесу кругообігу інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів (в межах та поза межами ринку інноваційного інвестування).**



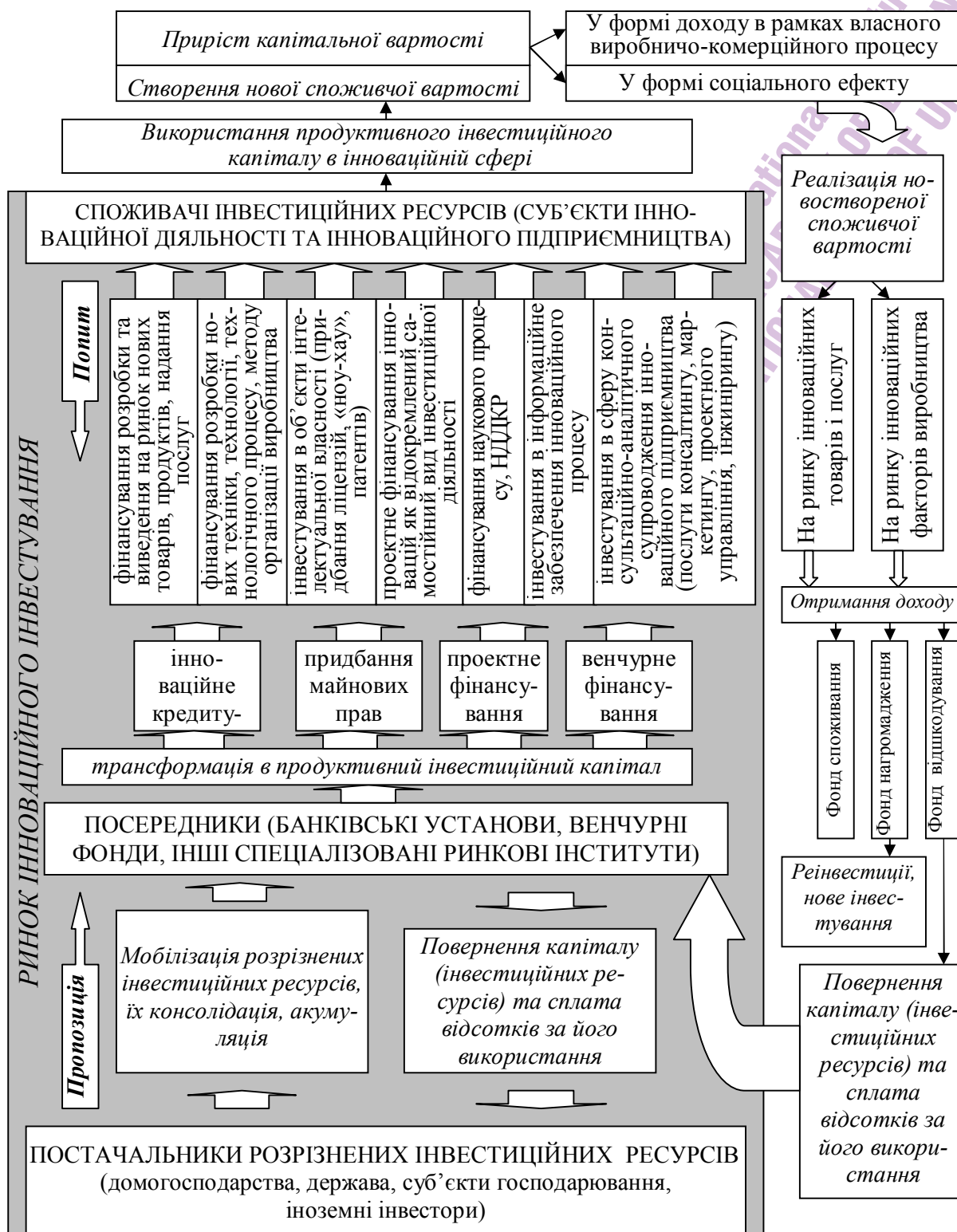


Рис. 2.3. Кругообіг інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів

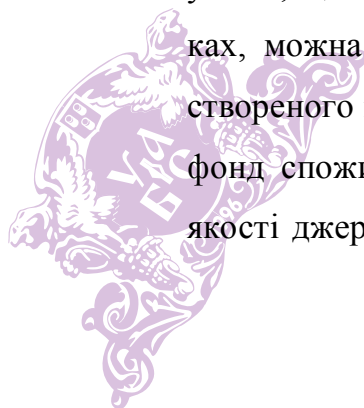
(в межах та поза межами ринку інноваційного інвестування)

(власна розробка)



Попереднє накопичення інвестиційних ресурсів здійснюється за рахунок коштів громадян, внутрішніх джерел суб'єктів господарювання (фонду амортизації, грошового доходу, що передбачений для відновлення використаних обігових фондів, частини прибутку, що спрямована на накопичення з метою розширення виробничого капіталу), кредитних ресурсів з інвестиційного ринку, коштів бюджету та позабюджетних фондів, портфельного інвестування у різних формах, коштів іноземних громадян чи юридичних осіб і коштів спільного інвестування представниками різних держав разом з громадянами та юридичними особами України. Інвестиційні ресурси на досліджуваному ринку як накопичені заощадження, що призначені для вкладання в інноваційні активи, являють собою потенціал інвестиційної активності суб'єктів ринку, формують потенційну інвестиційну пропозицію, яка у майбутньому здатна та має можливість перетворитися в реальну, що задовольняє потреби відтворення капіталу на інноваційній основі.

Мобілізовані та акумульовані інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування пропонуються для використання в інноваційній сфері, таким чином перетворюючись у функціонуючий продуктивний капітал. В процесі інноваційної діяльності відбувається створення нових споживчих вартостей та приріст капітальної вартості, який може мати форму доходу або соціального ефекту. Таким чином, з одного боку, реалізуються цілі інвестиційної діяльності, з іншого – формуються матеріальні та економічні умови для початку нової фази кругообігу інвестиційних ресурсів – товарної (нова споживча вартість виступає товаром або на ринку інноваційних товарів і послуг або на ринку інноваційних факторів виробництва). При цьому утворюється виручка, тобто товарна форма інвестиційних ресурсів перетворюється в грошову. За умови, що інновація як товар в повному обсязі реалізується на товарних ринках, можна стверджувати, що виручка відображає всю споживчу вартість створеного інноваційного товару. Одна частина виручки використовується як фонд споживання, друга – як фонд відшкодування, який накопичується в якості джерела інвестицій, що спрямовуються на відтворення спожитих ви-

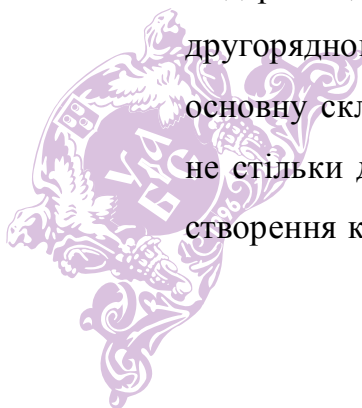


робничого капіталу, основних та обігових коштів, а третя являє собою прибуток, частина якого призначена для інвестування в приріст інвестиційного капіталу, тобто для участі в новому циклі кругообігу інвестиційних ресурсів.

Зацікавлені суб'єкти досліджуваного ринку формують потік інвестицій, що розподіляється на дві частини: по-перше, на ту, що спрямовується безпосередньо в інноваційні заходи, а по-друге, на ту, що забезпечує розвиток інфраструктури цього ринку. В умовах інвестиційних обмежень загальний ефект від інноваційної діяльності істотно залежить від оптимальності розподілу коштів між прямими вкладеннями в інноваційні проекти й витратами на розвиток інноваційної інфраструктури. З урахуванням цього, можна виділити дві головні й взаємодоповнюючі кінцеві цілі руху інвестиційних ресурсів на досліджуваному ринку:

- досягнення результату інноваційної ідеї, вираженого в нових технологіях, знаннях і т.д. (інакше кажучи, метою або пріоритетом є інновація як така – досягнення, продукт, товар, послуга та ін.);
- реалізація процесу інноваційної ідеї через доведення накопичених технологій, знань до товару на ринку, їхнє ефективне використання й, як наслідок – зростання обсягу конкурентоспроможності товарів і послуг (інакше кажучи, метою або пріоритетом є не результат, а процес формування й комерціалізації нововведення).

Існування тісного взаємозв'язку двох виділених вище форм кінцевого результату процесу інноваційного інвестування доведено історично, оскільки в сучасних умовах у всьому світі традиційна науково-технічна політика поступається місцем політиці інноваційній. Це обумовлено тим, що науково-технічна політика довела обмежену ефективність щодо вирішення завдання модернізації економіки, оскільки її фокусом є вироблення нового знання при другорядному значенні впровадження цього знання у виробництво. Між цим, основну складність у промисловому освоєнні тієї чи іншої технології являє не стільки доступ до базових відомостей про неї, скільки розробка процесу створення конкретного інноваційного продукту на її основі, його просування



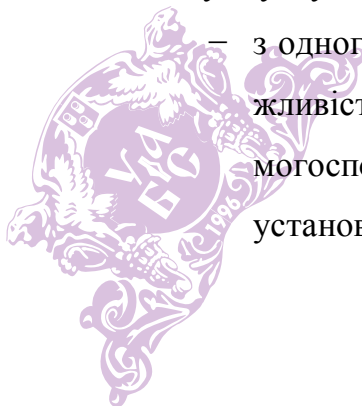
на ринки та вихід виробництва на сталу прибутковість. Крім того, нехтування комерціалізацією інноваційних розробок призводило до дублювання досліджень в науковому та виробничому секторах та неефективності бюджетних витрат на фінансування наукових установ. Інноваційна політика, навпаки, являє собою цілісний підхід, що сфокусований одночасно на створенні та практичному використанні знань, при якому основне значення має комерційна віддача від нових технологій. Значна увага в рамках інноваційної політики приділяється тому економічному середовищу, в якому відбувається інноваційний процес, тоді як науково-технічна політика була націлена на стимулювання конкретних напрямків. Згідно з розробленою на саміті в Лісабоні в 2000 р. стратегії Євросоюзу щодо переходу до «економіки знань», вирішення завдання підвищення наукоємності європейських фірм (відношення витрат на НДДКР до обсягів продажів) полягає вже не стільки в стимулюванні окремих компаній до зростання інвестицій в НДДКР, скільки в формуванні умов для розвитку високотехнологічного бізнесу в цілому.

2.1.3. Формалізація інфраструктури ринку інноваційного інвестування

З точки зору інституціонального підходу ринок інноваційного інвестування являє собою складну цілісну систему, що об'єднує ринкові інституції, організації та індивідів, між якими існують багатопланові зв'язки.

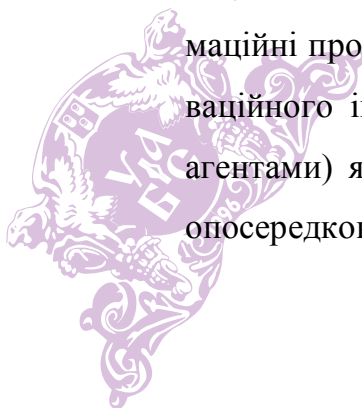
Суб'єктами будь-якого ринку традиційно є продавці і покупці. На нашу думку, суб'єктами ринку інноваційного інвестування можна вважати:

- з одного боку, власників інвестиційних ресурсів, які мають намір та можливість фінансувати інноваційні заходи суб'єктів господарювання (домогосподарства, вітчизняні та закордонні фірми, державу, фінансові установи, включаючи посередників);



- з іншого боку, суб'єктів інноваційної діяльності, які мають завершені або незавершені науково-технічні розробки та потребують фінансових ресурсів для доопрацювання або комерціалізації результатів власної інтелектуальної діяльності.

Головною умовою, що визначає тривалість реалізації процесу фінансово-кредитного забезпечення комерціалізації нововведень та є рушійною силою ефективного функціонування ринку інноваційного інвестування, можна вважати конкурентоспроможність його інфраструктури [222]. На нашу думку, під *інфраструктурою ринку інноваційного інвестування слід розуміти сукупність політичних, економічних, правових, управлінських, фінансових, інформаційних, наукових і інших інститутів цього ринку, що створюють умови для формування та реалізації ефективних механізмів інвестиційного забезпечення інноваційної діяльності суб'єктів господарювання*. Іншими словами, інфраструктура ринку інноваційного інвестування – це система організацій, що забезпечує взаємозв'язок між структурними елементами даного ринку, сприяє вільному руху інвестиційних ресурсів від їх власників до суб'єктів інноваційної діяльності і безперервному протіканню інвестиційних процесів. Саме інфраструктура цього ринку визначає основний порядок практичних дій учасників ринку й всі аспекти здійснення інвестиційних угод. Через інфраструктуру даного ринку й відбувається рух інвестиційних ресурсів у різних формах, акумуляція ресурсів і спрямування вкладень у конкретні інноваційні проекти. Ефективна інфраструктура ринку інноваційного інвестування повинна сприяти скороченню трансакційних витрат при здійсненні операцій щодо трансформації вільних інвестиційних ресурсів в конкретні інноваційні об'єкти. При цьому слід враховувати, що розмір трансакційних витрат суттєво залежить від розміру ринку та від того, є трансформаційні процеси персоніфікованими чи навпаки. Посередники на ринку інноваційного інвестування (у ряді випадків їх називають також фінансовими агентами) являють собою інвестиційні й кредитно-фінансові інститути, що опосередковують процеси перерозподілу інвестиційних ресурсів на ньому.



Розвиток форм і методів діяльності цих посередників на ринку відбувається відповідно до загальних тенденцій спеціалізації інвестиційної інфраструктури й організації самої інвестиційної діяльності. На їх появу і розвиток впливає як зростаючий та ускладнюючийся попит на інвестиційні ресурси, так і розширення джерел пропозиції таких ресурсів.

На нашу думку, *ефективний механізм функціонування інфраструктури ринку інноваційного інвестування повинен відповідати певним вимогам*, основні з яких продемонстровані на рис. 2.4.

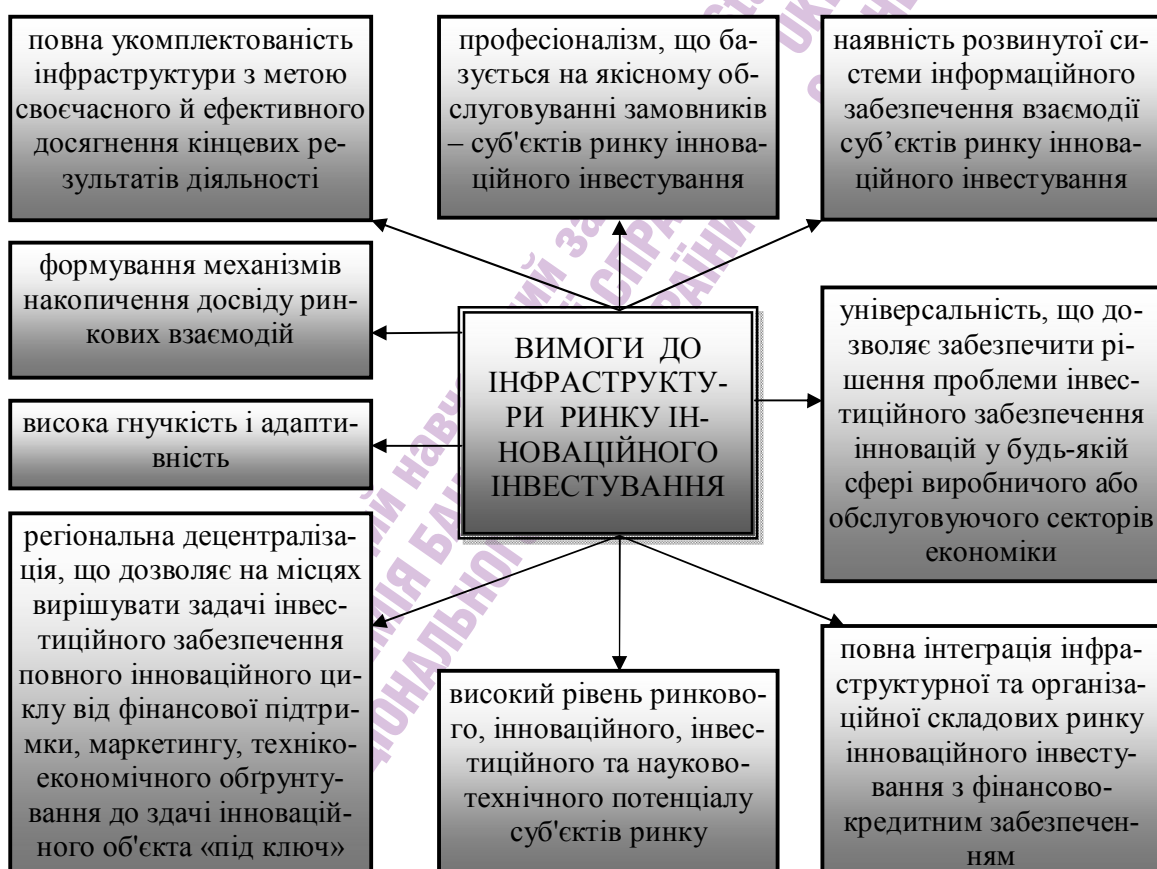


Рис. 2.4. Основні вимоги до інфраструктури ринку інноваційного інвестування (власна розробка)

Інфраструктурні елементи ринку інноваційного інвестування пропонується згрупувати в окремі підсистеми так, як це продемонстровано на рис. 2.5.

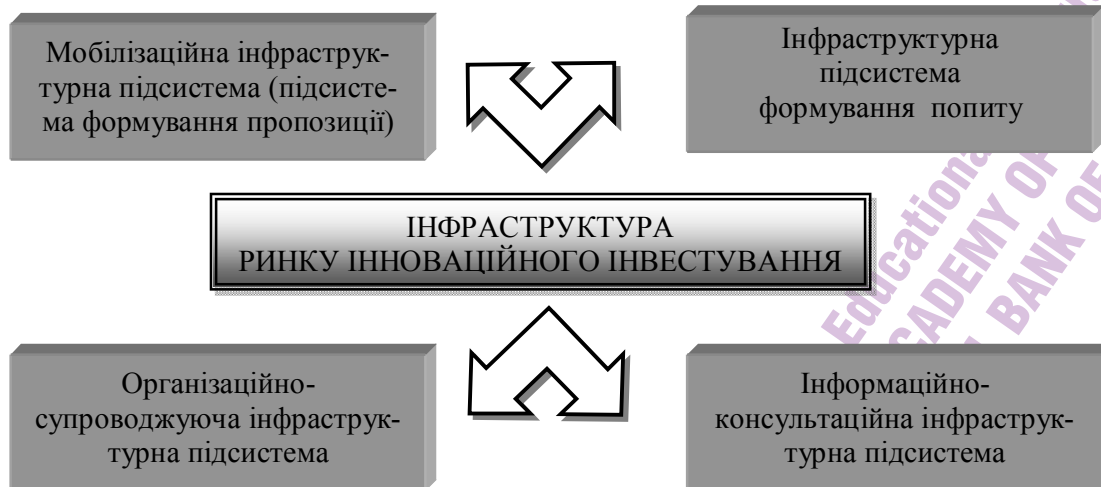


Рис. 2.5. Елементи інфраструктури ринку інноваційного інвестування (власна розробка)

Надамо авторське розуміння сутності та завдань кожної інфраструктурної підсистеми окремо.

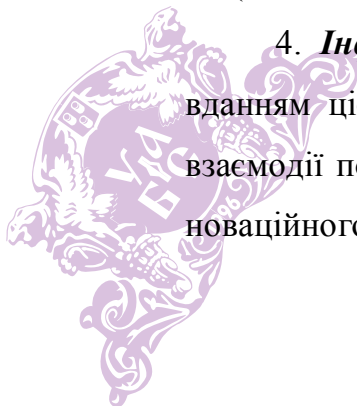
1. **Інфраструктурна підсистема формування пропозиції (мобілізаційна інфраструктурна підсистема).** Завданням цієї підсистеми є формування пропозиції інвестиційних ресурсів на досліджуваному ринку, тобто забезпечення мобілізації та акумуляції інвестиційних ресурсів з метою їх подальшого спрямування до інноваційного сектору економіки. На нашу думку, до цієї підсистеми відносяться: універсальні, а також спеціалізовані інвестиційні та інноваційні банки, ощадно-позичкові асоціації, кредитні спілки (кредитні споживчі кооперативи), взаємні фонди (пайові інвестиційні фонди), юнітрасти, інвестиційні компанії закритого типу, страхові компанії, пенсійні фонди, фонди стартового і венчурного фінансування, бюджетні та позабюджетні фонди підтримки інноваційного підприємництва.

2. **Інфраструктурна підсистема формування попиту.** Завданням цієї підсистеми є визначення об'єкту інвестування, пошук потенційних споживачів інвестиційних ресурсів на досліджуваному ринку, інтеграція їх зусиль щодо виникнення спільного бажання отримати інвестиційні ресурси для здійснення комплексу інноваційних заходів, тобто здійснення комплексу за-

ходів щодо формування попиту на інвестиційні ресурси. На нашу думку, до цієї підсистеми відносяться структури НДДКР усіх рівнів, наприклад, технопарки, технополіси, інноваційно-технологічні центри, навчальні і дослідні господарства, демонстраційні площадки, центри або агентства трансферу технологій, інноваційно-активні (у тому числі техніко-впроваджувальні) економічні зони, фонди підтримки науково-дослідних і дослідно-конструкторських робіт, маркетингові компанії тощо.

3. Організаційно-супроводжуюча інфраструктурна підсистема. Завданням цієї підсистеми є організація процесу супроводження руху й передачі інвестиційних ресурсів у будь-якій формі (коштів, цінних паперів, титулів власності, боргових зобов'язань і вимог, інших фінансових інструментів) від їх власників до суб'єктів інноваційного підприємництва. Інфраструктурні одиниці, що входять до цієї підсистеми, здійснюють, наприклад, розрахунково-касове обслуговування суб'єктів ринку інноваційного інвестування (банківські установи), розрахунки та облік прав на цінні папери, розрахунки з укладання угод на ринку та збереження прав власності (клірингові системи, реєстратори та депозитарії), страхування операцій та угод на цьому ринку (страхові компанії), захист прав на інтелектуальну власність (патентні агенції), експертизу інноваційних науково-технічних, фінансово-економічних, екологічних і інших проектів, пропозицій, заявок (експертні бюро), послуги у сфері метрології, стандартизації й контролю якості (агентства стандартизації), торгівлю ліцензіями (центри трансферу технологій), факторингові та форфейтингові операції (факторингові компанії), допомогу інвесторам здійснити операції щодо купівлі цінних паперів інноваційно-активних суб'єктів ринку (всі типи бірж, організаторів торгівлі та торгові системи), лізингові операції (лізингові компанії), комерціалізацію інтелектуальної власності тощо.

4. Інформаційно-консультаційна інфраструктурна підсистема. Завданням цієї підсистеми є забезпечення інформаційної підтримки процесу взаємодії постачальників та споживачів інвестиційних ресурсів на ринку інноваційного інвестування, спостереження за інвестиційними процесами, у



тому числі, збір і формування банків даних про стан ринку, включаючи використання різної фінансової, комерційної, виробничої й іншої інформації, аналітичну обробку її тощо. На нашу думку, до цієї підсистеми відносяться: організації, що входять до складу державної системи науково-технічної інформації, центри підготовки, перепідготовки й підвищення кваліфікації підприємців і інших учасників інноваційного процесу, бюджетні та позабюджетні фонди підтримки інноваційного підприємництва, органи державної влади, інформаційно-аналітичні системи підтримки інвестиційних рішень, інформаційні агентства, рейтингові агентства, консалтингові агенції, інжинірингові компанії, центри координації, рекрутингові агенції, компанії, що надають послуги щодо пошуку замовника, Інтернет-біржа промислової власності тощо.

Зрозуміло, що *представлений вище поділ на підсистеми є в певній мірі умовним*, оскільки на ринку інноваційного інвестування функціонує цілий ряд суб'єктів, яких за функціональною приналежністю та можливостями можна віднести відразу до декількох інфраструктурних підсистем. Так, наприклад, страхові компанії ми віднесли одночасно до мобілізаційної інфраструктурної підсистеми (оскільки вони акумулюють кошти фізичних та юридичних осіб та є повноцінним постачальником інвестиційних ресурсів на ринок інноваційного інвестування шляхом вкладання їх в корпоративні облигації або акції суб'єктів інноваційної діяльності), а також до організаційно-супроводжуючої інфраструктурної підсистеми (оскільки вони надають супроводжуючі послуги на всьому проміжку переходу фінансових ресурсів від постачальників до споживачів на досліджуваному ринку – послуги страхування будь-яких ризиків). Крім того, слід зазначити, що в одному окремому регіоні неможливо сформувати ефективно функціонуючу ринкову інфраструктуру, тому потрібно враховувати міжрегіональні зв'язки [171].



2.1.4. Визначення товару на ринку інноваційного інвестування

Товар як продукт праці, вироблений не для власного споживання, а для обміну на інші товари, для продажу є основною категорією ринкового господарства. В якості товарів виступають не тільки готові до остаточного споживання матеріальні блага, але також фактори виробництва (земля, праця, капітал) і нематеріальні блага (послуги). Для зручності товарообміну при розвинутих ринкових відносинах використовують гроші, що є еквівалентами будь-яких товарів.

Ринок інноваційного інвестування охоплює великий спектр економічних відносин (щодо акумуляції вільних інвестиційних ресурсів, трансформації їх у реальні капіталовкладення, спрямування сформованого інвестиційного капіталу в матеріальні та нематеріальні об'єкти інноваційної сфери). На нашу думку, у всіх цих випадках *об'єктом купівлі-продажу (товаром) виступають інвестиційні ресурси*, які, як і будь-який інший товар, характеризуються вартістю та споживчою вартістю (корисністю).

Вартість інвестиційних ресурсів як товару на ринку інноваційного інвестування, з точки зору трудової теорії вартості, повинна розглядатися як упредметнена в товарі праця (на їх створення витрачено суспільно необхідну працю). Виходячи з того, що мірою праці є час, вартість інвестиційних ресурсів визначається витратами суспільно необхідного робочого часу, тобто часу, який витрачається за середніх нормальних умов виробництва працівником середньої кваліфікації при середній інтенсивності праці (відповідно до трудової теорії вартості К.Маркса).

На нашу думку, *до складу факторів, що формують вартість інвестиційних ресурсів на ринку інноваційного інвестування, потрібно включити ще й транзакційні витрати цього ринку*. Так, наприклад, великі транзакційні витрати українських фірм, що здійснюють інвестування в інноваційній сфері, призводять до посилення ринкової нерівноваги, за якої має

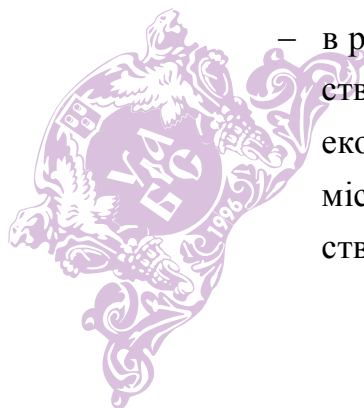


місце скорочення пропозиції винаходів і перспективних дослідних розробок, внаслідок чого уповільнюється науково-технічне оновлення виробництва. Як зазначається в роботі [415], трансакція розглядається як одиниця діяльності, тобто трансакційні витрати пов'язані не з обміном, а з відносинами відчуження та придбання прав власності та свободи, що створені суспільством та мають бути врегульовані ще до того, як товари зможуть бути реально обміняні. Узагальнення теорії Д.Норта, теорії трансакційних витрат, теорії суспільного вибору, теорії угод, а також власні дослідження дають нам можливість стверджувати, що **на ринку інноваційного інвестування трансакції можуть бути зведені до видів**, які представлені на рис. 2.6.

Таким чином, ціна інвестиційних ресурсів формується в процесі обміну та суттєво залежить від тих обставин, в яких він здійснюється. Сама по собі наявність певних ринкових відносин на шляху перетворення інвестиційних ресурсів в інновацію, урахування інвестором не тільки поточної ситуації на ринку, а й майбутніх кон'юнктурних змін, високий рівень неповноти інформації та невизначеності середовища ринку інноваційного інвестування, об'єктивна та суб'єктивна обмеженість інвестиційних ресурсів, придатних для спрямування в інноваційну сферу, опортунізм (зміна пріоритетів) агентів досліджуваного ринку, що виникає внаслідок тривалого терміну кругообігу інвестиційних ресурсів на даному ринку та невизначеності кінцевих результатів, а також інші фактори підвищують вартість інвестиційних ресурсів як товару на ринку інноваційного інвестування.

Корисність (споживча вартість) інвестиційних ресурсів як товару на ринку інноваційного інвестування полягає в наступному:

- інвестиційні ресурси сприяють створенню інноваційних товарів, утворюючи при цьому нову вартість;
- використання інвестиційних ресурсів в інноваційній сфері формує додаткові можливості зростання обсягів цієї сфери;
- в результаті використання в інноваційній сфері інвестиційні ресурси створюють не тільки комерційний результат, а й соціально-економічний ефект, оскільки сприяють формуванню нових робочих місць, поліпшенню умов праці, забезпеченню нових потреб суспільства в інноваційних товарах тощо.



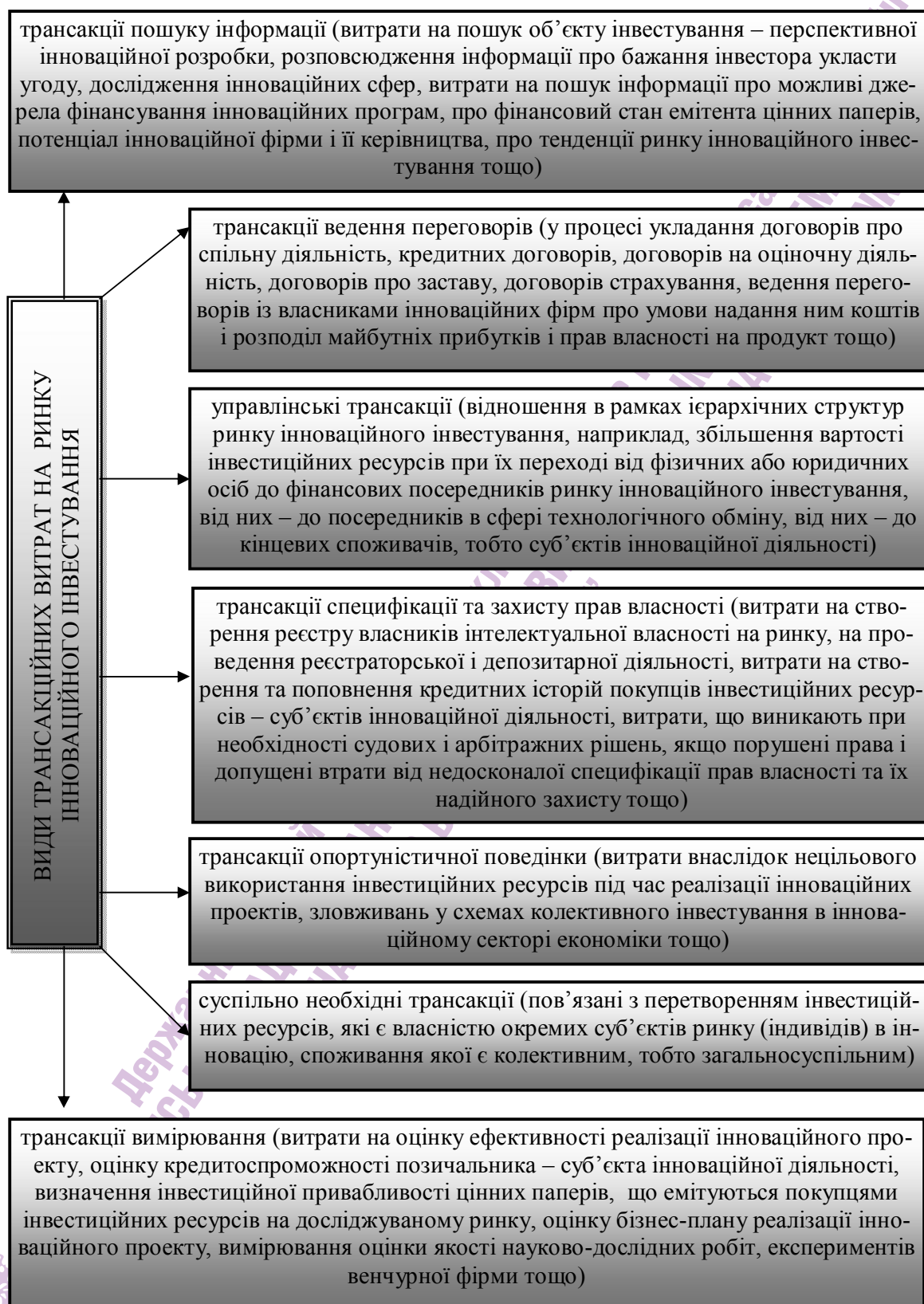


Рис. 2.6. Види транзакційних витрат на ринку інноваційного інвестування

Напрямками використання товару на ринку інноваційного інвестування, тобто об'єктами інвестування є результати інноваційної (інтелектуальної) діяльності в різних формах, авторська класифікація яких продемонстрована на рис. 2.7.

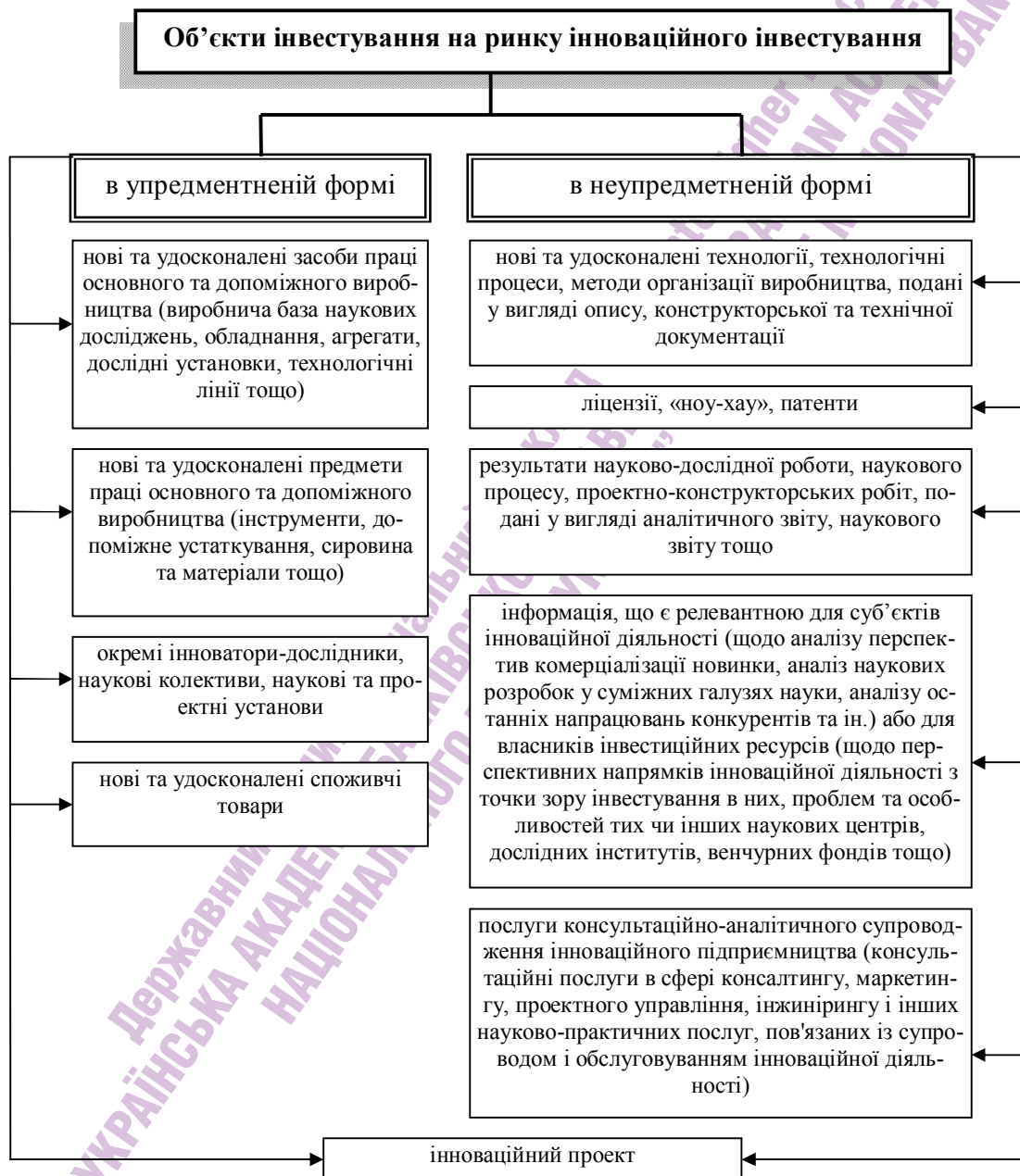


Рис. 2.7. Класифікація об'єктів інвестування на ринку інноваційного інвестування (власна розробка)

Взаємодія між суб'єктами та об'єктами на ринку інноваційного інвестування здійснюється шляхом обміну інвестиційних ресурсів на права

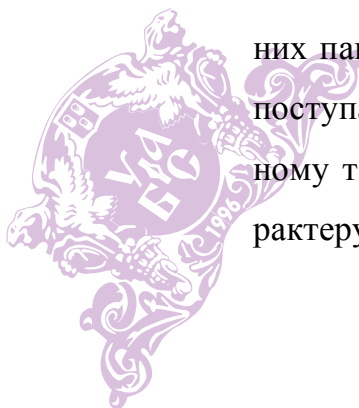
власності на користування об'єктами інноваційної діяльності. Цей обмін відбувається виходячи з очікуваної віддачі в майбутньому, яка повинна перевершувати той рівень доходу, який мають власники інвестиційного капіталу на момент здійснення операції. Саме це і є специфічною особливістю досліджуваного ринку. Інвестиційні ресурси обертаються на ринку інноваційного інвестування у формі боргових зобов'язань, цінних паперів, кредитних коштів, реальних активів тощо. Обертаючись на цьому ринку, фінансові інструменти, що виникли на основі реального капіталу і є його представниками, набувають самостійного значення, власної форми і закономірностей функціонування.

2.1.5. Сегментація ринку інноваційного інвестування

Як і будь-яка складна система, ринок інноваційного інвестування повинен мати певну структуру. Ми пропонуємо сегментувати ринок інноваційного інвестування за допомогою цілого ряду критеріїв, як це продемонстровано на рис. 2.8. Надамо певні пояснення стосовно окремих критеріїв.

За формою трансформації інвестиційних ресурсів в інноваційні заходи в структурі ринку інноваційного інвестування можна виділити:

- *фондовий сегмент* (останнім часом потреби інноваційного сектору економіки в фінансуванні все частіше переважно вирішуються не за рахунок банківських кредитів, а за рахунок емісії власних цінних паперів. Така тенденція є загальною для світового фінансового ринку, оскільки на перші позиції виходить ринок цінних паперів при відносному слабшанні банківської системи. При цьому набуває змін і структура пропозиції цінних паперів: відносно дороге дольове фінансування за допомогою акцій поступається борговому корпоративному запозиченню (менш ризикованому та витратному), зростає частка фондових цінностей похідного характеру та сек'юритизованих фінансових активів (сек'юритизація – це



процес конверсії кредитів в цінні папери та їх самостійного обігу, що є проявом сучасної тенденції дезінтермедиації на фінансових ринках (переважно в США), тобто зниження значення класичних фінансових посередників (універсальних банків) та підвищення значущості інвестиційних банків та фінансових компаній [174]). Інструментами власності в цьому сегменті ринку інноваційного інвестування є акції, опціони акцій, опціонні та ф'ючерсні контракти, варанти та ін.

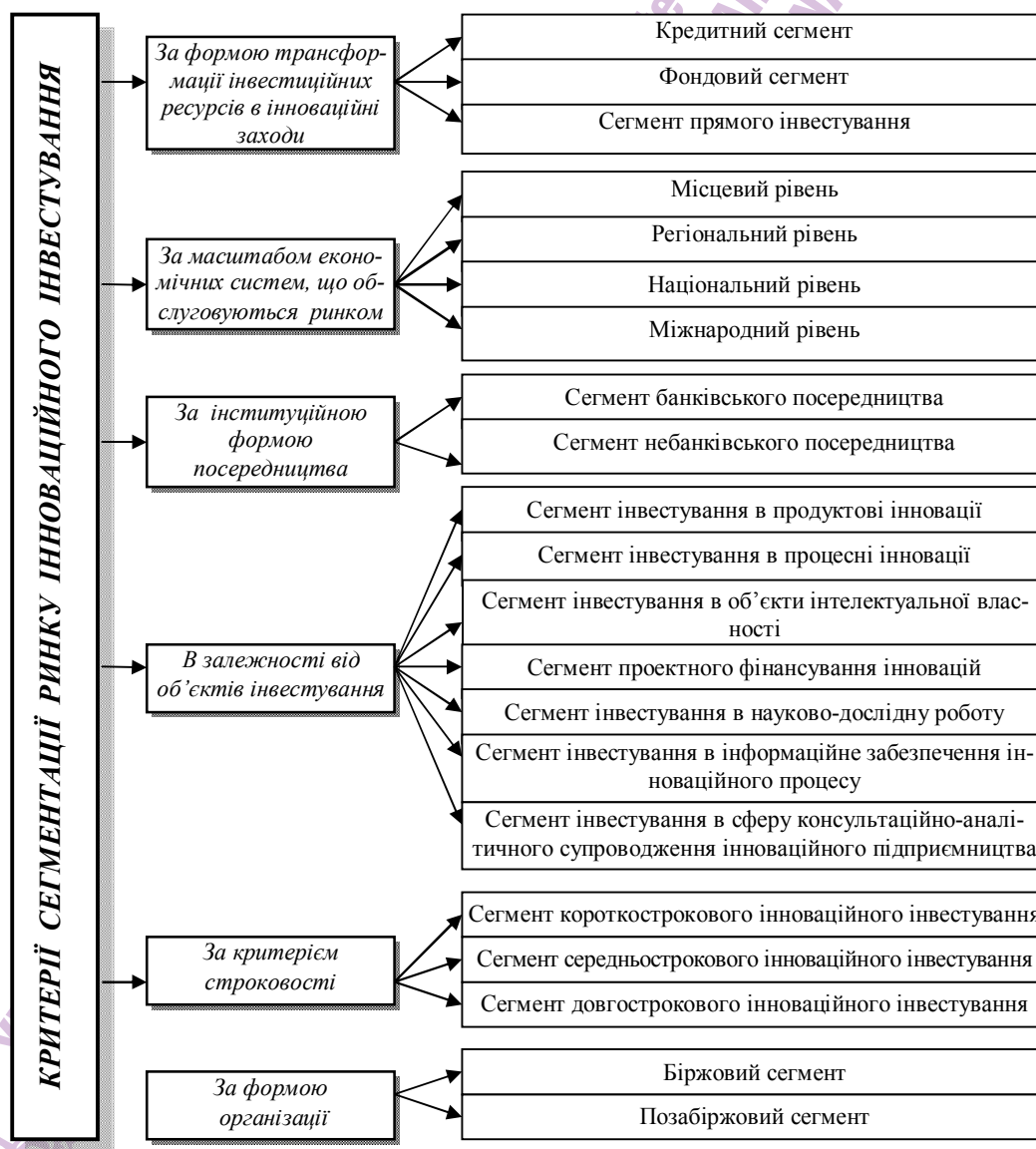


Рис. 2.8. Критерії сегментації ринку інноваційного інвестування
(власна розробка)



Саме цей сегмент досліджуваного ринку повинен стати універсальною забезпечувальною структурою фінансового механізму інвестиційно-інноваційної діяльності, що обумовлено притаманними йому унікальними законодавчо-правовими, інституційними, організаційно-методичними та фінансово-інвестиційними характеристиками, які сприятимуть максимальній концентрації всіх форм фінансування інвестиційно-інноваційної діяльності з різноманітними джерелами походження (ідеться про власні кошти суб'єктів господарювання, державне фінансування та залучені фінансові ресурси);

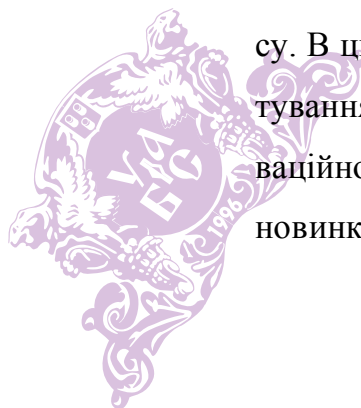
– *кредитний сегмент* (під ним пропонується розуміти сферу економічних відносин між позичальником (суб'єктом інноваційної діяльності) та кредитором (фінансово-кредитною установою), що виникають у зв'язку з рухом грошей на умовах платності, зворотності, строковості та цільового використання. Елементом цього ринкового сегменту можна вважати ринок інструментів інноваційних позичок, до яких можна віднести корпоративні боргові інструменти (облігації), а також середньострокові векселя. Найчастіше джерелом фінансування інноваційної діяльності виступають середньо- та довгострокові кредити універсальних банківських установ, спеціалізованих інвестиційних та інноваційних банків тощо;

– *сегмент прямого інвестування* (під ним пропонується розуміти сферу економічних відносин між власником інвестиційних ресурсів та власником інноваційного товару або фактору його виробництва, в рамках якої обмін платоспроможного попиту покупця права на споживчу цінність, укладену в інновації, відбувається безпосередньо шляхом купівлі, тобто без будь-яких фінансових посередників).

На нашу думку, *в залежності від об'єктів інвестування капіталу*, в структурі ринку інноваційного інвестування можна виділити наступні сегменти:



- сегмент інвестування в продуктові інновації (фінансування процесів розробки та виведення на ринок нових або удосконалених товарів, продуктів);
- сегмент інвестування в процесні інновації (фінансування процесу розробки нової технології, технологічного процесу, нового методу організації виробництва. Вони можуть бути спрямовані на виробництво як нового (інноваційного) товару, так і традиційного (тобто змінюється лише технологія виробництва товару, а його споживчі якості залишаються незмінними). Крім того, технологія сама по собі може виступати товаром на ринку інноваційного інвестування, якщо представляє комерційний інтерес як самостійна ринкова одиниця;
- сегмент інвестування в об'єкти інтелектуальної власності (придбання ліцензій, «ноу-хау», патентів);
- сегмент проектного фінансування інновацій (інвестування повного життєвого циклу інноваційного проекту як відокремлений самостійний вид інвестиційної діяльності. В цьому випадку товаром на ринку є сам проект як комплекс взаємопов'язаних та узгоджених у часі та по ресурсам дій);
- сегмент інвестування в науково-дослідну роботу (мова йде про інвестиційну підтримку безпосередньо наукового процесу: фінансування наукових розробок, дослідних робіт, проектно-конструкторських робіт. У цьому випадку товаром на ринку виступають окремі інноватори-дослідники, наукові колективи, виробнича база наукових досліджень, наукові та проектні установи тощо, які можуть змінювати власника, виконувати певні роботи на замовлення та ін.);
- сегмент інвестування в інформаційне забезпечення інноваційного процесу. В цьому випадку самостійним товаром на ринку інноваційного інвестування виступає інформація, яка ставить інтерес або для суб'єктів інноваційного підприємництва (з позиції аналізу перспектив комерціалізації новинки, аналіз наукових розробок у суміжних галузях науки, аналізу



останніх напрацювань конкурентів та ін.), або для власників інвестиційних ресурсів щодо перспективних напрямків інноваційної діяльності з точки зору інвестування в них, проблем та особливостей тих чи інших наукових центрів, дослідних інститутів, венчурних фондів та ін.;

- сегмент інвестування в сферу консультаційно-аналітичного супроводження інноваційного підприємництва (знання, досвід, консультаційні послуги в сфері консалтингу, маркетингу, проектного управління, інжинірингу і інших науково-практичних послуг, пов'язаних із супроводом і обслуговуванням інноваційної діяльності).

При загальних принципах інвестиційної діяльності ці сегменти розрізняються об'єктами вкладення коштів, що визначає специфіку методів, форм, способів аналізу й оцінки ефективності, надійності, рівня ризикованості інвестицій. Наприклад, сегмент інвестування в об'єкти інтелектуальної власності вимагає порівняно меншого обсягу фінансових ресурсів, оскільки його об'єкти уже пройшли стадії розробки і підготовлені для промислового випуску, оформлені в ліцензії і патенти, у зв'язку з чим процес дослідження не вимагає об'ємного фінансування. На відміну від нього, об'єкти інших сегментів ринку інноваційного інвестування припускають набагато більші обсяги інвестицій для доведення інновації до промислового освоєння, ліцензування і виведення на ринок.

Підводячи підсумок, зазначимо, що викладені в даному підрозділі дисертаційної роботи особливості ринку інноваційного інвестування визначають специфіку взаємного впливу цього ринку на інші ринки, що є структурними елементами економічної системи, формують його виокремлене місце у просторі міжринкової взаємодії, яке і буде визначено в наступному підрозділі дослідження.

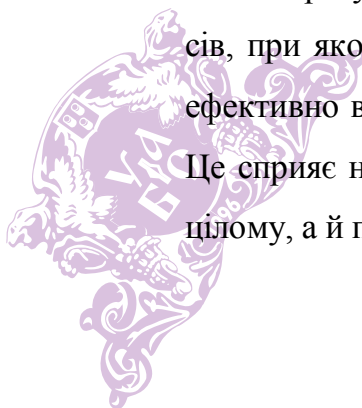


2.2. Місце ринку інноваційного інвестування в системі міжринкової взаємодії

Якщо розглядати ринок з точки зору його функціональної спрямованості, то слід зазначити, що сьогодні він є глибоким та комплексним поняттям, оскільки можна вести мову про систему ринків, тобто сукупність всіх ринків незалежно від критеріїв групування. Між певними видами ринків, їх суб'єктами встановлюються складні (безпосередні або опосередковані) зв'язки, на основі яких формуються закони функціонування ринкової системи в сучасних умовах. Рівень взаємозв'язку між підсистемами загального ринкового середовища обумовлює чіткість функціонування економіки країни.

Виходячи з наведеного в підрозділі 2.1.1 дисертації визначення ринку інноваційного інвестування, ми вважаємо можливим стверджувати, що *він є структурним елементом інвестиційного ринку*. Авторське бачення його місця в системі міжринкової взаємодії демонструє рис. 2.9.

Можна стверджувати, що сьогодні саме фінансовий ринок, на якому грошові ресурси переміщуються від власників заощаджень до позичальників та інвесторів, набуває все більш важливого значення. Об'єктивною передумовою його існування є неспівпадіння потреби у фінансових ресурсах у того чи іншого суб'єкта ринкових відносин із наявними власними джерелами фінансування. Він не просто виконує функцію обміну тимчасово вільних грошових коштів на певні фінансові активи, але і обслуговує товарні ринки та ринки сфери послуг, формує і забезпечує товарно-грошові відносини в багатьох аспектах їх прояву. В загальному вигляді фінансовий ринок відображає попит та пропозицію на фінансові ресурси. Саме на цьому ринку відбувається перелив фінансових ресурсів, при якому вони переміщуються від тих, хто має їх надлишок та не може ефективно використати, до тих, хто їх потребує та використовує продуктивно. Це сприяє не тільки підвищенню продуктивності та ефективності економіки в цілому, а й поліпшенню економічного добробуту кожного члена суспільства.



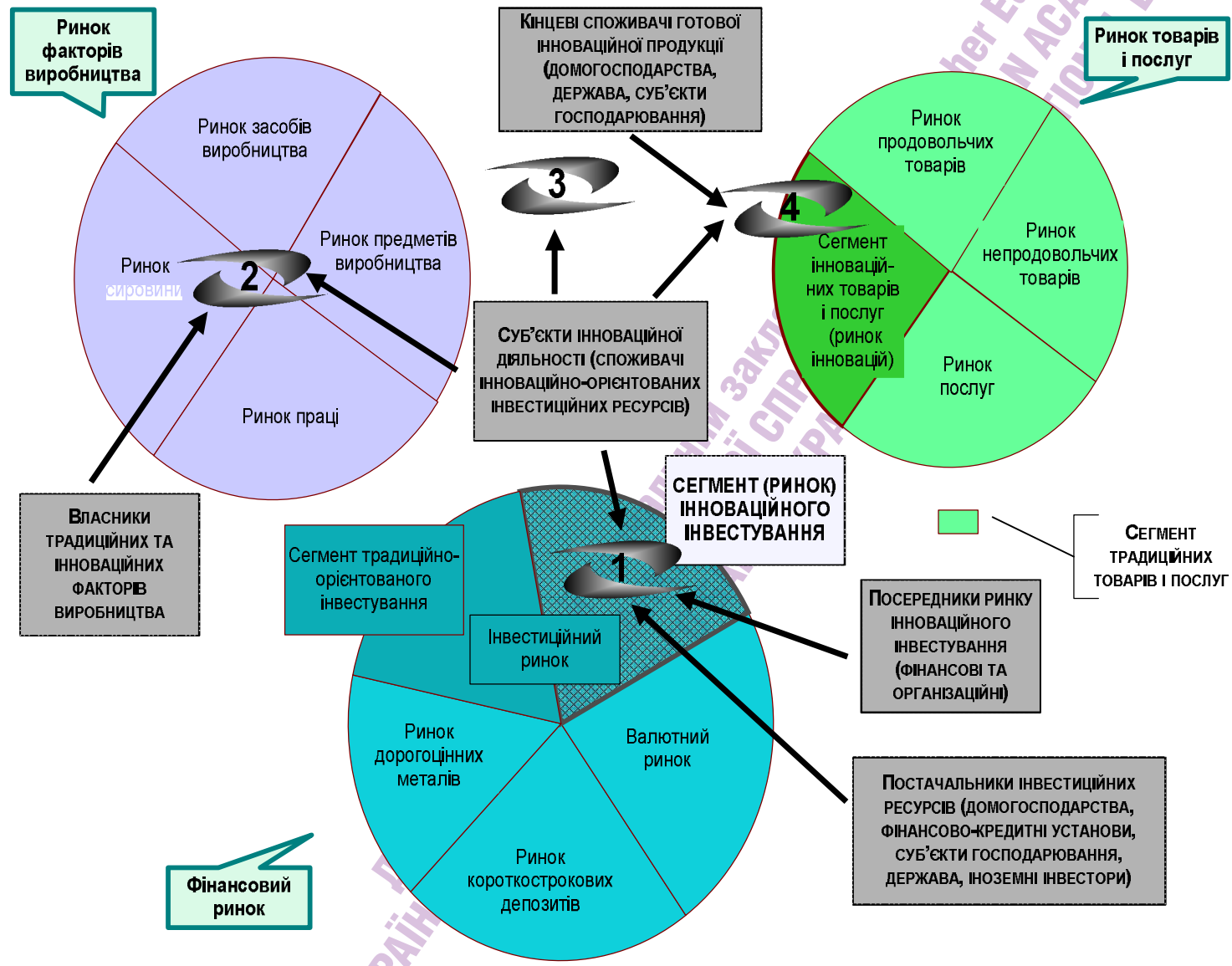


Рис. 2.9. Місце ринку інноваційного інвестування у просторі міжринкової взаємодії (власна розробка)



Досить часто в науковій літературі фінансовий ринок ототожнюють із грошовим або кредитним ринком, інвестиційним ринком, ринком цінних паперів, ринком фінансових послуг. На нашу думку, таке ототожнення не є правомірним, оскільки інвестиційний ринок слід розуміти як складовий елемент фінансового ринку, що представлено на рис. 2.10.

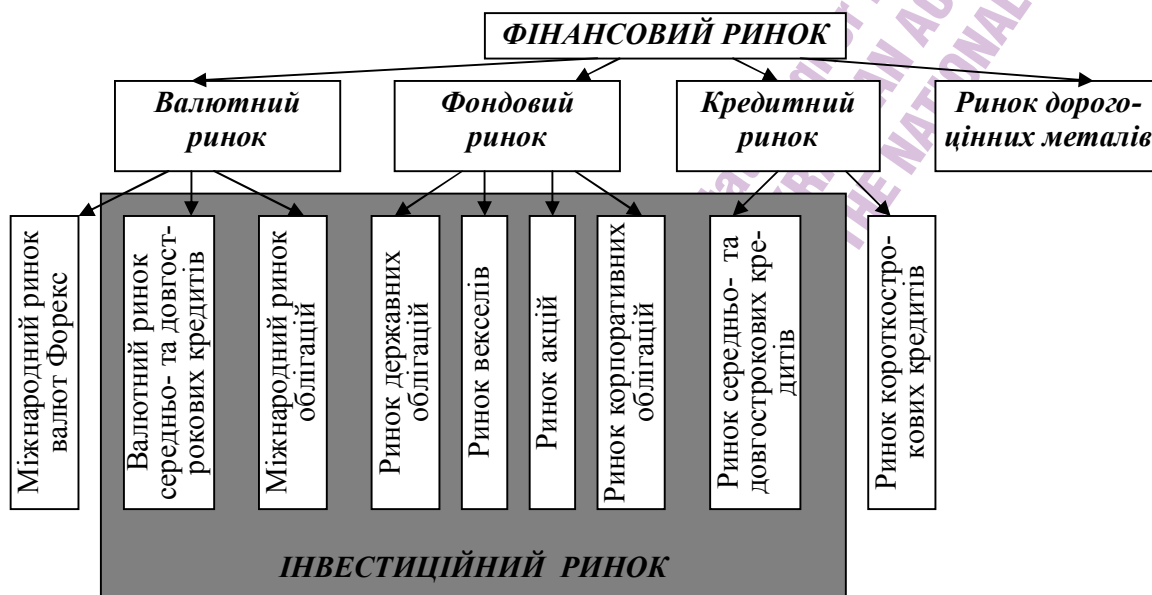


Рис. 2.10. Місце інвестиційного ринку в структурі фінансового ринку

Інвестиційний ринок – це складний механізм функціонування грошових ресурсів, кругообіг яких створює умови для формування й спрямування коштів з метою досягнення ефекту й одержання доходу. У закордонній практиці цей ринок часто ототожнюється з фондовим ринком, тому що основними формами інвестицій там є інвестиції в цінні папери. В роботі [220] взагалі окремо не виділяється поняття інвестиційного ринку, а мова йде про ринок капіталів.

Слід зауважити, що на сьогоднішній день в економічній літературі, на жаль, немає єдиної думки щодо визначення інвестиційного ринку. Як відзначається в роботі [272], він являє собою систему суб'єктів економіки (джерел і споживачів інвестицій, організаційних і інформаційних посередників) і їхніх відносин, метою яких є залучення (мобілізація) інвестиційних ресурсів, акуму-

ляція їх у конкретні інвестиції й вкладення останніх у найбільш ефективні інвестиційні проекти. Як відзначають окремі дослідники, у найбільш вузькому, хоча й найбільш частому розумінні, під ним розуміють ринок інвестиційних товарів (всіх видів активної частини основних фондів) і інвестиційних послуг (будівельно-монтажних робіт). У той же час, на думку ряду авторів [60, 200, 219], даний ринок варто розглядати більш широко – як ринок об'єктів інвестування у всіх формах, тобто як сукупність окремих ринків: об'єктів реального й фінансового інвестування, що продемонстровано на рис. 2.11.

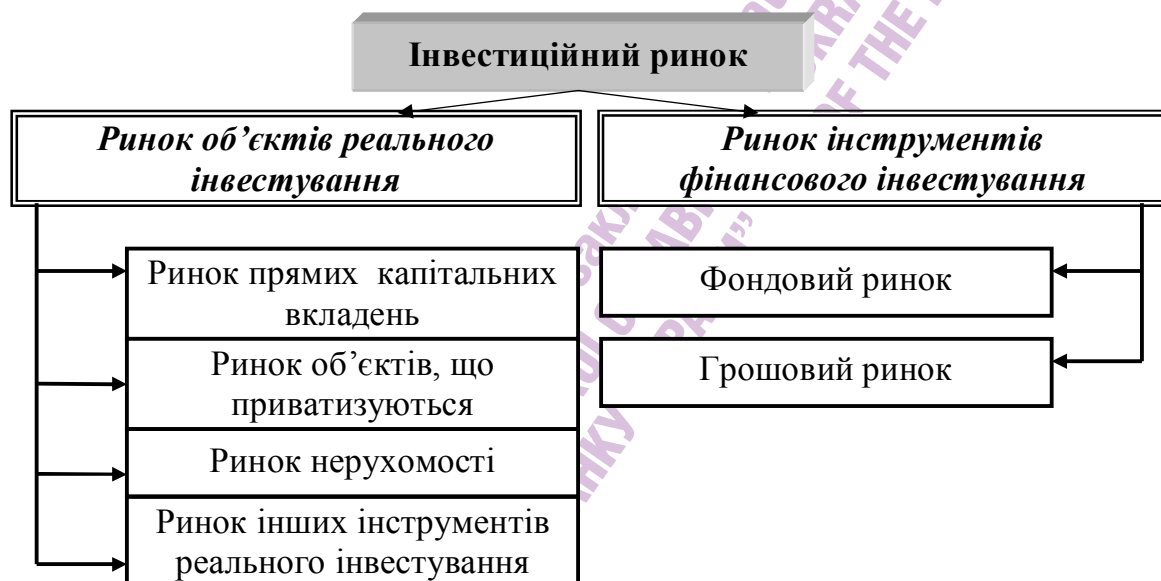


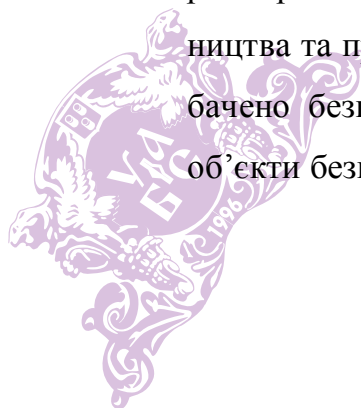
Рис. 2.11. Структура інвестиційного ринку [60, 200, 219]

При дослідженні сутності інвестиційного ринку особливу актуальність здобуває питання про його взаємозв'язок з ринком позичкового капіталу, в рамках якого виділяють грошовий ринок і ринок капіталу [178, 385]. Перший – це ринок, що підтримує кругообіг промислового капіталу за допомогою впливу на ліквідність економічних суб'єктів і стан грошового обігу, а другий – це ринок, завдяки якому нівелюються негативні наслідки тривалого нагромадження ресурсів, що передує реалізації інвестиційних проектів. Інвестиційний ринок є складовою частиною ринку позикового капіталу, однак при цьому має власну природу й специфіку як досить вузький сегмент цього ринку. Він виконує функцію акумуляції й розподілу грошового капіталу з метою

забезпечення економіки необхідними ресурсами завдяки організації кругообігу позикового капіталу без порушень у нормальному кругообігу капіталу промислового. Він концентрує практично весь комплекс інвестиційних відносин за винятком первісного формування й безпосереднього використання інвестиційних ресурсів у процесі виробництва. Як відомо, товаром на інвестиційному ринку є інвестиційні ресурси, однак, оскільки на ньому вони обертаються в грошовій формі, що забезпечує їх абсолютну замінність, то можна стверджувати, що по своїй суті товаром на інвестиційному ринку є ніщо інше, як позичковий капітал. Як досить вузький сегмент ринку позикового капіталу, інвестиційний ринок являє собою базову підсистему ринку капіталу, що забезпечує подолання порушень кругообігу промислового капіталу, викликаних необхідністю вилучення з нього частини додаткової вартості і її наступного нагромадження для розвитку виробництва. Завданням ринку позикового капіталу є забезпечення функціонування й розвитку товарного виробництва шляхом підтримки нормального кругообігу промислового капіталу.

Як вже зазначалося вище, ми пропонуємо розуміти ринок інноваційного інвестування як складовий елемент інвестиційного ринку. Спроба виділення інноваційної складової в структурі інвестиційного ринку була зроблена в роботі [404], де поряд з ринками об'єктів реального та фінансового інвестування запропоновано виділяти ринок об'єктів інноваційного інвестування, що продемонстровано на рис. 2.12.

Авторський підхід, який викладено в даній дисертаційній роботі, принципово відрізняється від продемонстрованого на рис. 2.12 (робота [404]). Відповідно до авторського підходу інвестиційні ресурси, отримані на ринку інноваційного інвестування, використовуються для придбання факторів виробництва, які, в свою чергу, вже потім будуть використані для виробництва та продажу інновації (див. рис. 2.9), в той час як в роботі [404] передбачено безпосереднє вкладання фінансових ресурсів в кінцеві інноваційні об'єкти безпосередньо на досліджуваному ринку.



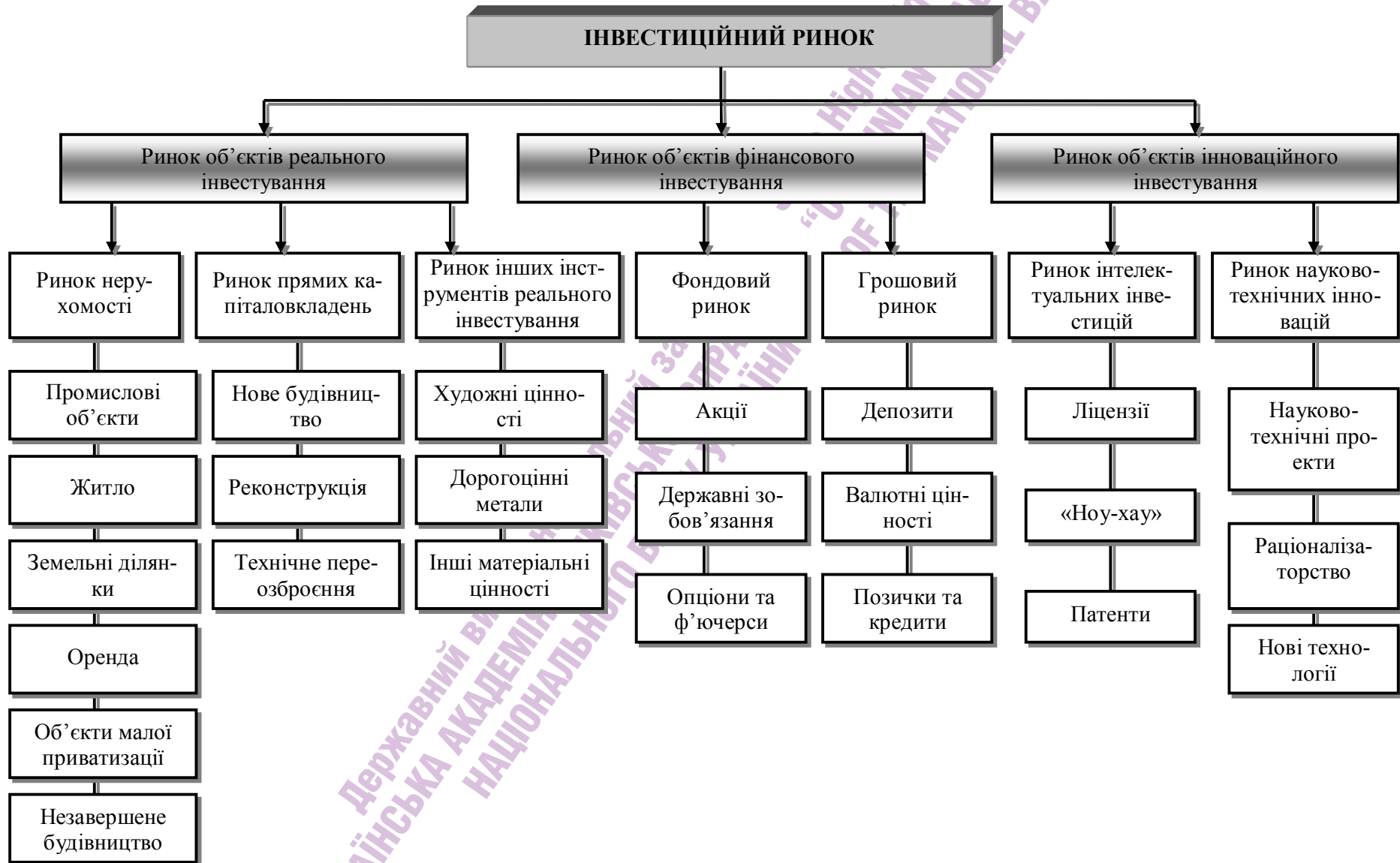


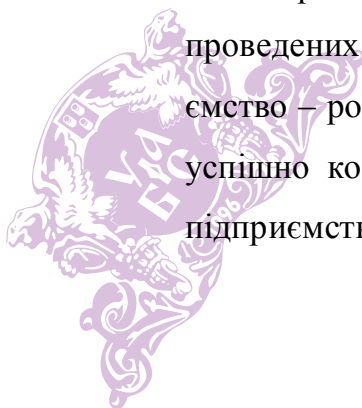
Рис. 2.12. Структура інвестиційного ринку [404]



На рис. 2.9 позначка «1» демонструє, що саме на ринку інноваційного інвестування відбувається взаємодія постачальників та споживачів інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів, які в подальшому використовуються суб'єктами інноваційної діяльності для придбання факторів виробництва (позначка «2»).

На нашу думку, в рамках ринку факторів виробництва теж можна умовно виділити сегменти традиційних та інноваційних факторів виробництва. Під *сегментом інноваційних факторів виробництва* ми пропонуємо розуміти сукупність економічних відносин між продавцем (власником інноваційних засобів та предметів виробництва, нових типів сировини, а також працівником як носієм інноваційних якостей на ринку праці) та покупцем – фірмою, що має бажання впровадити зазначені фактори виробництва у власний виробничо-комерційний процес, в результаті чого буде створена інноваційна продукція (позначка «3» на рис. 2.9).

Весь спектр економічних відносин із приводу купівлі-продажу інноваційних факторів виробництва (результатів наукової, інноваційної діяльності і надання послуг у цій сфері) можна узагальнити в понятті “технологічний обмін” або “передача (трансфер) технологій”. В основі такого підходу лежить сучасне розуміння сутності технології, що містить у собі як технічні засоби, систему відповідних навичок і знань, так і фінансові, матеріально-технічні, кадрові й інформаційні ресурси, виробничу культуру, систему адекватного управління, соціальне і природне середовище, у якій реалізується технологічний процес, а також систему соціально-економічних наслідків (насамперед – екологічних). Продавці (розроблювачі) і покупці інноваційних факторів виробництва зіштовхуються з однієї і тією же проблемою – проблемою ефективного трансферу і комерціалізації накопиченого науково-технічного заділу і проведених нових НДДКР. Трансфер розробок має місце тоді, коли підприємство – розроблювач нової технології по тим або іншим причинам не може успішно комерціалізувати науково-технічні проекти, уступаючи їх іншому підприємству, або ж здійснює цілеспрямовану діяльність по нетрадиційному



використанню цих результатів в інших галузях або областях застосування. Залучення в господарський оборот результатів науково-технічної діяльності й об'єктів інтелектуальної власності в сфері науки і технологій (трансфер технологій) являє собою здійснюваний у законодавчо встановлених умовах процес передачі прав на використання результатів науково-технічної діяльності (новацій як носіїв нових цінностей – вартості) іншим суб'єктам інноваційної діяльності [252]. Передача технології може здійснюватися в різних формах, різними способами і по різних каналах, вона може передаватися на комерційній і некомерційній основі, бути внутрішньоорганізаційною, внутрішньодержавною і міжнародною. У таблиці 2.1 представлена узагальнена класифікація форм передачі технологій.

Як видно з рис. 2.9, ми не обмежуємо спектр операцій, виділених позначкою «2», лише рамками придбання інноваційних факторів виробництва. На нашу думку, з метою подальшого виробництва інноваційної продукції на ринку факторів виробництва суб'єкти інноваційної діяльності можуть купувати не тільки інноваційні (нову техніку, технологію тощо), а й традиційні фактори виробництва (сировину, інструменти, техніку, робочу силу).

Після закінчення процесу виробництва (створення) інноваційної продукції (позначка «3» на рис. 2.9), тобто коли процес інвестування в інноваційні розробки вже закінчений, нововведення набуло форму товару на ринку, має відповідну споживчу цінність та власника, суб'єкти інноваційної діяльності зіштовхуються з необхідністю її комерціалізації. Ми виділяємо два напрямки подальшого використання інновації:

- власне споживання, тобто задоволення власних виробничих або комерційних потреб за рахунок інноваційної продукції;
- продаж на ринку товарів і послуг (позначка «4» на рис.2.9).

Ринок товарів і послуг являє собою систему економічних відносин між продавцями та покупцями з приводу руху товарів і послуг, які задовольняють споживчий (платоспроможний попит населення) та інвестиційний (підприємницький) попит макроекономічних суб'єктів. Головними діючими особами



Форми передачі технологій на ринку

Форма передачі технологій	Складові елементи	Характеристика
<i>(за рівнем регламентації і договірних відносин)</i>		
Некомерційна форма передачі технологій	<ul style="list-style-type: none"> – спеціальна література, комп'ютерні банки даних, патенти, довідники; – конференції, виставки, симпозиуми, семінари; – навчання, стажування, практика; – перехресне ліцензування на паритетній основі; – міграція вчених і фахівців з наукових у комерційні структури і навпаки. 	Основний потік передачі технологій припадає на некомерційну, непатентоспроможну інформацію – фундаментальні дослідження, наукові відкриття і незапатентовані винаходи. Здійснюється вільно і не має потреби в договірному правовому оформленні і регламентації.
Комерційна форма передачі технологій	<ul style="list-style-type: none"> – продаж технології в матеріалізованому вигляді; – прямі інвестиції, а також будівництво, реконструкція, модернізація підприємств і виробництв, що їх супроводжують; – портфельні інвестиції; – продаж патентів; – продаж ліцензій на усі види запатентованої промислової власності, крім товарних знаків; – продаж ліцензій на незапатентовані види промислової власності – “ноу-хау”, секрети виробництва, технологічний досвід і ін.; – спільне проведення дослідно-конструкторських робіт, науково-виробнича кооперація; – інжиніринг. 	Оформлюється у вигляді договору (ліцензійного, про науково-технічне співробітництво, про спільне виробництво або договору купівлі-продажу).
<i>(за напрямком передачі технологій)</i>		
Вертикальна форма передачі технологій	-	Міжорганізаційний процес, що здійснюється по стадіях циклу “дослідження – виробництво”.
Горизонтальна форма передачі технологій	-	Внутрішньоорганізаційний процес передачі інформації з однієї наукової сфери в іншу.
<i>(за кількістю учасників і рівнем їхньої участі) [360]</i>		
Активна форма передачі технологій	-	Посередником між сторонами, що передають та приймають технологію, обов'язково виступає яка-небудь нейтральна організація, що бере на себе обов'язок допомогти продавцю знайти більш вигідного покупця його технології.
Пасивна форма передачі технологій	-	Виробник технології сам шукає собі партнера, приймаючи на себе всі ризики як щодо ініціювання інновацій, так і щодо їх комерційної реалізації.

на ньому виступають товаровиробник, споживач, а також посередник, який організує їх взаємодію. Сучасний ринок товарів і послуг обслуговує розгалужену систему оптових та роздрібних торговельних структур, товарних бірж, торгових будинків, різноманітних посередницьких, дилерських та дистрибуторських фірм, які здійснюють зв'язок між виробником та споживачем. Як зазначалося в підрозділі 1.2.1 даної дисертаційної роботи, в рамках ринку товарів та послуг можна умовно виділити сегменти традиційних та інноваційних товарів і послуг. Під *сегментом інноваційних товарів та послуг* ми пропонуємо розуміти форму економічних відносин між власником інновації і покупцем права володіння, користування і розпорядження нею, в результаті яких здійснюється еквівалентний обмін платоспроможного попиту покупця на споживчу вартість, що міститься в науково-технічній продукції.

Сегмент інноваційних товарів і послуг досліджуваного ринку має свою специфіку, авторське розуміння якої продемонстровано на рис. 2.13.

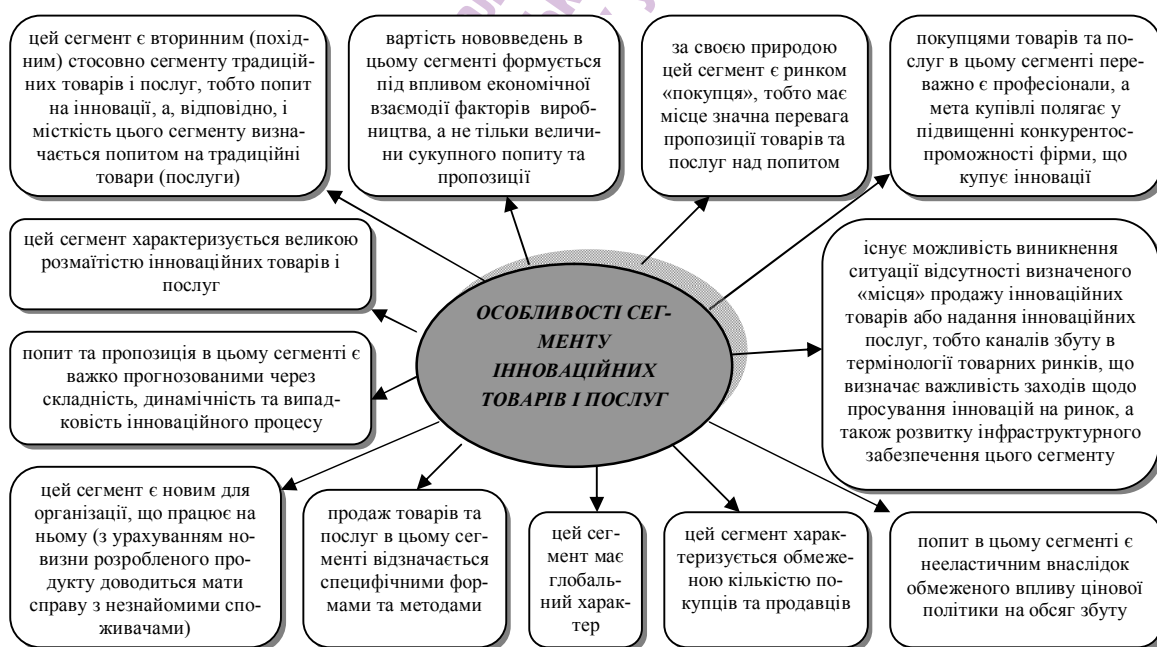


Рис. 2.13. Специфічні особливості сегменту інноваційних товарів і послуг в структурі ринку товарів і послуг (власна розробка)



Обсяг світового ринку інноваційних товарів оцінюється в цей час в 2 трлн. 300 млрд. дол. США. Із цієї суми на частку США доводиться 39%, Японії – 30%, Німеччини – 16%, а частка України становить менше 0,1%.

В сегменті інноваційних товарів і послуг товаром можна вважати інновацію. Інновація як товар на ринку має певні особливості, оскільки вона є результатом інтелектуальної (науково-дослідної, науково-технічної й інноваційної) діяльності. Вона може бути визнана товаром, якщо виступає засобом поглиблення, розширення й одержання нових знань, а її використання забезпечує економію витрат суспільної праці при збереженні споживчої вартості матеріального продукту, створеного на її основі [37, 378, 407, 305, 256, 155]. На нашу думку, найсуттєвішою ознакою, яка дозволяє ідентифікувати ту чи іншу інновацію як товар на досліджуваному ринку є її здатність приносити дохід. Іншими словами, інноваційна ідея, яка не має потенціалу комерціалізації, не може вважатися товаром. Результати НДДКР при їх реалізації на ринку повинні відповідати усім вимогам, що висуваються до товару як до елементу ринкового механізму, але при цьому відрізняються рядом **особливостей**, основні з яких представлені на рис. 2.14.

Як видно з рис. 2.14, інновація як товар характеризується цілим рядом суттєвих труднощів при визначенні ціни (при будь-якому підході до ціноутворення), які пов'язані:

- зі специфікою науково-технічної розробки та наявністю інтелектуальної складової;
- з великою кількістю невизначених факторів. Із всього різноманіття типів інновацій, що виділяють у вітчизняній та закордонній економічній літературі, достатньо точно можна розрахувати лише економію витрат за рахунок запровадження нового методу виробництва, коли відома або підлягає більш-менш точному розрахунку собівартість продукції, що виробляється за допомогою старого та нового методу виробництва. Введення нового продукту передбачає відповідне завоювання певного сегменту ринку для нього, що пов'язане з витратами, які далеко не завжди



піддаються точному розрахунку. Доходи та прибутки за рахунок відкриття нового ринку збуту товарів можна оцінити потенційною ємністю ринку, але такі розрахунки можуть вказати лише на порядок розрахунку-

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

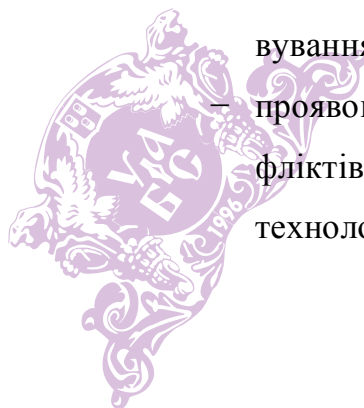


Особливістю ринкової невизначеності на ринку інноваційних товарів і послуг є майже повна відсутність або суттєво більший рівень неповноти інформації щодо характеру і ступеня задоволення тієї або іншої потреби ринку за допомогою нової наукомісткої продукції (у порівнянні з іншими типами ринків). У випадку появи на ринку принципово нової продукції важко передбачити реакцію споживача через його непроінформованість про свої запити. Ринкова невизначеність обумовлена наступними факторами:

- споживач ще не знає, якою мірою інноваційна продукція може задовольнити його потреби або в якому ступені нові продукти краще від вже існуючих;
- поведінка споживача інноваційного товару піддається впливу багатьох факторів і не може бути передбачуваною;
- у випадку визнання споживачем переваг інноваційної продукції виникає проблема її сумісності з іншою продукцією, що вже використовується споживачем;
- важко спрогнозувати швидкість, масштаби поширення нововведення і насичення ним попиту, визначити ємність потенційного ринку і наміри конкурентів.

Технологічна невизначеність на ринку інноваційних товарів і послуг полягає у відсутності у виробника впевненості в тому, чи зможе продукція задовольнити усвідомлені запити потенційних споживачів, та обумовлена цілим рядом важкопрогнозованих умов, що впливають на положення і поведінку виробника, а саме:

- нестабільністю і нерозвиненістю каналів реалізації інноваційної продукції і погрозою зриву встановлених і погоджених термінів її постачання;
- невизначеністю можливостей післяпродажного і гарантійного обслуговування;
- проявом непередбачених побічних ефектів, що несуть у собі ризик конфліктів із законодавством і громадськістю у випадку використання нової технології;



- складністю визначення своєчасності виходу нової продукції на ринок, на якому ще досить товарів, до яких звик споживач [252].

2.3. Теоретичні основи моделювання макроекономічних індикаторів ринку інноваційного інвестування

Загально визнано, що досліджуючи будь-який ринок, потрібно визначити його основні макроекономічні індикатори, до яких традиційно відносять:

- попит (представлену на ринку потребу в товарах, обумовлену кількістю тих або інших товарів, які споживачі можуть купити при сформованих цінах і грошових доходах);
- пропозицію (кількість товарів, що є у продажу при даній ціні);
- рівновагу на ринку (зміна співвідношення між попитом та пропозицією породжує коливання ринкових цін навколо так званої ціни рівноваги, через які встановлюється той рівень ціни, при якому забезпечується рівновага попиту та пропозиції, а в остаточному підсумку – рівновага виробництва й споживання);
- ціну (зміна відносних цін слугує орієнтиром для виробника при визначенні необхідності зміни обсягів виробництва, впливає на вибір технології виробництва й продажу, визначає, ким при даному рівні доходів буде спожитий продукт);
- конкуренцію (бажання кожного підприємця щодо максимізації прибутку та розширення масштабів господарської діяльності призводить до взаємної боротьби підприємців за найбільш вигідні умови виробництва й збуту товарів, зростання обсягів виробництва, і, в остаточному підсумку, спричиняє появу або зростання конкуренції).

Визначимо основні макроекономічні індикатори ринку інноваційного інвестування. Формування рівноважних ставки відсотку та обсягів інвес-



тицій на ринку інноваційного інвестування логічно ув'язується з формуванням попиту на ресурси та пропозиції ресурсів на ньому.

Дослідимо механізм формування пропозиції на ринку інноваційного інвестування. Вона формується за рахунок інвестиційного капіталу з боку інвесторів, що виступають в ролі продавців на ньому. Незважаючи на розмаїття форм інвестицій (як відомо, інвестиційний капітал становлять елементи капітальних цінностей, що можуть набувати як матеріальну, так і грошову форму), усі вони є результатом накопичення капіталу.

Як зазначалося в підрозділі 1.2.2 даного дисертаційного дослідження, за авторською пропозицією інвестиційні витрати поділяються на традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані. На нашу думку, формування сукупних фінансових ресурсів для здійснення обох видів витрат в економічній системі здійснюється за загальними принципами. Це пов'язано з тим, що вихідним положенням є поділ існуючих грошових ресурсів на дві частини:

- реальні грошові залишки (кількість грошей у реальному вираженні);
- інвестиційні гроші (ресурси, що інвестуються, приймаючи своєрідну кредитну форму та приносячи відповідний відсотковий дохід).

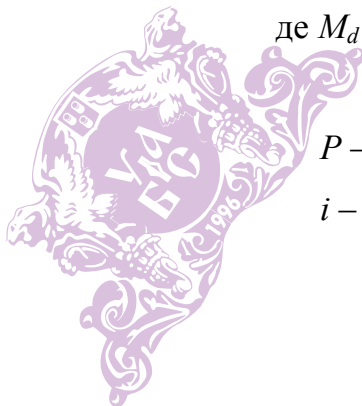
Так, *відповідно до кейнсіанської теорії*, визначальними мотивами формування попиту на гроші є операційний, застережний та спекулятивний, причому останній безпосередньо пов'язаний з ринковою відсотковою доходністю інвестицій: чим вищою є ця ставка, тим меншим стає попит на гроші. У формалізованому вигляді це можна представити наступним чином (слід звернути увагу, що ліва частина формули представляє собою безпосередньо попит на гроші):

$$\frac{M_d}{P} = F(i, Y), \quad (2.1)$$

де M_d – необхідна грошова маса для придбання виготовлених товарів та послуг за визначений період;

P – рівень цін в економіці;

i – рівень процентних ставок;



Y – рівень реального доходу населення.

Відповідно до монетаристської теорії залежність попиту на гроші модифікована з урахуванням сподіваного доходу на гроші. Такий підхід враховує розвиток фінансових інструментів безпосередньо грошового ринку, які забезпечують дохід навіть на грошові ресурси, що не інвестуються, а перебувають в ліквідній формі (наприклад, нарахування відсотків банками на залишках на поточних рахунках фізичних та юридичних осіб). Визначена факторна залежність має такий вигляд:

$$\frac{M_d}{P} = F(Y, r_b - r_m, r_e - r_m, inf - r_m), \quad (2.2)$$

де r_b – сподіваний дохід на облігації;

r_m – сподіваний дохід на гроші;

r_e – сподіваний дохід на звичайні акції;

inf – сподіваний темп інфляції.

В нашому дослідженні принциповим є загальновизнана наявність оберненої залежності між рівнем відсоткових ставок та попитом на гроші і відповідно – прямої залежності між рівнем відсоткових ставок та величиною ресурсів, що спрямовуються на інвестиції (іншими словами – пропозицією інвестиційних ресурсів в економіці). Графічно визначену залежність представлено на рис. 2.15.

Згідно із запропонованою у підрозділі 1.2.2 даного дисертаційного дослідження класифікацією, ми розглядаємо традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані інвестиційні ресурси. Виходячи з цього, сукупна пропозиція інвестиційних ресурсів в економіці ($S_{I_{сук}}$) складе:

$$S_{I_{сук}} = S_{I_{тр}} + S_{I_{інн}}, \quad (2.3)$$

де $S_{I_{тр}}$, $S_{I_{інн}}$ – відповідно пропозиція традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів в економіці.



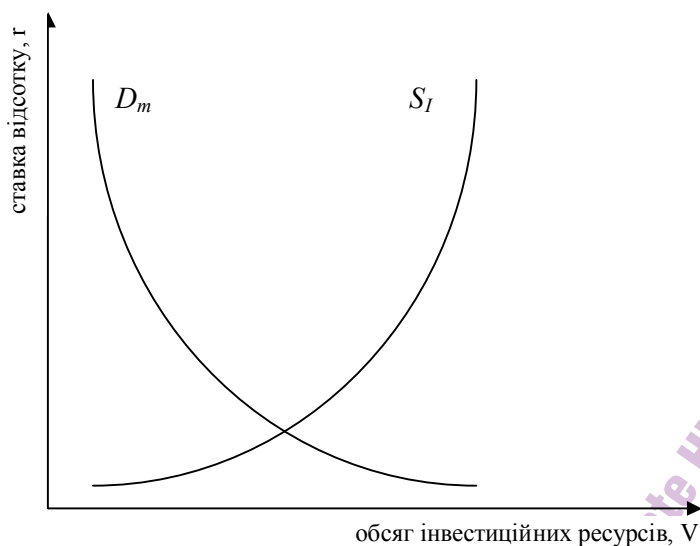
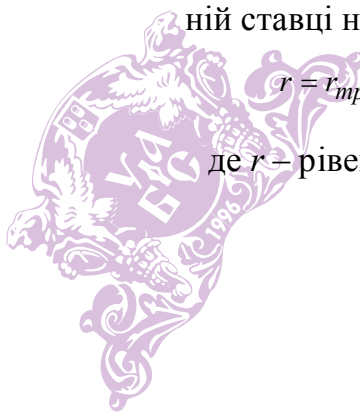


Рис. 2.15. Залежність попиту на гроші (D_m) і пропозиції інвестиційних ресурсів (S_I) від ставки відсотку

Загальні принципи формування пропозиції фінансових ресурсів на сегменті традиційно орієнтованого інвестування та ринку інноваційного інвестування будуть однаковими. Отже, в залежності від найбільш суттєвого фактору – відсоткової ставки на відповідному ринку – робимо висновок, що залежність обсягів обох видів інвестиційних ресурсів за умови раціональної поведінки економічних суб'єктів в ринкових умовах зворотно пропорційна. При цьому **зростання відсоткової ставки в сегменті традиційно орієнтованого інвестування буде сприяти переливу капіталу на ринок інноваційного інвестування і навпаки**. Таким чином, **обсяг інноваційно орієнтованих інвестицій** прямо пропорційно залежить від розміру відсоткової ставки на сегменті традиційно орієнтованого інвестування та **зворотно пропорційний величині відсоткової ставки на ринку інноваційного інвестування**. В економіці в цілому розмір відсоткової ставки буде дорівнювати середньозваженій ставці на досліджуваних ринках, тобто:

$$r = r_{tr} * \rho_{I_{tr}} + r_{inn} * \rho_{I_{inn}}, \quad (2.4)$$

де r – рівень ставки відсотку в економіці;



r_{mp} , r_{inn} – відповідно рівні ставки відсотку на сегменті традиційно орієнтованого інвестування та ринку інноваційного інвестування;

$\rho_{I_{mp}}$, $\rho_{I_{inn}}$ – відповідно частки традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих інвестицій в сукупних інвестиціях, причому:

$$\rho_{I_{mp}} = \frac{I_{mp}}{I_{сук}}, \quad (2.5)$$

$$\rho_{I_{inn}} = \frac{I_{inn}}{I_{сук}}, \quad (2.6)$$

$$I_{сук} = I_{inn} + I_{mp}, \quad (2.7)$$

де I_{mp} , I_{inn} , $I_{сук}$ – відповідно обсяги традиційно орієнтованих, інноваційно орієнтованих та сукупних інвестицій в економіці.

В узагальненому вигляді при дослідженні будь-якої кількості сегментів інвестиційного ринку такий розрахунок буде мати наступний вигляд:

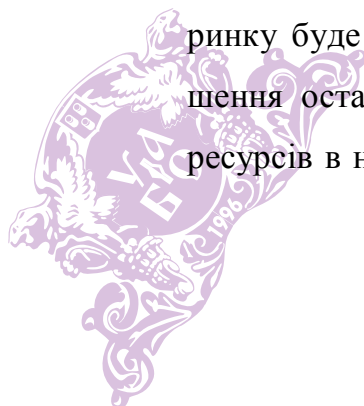
$$r = \sum_{n=1}^N r_n * \rho_{I_n}, \quad (2.8)$$

де N – загальна кількість досліджуваних сегментів інвестиційного ринку;

ρ_{I_n} – частка обсягу інвестицій n -го виду (відповідного сегменту) в сукупному обсягу інвестицій;

r_n – рівень ставки відсотку на інвестиції n -го виду на відповідному ринковому сегменті.

Суттєвим фактором впливу на сукупні інвестиції в економіці, а відповідно – і на пропозицію інвестиційних ресурсів на ринку інноваційного інвестування, є величина реального доходу населення. Наприклад, в теорії управління активами вона розглядається як сукупне багатство економічних суб'єктів. Відзначимо, що залежність обсягів інвестицій на будь-якому ринку буде прямо пропорційна від розміру реального доходу. Тобто збільшення останнього пропорційно збільшує обсяги пропозиції інвестиційних ресурсів в нашому випадку на традиційному та інноваційному сегментах ін-



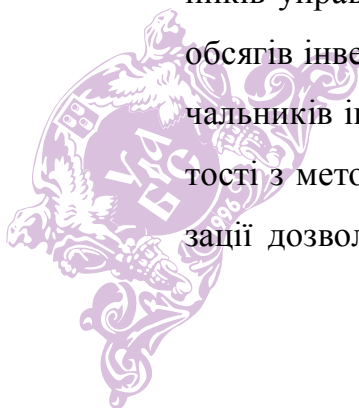
вестиційного ринку у відповідності до існуючої структури та граничної схильності до відповідних видів інвестування.

Потрібно відзначити *фактори, що будуть впливати на розподіл позицій між традиційно орієнтованими та інноваційно орієнтованими інвестиційними ресурсами*. На нашу думку, до основних з них можна віднести:

- державне регулювання інвестиційних витрат;
- ступінь конкуренції на традиційному та інноваційному сегментах інвестиційного ринку;
- інноваційну орієнтованість розвитку економіки в цілому.

Як зазначалося в підрозділі 1.2.3 даного дисертаційного дослідження, важливим чинником інноваційно орієнтованого розвитку економіки є відповідна спрямованість *державної політики*. Вона впливає на забезпечення конкурентоспроможності економіки на міжнародному рівні в довгостроковому періоді через фінансування, в першу чергу, фундаментальної науки та НДДКР. При цьому потрібно відзначити незначну залежність таких витрат від ринкової відсоткової ставки. Ключовими факторами, що будуть впливати на пропозицію фінансових ресурсів на ринку інноваційного інвестування з боку держави, можна визнати сукупні державні доходи, що залежать від величини ВВП та рівня його оподаткування, регламентації інноваційної спрямованості державних видатків, рівнів розвитку науки в країні та поєднання наукового та промислового розвитку тощо. Потрібно звернути увагу на *відсутність безпосередньої конкуренції між досліджуваними сегментами ринку інвестування за державні ресурси та залежності від дохідності цих вкладень*.

Ступінь конкуренції на ринку визначає можливість будь-кого з учасників управляти процесами встановлення рівноважних відсоткової ставки та обсягів інвестиційних ресурсів. Чим вища монополізація ринку з боку постачальників інвестиційних ресурсів, тим більше вірогідність завищення їх вартості з метою отримання надприбутків. В той же час, підвищення монополізації дозволяє збільшити концентрацію інвестиційних ресурсів у невеликої



кількості учасників, що спричиняє можливість інвестування в більш ризикові проекти та стадії інвестиційного процесу. Це позитивно впливає на обсяги приватних інвестицій на етапах розробки та початкового впровадження ідей, маркетингу інновацій тощо. Таким чином, *зростання ступеня монополізації ринку інноваційного інвестування може призводити до зростання рівноважної відсоткової ставки, але водночас збільшувати обсяги інвестицій в початкові етапи інноваційного розвитку* з метою отримання конкурентних переваг, компенсуючи ризик таких вкладень зростанням вартості ресурсів.

Для оцінки ступеня монополізації ринку інноваційного інвестування можна використовувати декілька показників. В першу чергу, така оцінка базується на знаходженні індексів концентрації ($I_{кон}$) як суми ринкових часток невеликої кількості найбільших фірм (зазвичай, трьох) в сукупному обсязі досліджуваного ринку:

$$I_{кон} = \frac{\sum_{n=1}^{KI_{кон}} q_n}{\sum_{n=1}^N q_n}, \quad (2.9)$$

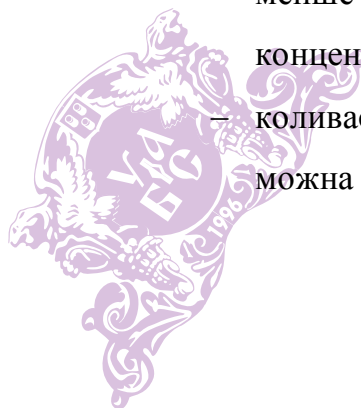
де q_n – частка n -го учасника на ринку інноваційного інвестування;

$KI_{кон}$ – кількість учасників, які мають найбільші частки ринку інноваційного інвестування, що відібрані для розрахунку індексу концентрації;

N – загальна кількість учасників ринку інноваційного інвестування.

Якщо індекс концентрації (який розраховується для трьох учасників, що мають найбільші частки ринку):

- менше за 0,45 – то ринок інноваційного інвестування можна вважати неконцентрованим;
- коливається в межах 0,45-0,7 – то ринок інноваційного інвестування можна вважати помірно концентрованим;



– вище за 0,7 – то ринок інноваційного інвестування можна вважати висококонцентрованим.

Також в нашому дослідженні можна використати індекс Герфіндаля ($I_{Гер}$), за яким визначається сума квадратів часток всіх фірм, що діють на ринку:

$$I_{Гер} = \sum_{n=1}^N q_n^2. \quad (2.10)$$

Для конкурентного ринку значення цього індексу наближається до нуля, а для монопольного ринку – до одиниці.

При аналізі макроекономічних індикаторів ринку інноваційного інвестування та оцінці ступеня монопольної влади суттєве значення має індекс Лернера, який пов'язує можливість отримання додаткових прибутків з рівнем ринкової конкуренції та розраховується наступним чином:

$$I_{Лер} = \frac{P - MC}{P}, \quad (2.11)$$

де P – ціна одиниці продукції;

MC – граничні витрати на виготовлення продукції.

За авторською пропозицією індекс Лернера для ринку інноваційного інвестування можна розраховувати таким чином:

$$I_{Лерінн} = \frac{r_{інн} - MR_{інн}^{рес}}{r_{інн}}, \quad (2.12)$$

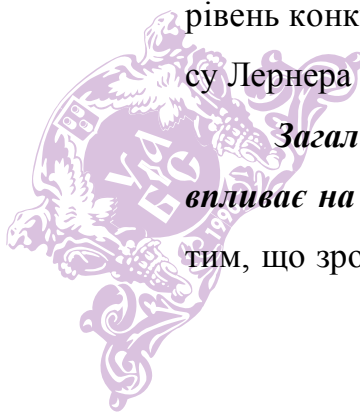
де $I_{Лерінн}$ – індекс Лернера для ринку інноваційного інвестування;

$r_{інн}$ – рівень відсоткової ставки на ринку інноваційного інвестування;

$MR_{інн}^{рес}$ – гранична вартість, за якою формується інвестиційна база, що призначена для ринку інноваційного інвестування.

Значення цього показника коливається в межах від 0 до 1. Чим вище рівень конкуренції на ринку інноваційного інвестування, тим значення індексу Лернера ближче до нуля.

Загальний інноваційно орієнтований розвиток економіки також впливає на поведінку інвесторів на досліджуваному ринку. Це пов'язано з тим, що зростання темпів інноваційного розвитку зменшує очікуваний ризик



таких вкладень, формуючи позитивне мислення щодо інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат у інвесторів. Останні будуть надавати більшу перевагу ринку інноваційного інвестування, порівняно з традиційно орієнтованими інвестиціями, якщо спостерігається стійка тенденція до підвищення ступеню інноваційного розвитку економіки, що може бути пов'язане не тільки зі зменшенням ризику, а й з падінням очікувань щодо надприбутковості подібних інвестицій. Для кількісної оцінки ступеня інноваційності економічного розвитку можна використовувати як окремі показники, що визначають обсяги виробництва інноваційних товарів та послуг в сукупному обсязі виробництва, обсяги інноваційно орієнтованих інвестицій в сукупних інвестиціях, частку інноваційно орієнтованих витрат в ВВП (ЧВП) тощо, так і інтегральний показник, що буде враховувати відповідну експертну оцінку впливу кожного з обраних показників.

Таким чином, виходячи з попередніх міркувань, функцію пропозиції інвестиційних ресурсів на ринку інноваційного інвестування з урахуванням впливу на формування сукупних інвестицій інфляції та очікуваної вартості грошей пропонується представити як:

$$S = f(PД, r_{инн}, r_{тп}, r_2, G_{инн}, M_s, ВР_{инн}, КР, \varepsilon_s), \quad (2.13)$$

де S – пропозиція інвестиційних ресурсів на ринку інноваційного інвестування;

$PД$ – загальний рівень добробуту в країні;

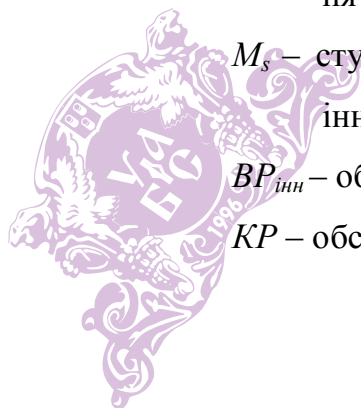
$r_{тп}, r_{инн}, r_2$ – відповідно рівні реальних ставок відсотку на сегменті традиційно орієнтованого інвестування, ринку інноваційного інвестування та грошовому ринку;

$G_{инн}$ – обсяг державних інвестиційних витрат, спрямованих на фінансування інноваційної діяльності;

M_s – ступінь монополізації постачання інвестиційних ресурсів на ринок інноваційного інвестування;

$ВР_{инн}$ – обсяг власних ресурсів інноваційно-активних підприємств;

$КР$ – обсяг довгострокових кредитних ресурсів в економіці;



ε_S – інші фактори формування пропозиції.

Дослідимо механізм формування попиту на ринку інноваційного інвестування. Згідно з традиційним визначенням, попит – це форма вираження потреби, представлена на ринку і забезпеченої відповідними коштами. Розмір попиту залежить від ціни продукції і платоспроможності споживачів. Попит на ринку інноваційного інвестування формується суб'єктами інноваційної діяльності, що виступають в ролі покупців.

На нашу думку, особливістю попиту на ринку інноваційного інвестування є:

- той факт, що він може виходити з власне наукового співтовариства, промисловості або від суспільства в широкому його розумінні;
- відсутність забезпеченості попиту, тобто інноваційна ідея може існувати сама по собі, не маючи будь-якого матеріального підтвердження.

На ринку інноваційного інвестування можна розрізнити два види попиту:

- потенційний (формальний) попит, який формує інноваційний потенціал і є джерелом для майбутньої інноваційної діяльності;
- конкретний попит, що відбиває реалізацію реальних намірів суб'єктів інноваційної діяльності.

На нашу думку, **саме другий вид попиту і виступає на ринку інноваційного інвестування своєрідним поштовхом для формування пропозиції інвестиційного капіталу.** Іншими словами, суб'єктам інноваційної діяльності необхідні інвестиції, а інвесторам – інновації (вигідні об'єкти вкладення коштів). Об'єднання цих потреб і створює умови для одержання ефекту на досліджуваному ринку.

В контексті здійснюваного дослідження певний інтерес представляє аналіз черговості та особливостей формування попиту та пропозиції на сегменті традиційно орієнтованого інвестування та ринку інноваційного інвестування. Викладемо авторський погляд на цю проблему.



Формування попиту на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування базується на необхідності фінансувати потреби виробників інноваційних товарів. Зазначимо, що принципи такого формування є аналогічними для обох досліджуваних нами типів інвестицій: традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих. Разом з тим, попит на сегменті традиційно орієнтованого інвестування та ринку інноваційного інвестування генерує сукупний попит на інвестиційному ринку в економіці. Але в межах загального інвестиційного ринку *між традиційним та інноваційним сегментами існує конкуренція за отримання фінансових ресурсів*. Отже, якщо робити висновок щодо формування пропозиції та попиту фінансових ресурсів на інвестиційному ринку в економіці, то потрібно відзначити особливості цих процесів.

Інвестиційні ресурси накопичуються на рівні економіки, а потім розподіляються на окремі сегменти, в тому числі формуючи пропозицію ресурсів на ринку інноваційного інвестування з урахуванням факторів, що розглядалися вище. У спрощеному вигляді цей процес можна представити так, як це відображено на рис. 2.16.



Рис. 2.16. Послідовність формування пропозиції інвестиційних ресурсів в економіці та на окремих сегментах інвестиційного ринку



Формування попиту на інвестиційні ресурси в економіці, на відміну від пропозиції, базується на формуванні попиту на окремих сегментах інвестиційного ринку. Отже логічна послідовність діаметрально протилежна тій, що характерна для пропозиції цих ресурсів. Схематично формування попиту на інвестиційні ресурси представлено на рис. 2.17.

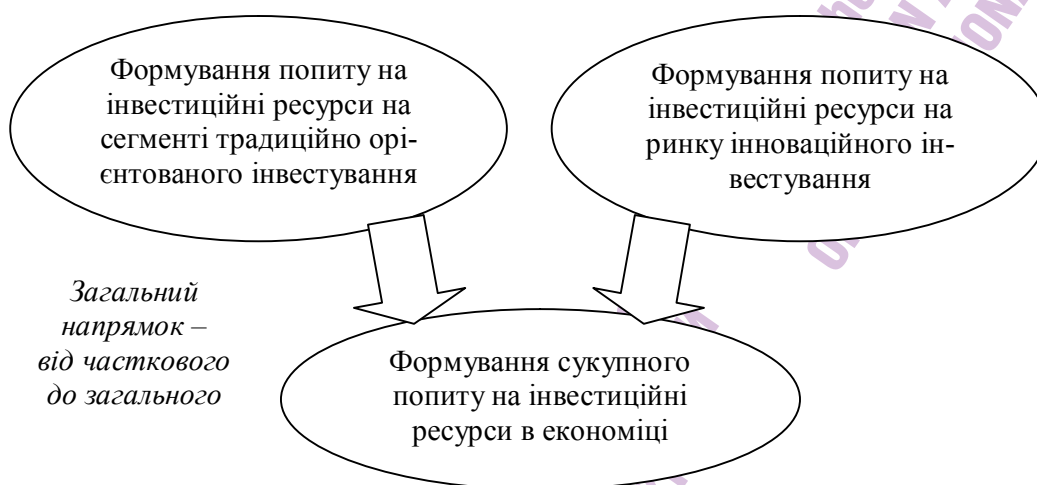
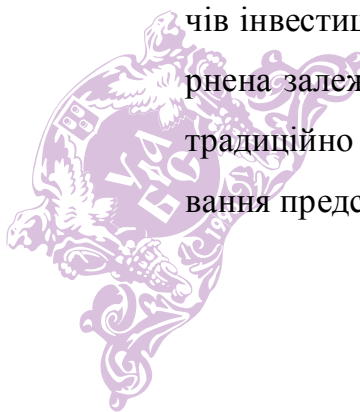


Рис. 2.17. Послідовність формування попиту на інвестиційні ресурси в економіці та на окремих сегментах інвестиційного ринку

Виходячи із сутності інвестиційних ресурсів та зазначеної вище відповідності принципів формування попиту на інвестиційні ресурси для сегментів інвестиційного ринку, визначимо **фактори, що впливають на величину попиту на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування**.

Ключовим з них буде **вартість інвестиційних ресурсів**. Чим вона вища, тим меншими будуть кількість та обсяги напрямків використання інвестицій, дохідність яких відповідає вимозі прибутковості діяльності користувачів інвестиційних ресурсів – суб'єктів інноваційної діяльності. Графічно об'єднана залежність попиту на інвестиційні ресурси від їх вартості на сегменті традиційно орієнтованого інвестування та на ринку інноваційного інвестування представлена на рис. 2.18.



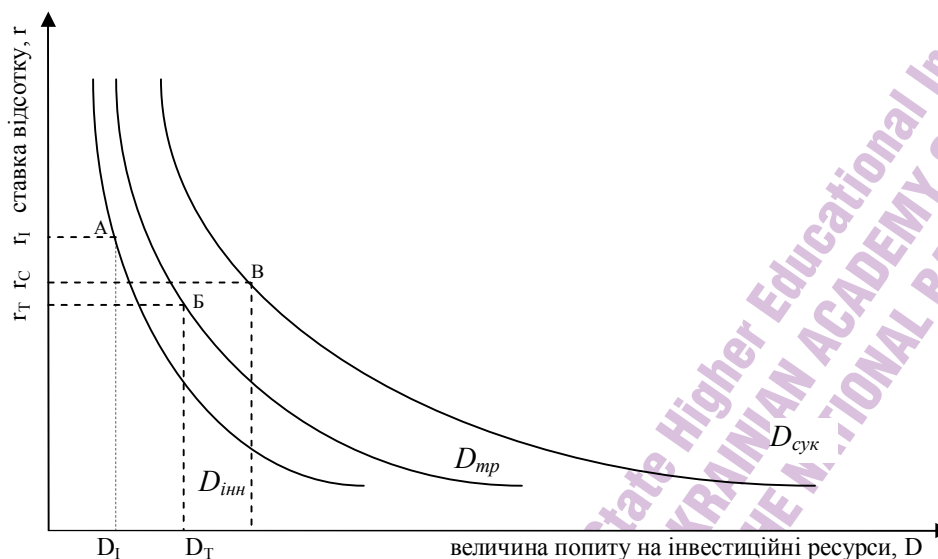


Рис. 2.18. Залежність величини попиту на інвестиційні ресурси від вартості цих ресурсів на ринку інноваційного інвестування ($D_{інн}$) й сегменті традиційно орієнтованого інвестування ($D_{тр}$), а також в економіці в цілому ($D_{сук}$)

Зазначимо, що цей графік відображає якісну залежність величини попиту на інвестиційні ресурси від їх вартості. За умови значного інноваційного розвитку країни величина попиту на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування може значно перевищувати аналогічний попит на сегменті традиційно орієнтованого інвестування, а отже крива ($D_{інн}$) буде розташовуватися правіше за криву ($D_{тр}$). При цьому можлива ситуація, за якої через значно більше зменшення проектів, що забезпечують реальну дохідність на сегменті традиційно орієнтованого інвестування, попит на інвестиційні ресурси на ньому буде значно швидше скорочуватися при зростанні відсоткової ставки, ніж попит на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування. А значно більша кількість проектів на сегменті традиційно орієнтованого інвестування, які забезпечують відносно невелику дохідність, буде спричиняти значне зростання попиту на інвестиційні ресурси на ньому при зменшенні відсоткової ставки. Тому криві попиту на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування й сегменті традиційно орієнтованого інвестування можуть навіть перетинатися (рис. 2.19).

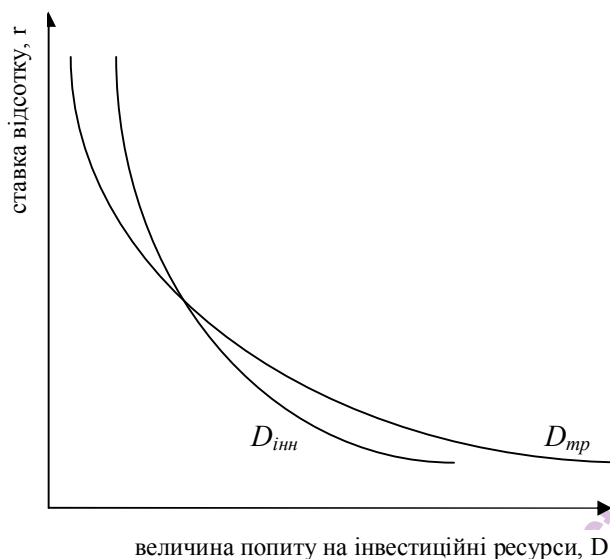


Рис. 2.19. Перетинання кривих попиту на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування й сегменті традиційно орієнтованого інвестування

Саме тому значно важливіше той факт, що за вихідних стабільних умов, тобто визначеної кількості проектів з відомими рівнями дохідності та величиною інвестиційних потреб, існує можливість встановити граничні значення залежності обсягів інвестиційного попиту на ринку інноваційного інвестування (а також на сегменті традиційно орієнтованого інвестування) від зміни ставки відсотку:

$$D_{інн,гр} = \frac{\Delta D_{інн}}{\Delta r} = D'_{інн}(r), \quad (2.14)$$

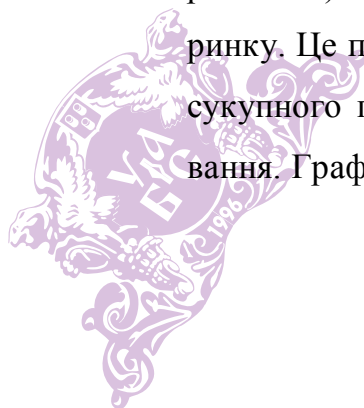
$$D_{тр,гр} = \frac{\Delta D_{тр}}{\Delta r} = D'_{тр}(r), \quad (2.15)$$

де $D'_{інн,гр}$, $D'_{тр,гр}$ – відповідно величини граничного попиту на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування та сегменті традиційно орієнтованого інвестування.

Формування рівноважних ставок відсотку як вартості інвестиційних ресурсів на досліджуваних сегментах інвестиційного ринку відбувається у взаємозв'язку, але у конкретних, притаманних кожному сегменту умовах. Саме тому, як зазначалося вище, ці рівноважні ставки відсотку для кожного

ринку можуть відрізнятись. Величину сукупного попиту на інвестиційні ресурси для цього випадку графічно представлено на рис. 2.18. Якщо на сегменті традиційно орієнтованого інвестування величина попиту становить D_T за відсоткової ставки r_T (на рис. 2.18 точка Б), а на ринку інноваційного інвестування – відповідно D_I та r_I (на рис. 2.18 точка А), то сукупна величина попиту на інвестиційні ресурси буде становити D_C за ставки відсотку r_C (на рис. 2.18 точка В), які дорівнюють середньозваженим величинам досліджуваних категорій на окремих сегментах. Тиск щодо вищої ставки відсотку на ринку інноваційного інвестування можна пояснити з точки зору саме формування попиту на інвестиційні ресурси, виходячи з того, що інноваційне виробництво забезпечує вищу середню дохідність. Отже, користувачі інвестиційних ресурсів можуть сплачувати порівняно вищу ціну за користування ними. В той же час, як зазначалося вище, інноваційна діяльність за своєю природою (особливо на початкових стадіях інноваційного процесу) характеризується підвищеним рівнем ризику. Виходячи з цього, можна стверджувати, що пропозиція інвестиційних ресурсів на ринку інноваційного інвестування буде формуватися, виходячи з необхідності забезпечення премії за ризик, який має різноманітні форми від невизначеності сприйняття споживачами інноваційного товару чи послуги до більшого середнього терміну користування ресурсами.

Підкреслимо, що розглядаючи залежність обсягів попиту на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування від ставки відсотку як вартості цих ресурсів, ми визначили якісну характеристику цієї залежності за інших сталих умов, в тому числі за наявності визначеної кількості інноваційних проектів з відомими рівнями дохідності. Іншими словами, в економіці може одночасно відбуватися зростання відсоткових ставок (номінальних та реальних) і обсягів інвестування на досліджуваних сегментах інвестиційного ринку. Це пов'язано з тим, що існують інші фактори, які впливають на зміну сукупного попиту на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування. Графічно це буде відображатися зсувом кривої попиту на інвестиційні



ресурси ($D_{інн}$) праворуч ($D_{інн1}$) у разі зростання попиту або ліворуч ($D_{інн2}$) у разі його зменшення, що відображено на рис. 2.20.

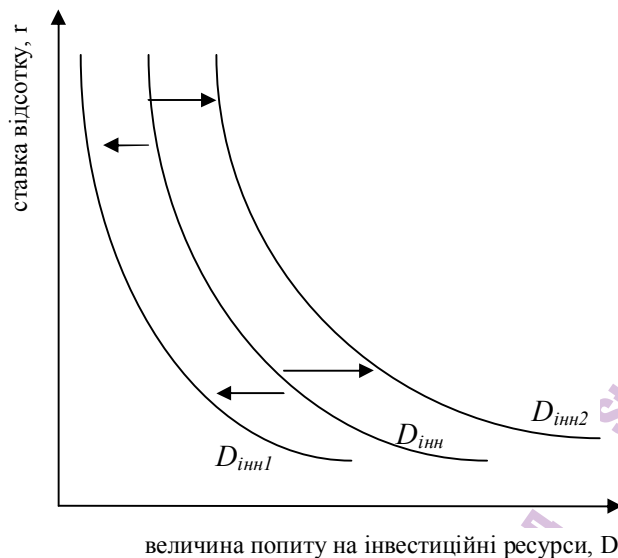


Рис. 2.20. Характеристика впливу факторів на криву попиту на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування

На нашу думку, **найсуттєвішими факторами, що впливають на величину попиту на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування**, можна визнати наступні:

- величина реальних доходів населення;
- рівень технічної та технологічної забезпеченості споживачів інвестиційних ресурсів на ринку інноваційного інвестування;
- ступінь монополізації виробництва інноваційної продукції;
- рівень кадрової забезпеченості інноваційної діяльності;
- вартість неінвестиційних ресурсів (витрати, що не пов'язані з платою за користування інвестиційними ресурсами);
- рівень оподаткування інноваційної діяльності.

Розглянемо вплив зазначених факторів детальніше.

Реальні доходи населення безпосередньо впливають на платоспроможний споживчий попит. Збільшення останнього призводить до зростання сукупного попиту на товари та послуги в економіці. Опосередковано це спри-

чиняє зростання сукупного попиту на інвестиційні ресурси. Виходячи з цього, збільшується попит на інвестиції на ринку інноваційного інвестування (зміщення кривої з $D_{інн}$ до $D_{інн2}$ на рис. 2.20) та традиційному сегменті інвестиційного ринку.

Рівень технічної та технологічної забезпеченості визначається як співвідношення величини наявних техніки й технології підприємств та їх необхідного або оптимального значення:

$$P_{ТТЗінн} = \frac{ТТЗ_{інн\ реал}}{ТТЗ_{інн\ опт}}, \quad (2.16)$$

де $P_{ТТЗінн}$ – рівень технічної та технологічної забезпеченості діяльності підприємств інноваційної сфери;

$ТТЗ_{інн\ реал}$ – обсяг наявних вкладень в техніку та технології підприємств інноваційної сфери;

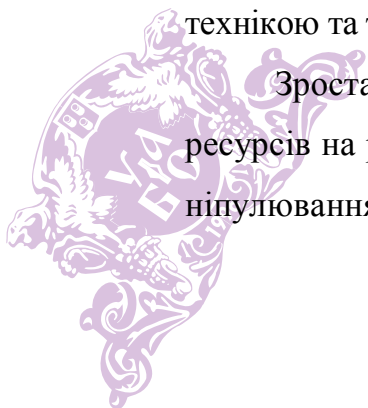
$ТТЗ_{інн\ опт}$ – необхідний обсяг вкладень в техніку та технології підприємств інноваційної сфери.

На нашу думку, можна запропонувати розраховувати цей показник як співвідношення величини наявних вкладень в техніку та технології високотехнологічних підприємств та валового внутрішнього продукту (ВВП, ЧВП, НД):

$$P_{ТТЗінн} = \frac{ТТЗ_{інн\ реал}}{ВВП}. \quad (2.17)$$

Але оскільки в цьому випадку порівняно невисоке значення ВВП може спричинити підвищення визначеного рівня забезпеченості, цей показник застосовується для країн з відносно однаковим ступенем економічного розвитку. В якості класифікаційного критерію може виступати показник валового внутрішнього продукту на душу населення. Чим вище рівень забезпеченості технікою та технологіями, тим менше попит на інвестиційні ресурси, і навпаки.

Зростання **ступеню монополізації** з боку отримувачів інвестиційних ресурсів на ринку інноваційного інвестування призводить до можливості маніпулювання відсотковою ставкою з метою отримання додаткових прибутків.



В той же час, потрібно відзначити точку зору Й.Шумпетера [431] та Дж.Гелбрейта [420], згідно з якою для швидкого технічного прогресу необхідні великі олігополістичні підприємства, оскільки саме вони мають достатньо засобів та стимулів для впровадження нововведень. Також відповідна суперечливість впливу ступеня монополізації на інноваційні процеси відображена у інноваційній дилемі Дж.Залтмана [199]: ініціація інновації легше проходить за низької централізації та високого ступеня складності організаційної структури, а впровадження швидше відбувається за високого рівня централізації та низької складності організаційної структури підприємства.

Підвищення рівня *кадрової забезпеченості* інноваційних процесів призводить до активізації останніх та зсуву кривої досліджуваного попиту праворуч (від D_{inn} до D_{inn2} на рис. 2.20).

Ціни на неінвестиційні ресурси (матеріальні витрати, заробітна плата тощо) прямо впливають на дохідність проектів. Отже, їх зростання зміщує криву попиту на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування ліворуч (від D_{inn} до D_{inn1} на рис. 2.20), і навпаки, падіння цін на них підвищує дохідність та зсуває криву досліджуваного попиту праворуч (від D_{inn} до D_{inn2} на рис. 2.20).

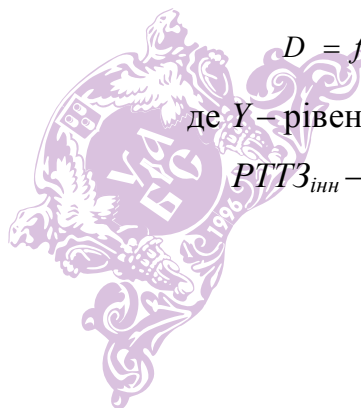
Аналогічним чином впливає на попит на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування *державна політика щодо оподаткування інноваційних видів діяльності*. Менший рівень оподаткування спричиняє зростання попиту на інвестиційні ресурси (зсув кривої від D_{inn} до D_{inn2} на рис. 2.20), а більший рівень оподаткування зменшує цей попит.

Отже, у *формалізованому вигляді величина попиту на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування (D)* визначається таким чином:

$$D = f(Y, PTTZ_{inn}, M_D, PKZ_{inn}, (C_1, \dots, C_n), O_{inn}, r_{inn}, \varepsilon_D), \quad (2.18)$$

де Y – рівень реального доходу населення;

$PTTZ_{inn}$ – рівень технічної та технологічної забезпеченості діяльності інноваційно-активних підприємств;



M_D – ступінь монополізації виробництва інноваційної продукції;

PKZ_{inn} – рівень кваліфікації трудових ресурсів;

$C_1 \dots C_n$ – ціни на неінвестиційні ресурси;

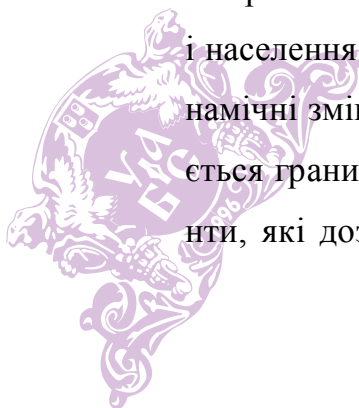
n – кількість досліджуваних неінвестиційних ресурсів;

O_{inn} – рівень оподаткування інноваційної діяльності;

ε_D – інші фактори формування попиту.

Безумовно, основними елементами ринку інноваційного інвестування є попит та пропозиція, які взаємодіють таким чином, що при нормальному рівні інвестиційної активності суб'єктів ринку та інвестиційної привабливості інновацій як об'єктів інвестування досягається їх відносне співпадіння або **рівновага**. Відповідно до інституціональної теорії ринок дуже рідко знаходиться в стані рівноваги, оскільки постійно змінюється як внутрішнє, так зовнішнє середовище. Про рівновагу на будь-якому ринку можна вести мову у тому випадку, коли попит дорівнює пропозиції, тобто коли економічні агенти чи їхні агрегати, такі, як ринки, не мають спонукальних причин до зміни своєї поведінки. Властивості існування, одиничності і стабільності є необхідними атрибутами загальної рівноваги [241, 263, 346].

В рамках інституціонального підходу найчастіше проблема рівноваги ринку розглядається у статичі. Інституційна теорія припускає можливість нерівноважної ситуації або наявності декількох точок рівноваги, які необов'язково є оптимальними. Найпоширенішим є визначення рівноваги ринку через співвідношення попиту, пропозиції і цін на ньому. Так, наприклад, концепція економічної рівноваги Л.Вальраса [76] передбачає припущення, що сукупності товарів відповідає сукупний попит споживачів, причому рівновага може бути порушена при розбіжності попиту та пропозиції, а нова точка рівноваги буде досягнута лише в тому випадку, коли збільшеться капітал і населення. В роботах В.Парето [324] досліджується статична рівновага (динамічні зміни розглядаються як послідовний ряд статичних станів), враховується гранична корисність товару, використовуються різні технічні коефіцієнти, які дозволяють побудувати неоднорідну лінійну виробничу функцію і

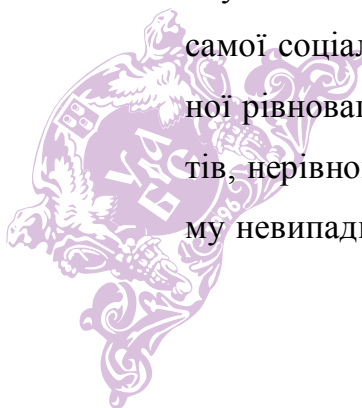


декілька ліній рівноваги, що суттєво відрізняє цей підхід від концепції Л.Вальраса. В роботах Дж.Р.Хікса [396] розвинуті теорії загальної рівноваги Л.Вальраса і В.Парето щодо додаткового урахування капіталу і відсотків.

Динамічна система, на відміну від статичної, завжди передбачає функціональний зв'язок між перемінними і темпами їх змін. Динамічні підходи до визначення рівноваги на ринку були запроваджені Дж.Кейнсом [218], який вважав ефективний попит першопричиною досягнення рівноваги, протиставив традиційній теорії тривалої рівноваги аналіз короткочасних явищ, ввів поняття рівноваги на різних рівнях економічної активності, що визначає обсяг національного доходу. На думку П.Самуельсона [62], поняття економічної рівноваги означає стійкий стан економіки, при якому має місце тенденція до саморегулювання відхилень, виходячи з чого він дослідив умови переходу від однієї економічної рівноваги до іншої.

Першим кроком до практичного використання теорії рівноваги була таблиця В.Леонтьєва «витрати – випуск» [268], у якій, незважаючи на введення фактора часу, була здійснена спроба зберегти фіксовані коефіцієнти. К.Віксель [423] висунув проблему порушення рівноваги в центр економічного дослідження та довів, що рівновага може встановитися тоді, коли монополіста цікавлять розміри виробництва. У роботах Г.Мюрдаля [427] розглядається можливість порушення рівноваги між попитом та пропозицією, причому відповідно до його концепції, грошова рівновага на товарних ринках не збігається з рівновагою в сфері продуктивності і функціонування капіталу.

Проведений аналіз теоретичних підходів до проблеми визначення рівноваги на ринку свідчить про обмеженість використання неокласичної теорії рівноваги в економічному аналізі функціонування ринку взагалі та ринку інноваційного інвестування зокрема. В умовах глибоких змін у характері самої соціально-економічної системи, відсутності стабільної макроекономічної рівноваги більшість традиційних підходів не дають очікуваних результатів, нерівноважні системи і перехідні періоди вимагають нових підходів. Тому не випадково в останні роки в світовій практиці все більша увага приділя-



ється положенням і висновкам, напрацьованим інституційно-еволюційною теорією. Як показала практика, в умовах України можуть бути втрачені переваги методів стабілізації, що спираються на класичні теорії. Звичайні засоби фінансової політики, характерні монетарній доктрині, які довели свою ефективність в умовах класичного капіталізму, не спрацьовують у нестандартних і, особливо, кризових ситуаціях.

В узагальненому вигляді формування рівноважної ставки відсотку на ринку інноваційного інвестування у взаємодії з сегментом традиційно-орієнтованого інвестування можна представити так, як це зроблено на рисунку 2.21.

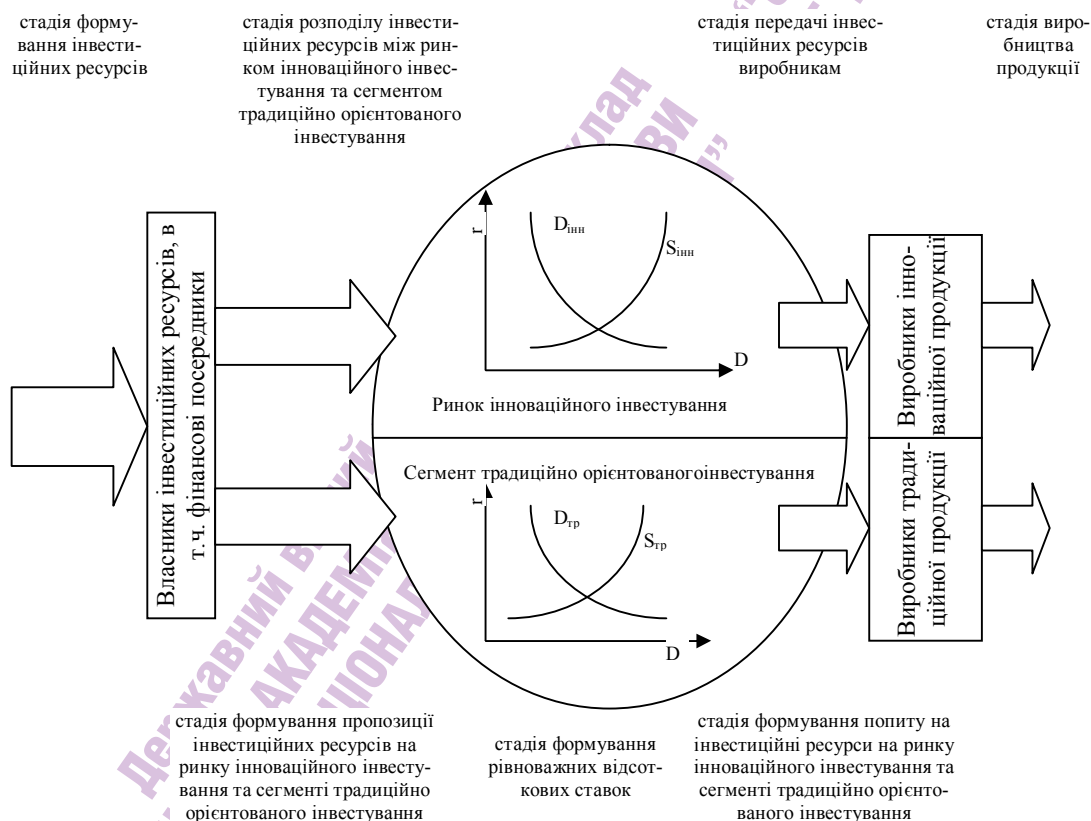


Рис. 2.21. Процес формування рівноважних відсоткових ставок на ринку інноваційного інвестування та сегменті традиційно орієнтованого інвестування

Рівновага на ринку інноваційного інвестування досягається за рівності попиту та пропозиції інвестиційних ресурсів, що у формалізованому вигляді можна записати наступним чином:

$$S_{I_{інн}} = D_{I_{інн}}, \text{ або} \quad (2.19)$$

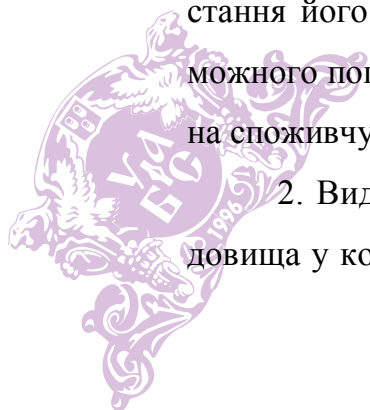
$$f(Y, r_{інн}, r_{mp}, r_m, inf, G_{I_{інн}}, Mon_{інн}, CEP_{інн}) = f(Y, P_{TT3_{інн}}, Mon_{іннD}, P_{K3_{інн}}, (C_1, \dots, C_n), T_{інн}, r_{інн}). \quad (2.20)$$

Підводячи підсумок, зазначимо, що викладені в даному підрозділі дисертаційної роботи теоретичні основи моделювання попиту, пропозиції та рівноваги на ринку інноваційного інвестування можуть бути використані з метою діагностики реального стану досліджуваного ринку в Україні. Такий аналіз ставить неабиякий інтерес з практичної точки зору, оскільки дозволить визначити потенційні та реальні можливості цього ринку при переході України до інноваційного шляху розвитку та в певній мірі зумовить вибір конкретних методів та механізмів державного регулювання цього ринку. Саме таке дослідження і буде здійснено в підрозділі 4.1 даної дисертаційної роботи.

Висновки до другого розділу

1. Фінансове забезпечення інноваційного процесу розглядається сьогодні як одне з першочергових завдань держави в реалізації стратегії соціально-економічного розвитку. З метою вирішення цього завдання в дисертації запропоновано виокремлення ринку інноваційного інвестування як сукупності економічних відносин між постачальниками інвестиційних ресурсів, їх споживачами (суб'єктами інноваційної діяльності), організаційними та інформаційними посередниками з приводу акумуляції розрізнених інвестиційних потоків та трансформації їх в продуктивний капітал на основі взаємодії попиту та пропозиції в межах інституційного й правового поля з метою подальшого використання його для виробництва інновації та еквівалентного обміну платоспроможного попиту покупця права володіння, користування і розпорядження нею на споживчу цінність, укладену в ній.

2. Виділення ринку інноваційного інвестування як специфічного середовища у конкурентній економіці обумовлене наступними факторами: закрі-



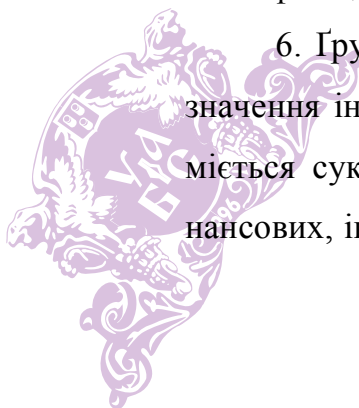
пленням за інноваціями ролі ендogenous фактора сучасного економічного розвитку; відсутністю структурованості вітчизняного фінансового ринку, яка б давала можливість якісного аналізу процесів руху капіталів; потребою визначення ринкового простору руху інноваційно орієнтованого інвестиційного капіталу; необхідністю впровадження нових механізмів фінансової взаємодії інвесторів та інноваторів.

3. Дослідження особливостей відтворення інвестиційного потенціалу дозволило виділити фактори, які визначають стан та темпи розвитку ринку інноваційного інвестування, а також його функції, що у поєднанні з аналізом специфіки вітчизняної економіки створить передумови формування та реалізації ефективної політики державного регулювання досліджуваного ринку.

4. Розглядаючи ринок інноваційного інвестування як складний механізм функціонування інвестиційних ресурсів, автором описаний процес їх кругообігу в межах та поза межами відповідного ринку, що дало можливість виділити основні цілі руху інвестиційних ресурсів на досліджуваному ринку: 1) досягнення результату інноваційної ідеї, вираженого в нових технологіях, знаннях тощо; 2) реалізація процесу інноваційної ідеї через доведення накопчених технологій, знань до товару на ринку, їхнє ефективне використання та, як наслідок, – зростання обсягу конкурентоспроможності товарів і послуг.

5. Формування теорії та методології дослідження ринку інноваційного інвестування вимагає визначення та характеристики всіх елементів ринку, основним з яких є товар. Товаром на даному ринку виступають інвестиційні ресурси. Доведено, що формування ціни на інвестиційні ресурси залежить, поряд з іншим, від рівня трансакційних витрат. Автором систематизовано види трансакційних витрат на ринку інноваційного інвестування, розроблена класифікація об'єктів інвестування.

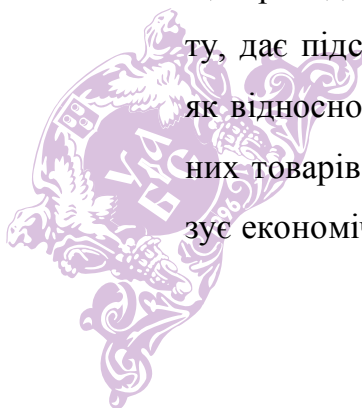
6. Ґрунтуючись на засадах інституціональної теорії, автором дане визначення інфраструктури ринку інноваційного інвестування, під якою розуміється сукупність політичних, економічних, правових, управлінських, фінансових, інформаційних, наукових і інших інститутів цього ринку, що ство-



рюють умови для формування та реалізації ефективних механізмів інвестиційного забезпечення інноваційної діяльності суб'єктів господарювання. Загальні тенденції спеціалізації інфраструктурних елементів ринку та специфіка організації інвестиційної діяльності об'єктивно обумовлює виділення в інфраструктурі ринку інноваційного інвестування підсистем, які характеризують окремі аспекти руху інвестиційних ресурсів від їх власників до суб'єктів інноваційної діяльності. Зокрема, пропонується в інфраструктурі ринку інноваційного інвестування виокремити інфраструктурну підсистему формування пропозиції, інфраструктурну підсистему формування попиту, організаційно-супроводжуючу та інформаційно-консультаційну підсистему. Викладені в роботі вимоги до інфраструктури ринку інноваційного інвестування дозволять сформувавши ефективний механізм її функціонування.

7. Запропонована детальна структуризація ринку інноваційного інвестування – за формою трансформації інвестиційних ресурсів в інноваційні заходи, за масштабом економічних систем, що обслуговуються ринком, за інституційною формою посередництва, в залежності від об'єктів інвестування, за критерієм строковості, за формою організації – дозволяє якнайповніше охарактеризувати взаємозв'язок між окремими структурними елементами досліджуваного ринку, виявити їх специфічні особливості, диференціювати методи та інструменти впливу на їхнє функціонування.

8. Виділення ринку інноваційного інвестування потребує дослідження його місця в існуючому ринковому середовищі, встановлення взаємозв'язків з іншими його складовими. Запропоноване визначення ринку інноваційного інвестування вказує на те, що він є складовою інвестиційного ринку. Дослідження функцій, які виконує ринок інноваційного інвестування в економіці, що проведене на основі виділення в кожному з ринків інноваційного сегменту, дає підстави стверджувати, що досліджуваний ринок може розглядатися як відносно самостійний елемент міжринкової взаємодії. Сегмент інноваційних товарів та послуг, виокремлений на ринку товарів та послуг, характеризує економічні відносини, що виникають між власником інновації і покупцем

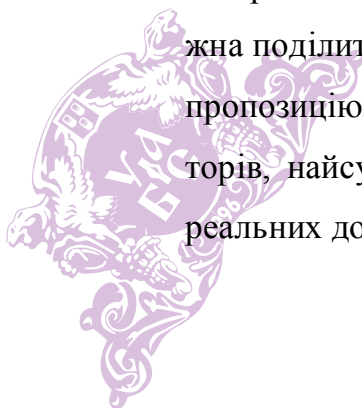


права володіння, користування та розпорядження нею, в результаті яких здійснюється еквівалентний обмін платоспроможного попиту покупця на споживчу вартість, що міститься у науково-технічній продукції. Специфіка функціонування даного сегменту, пов'язана з обігом на ньому специфічного товару – інновації. Автором систематизовані особливості інновації як товару, які вказують на ускладнення процесу ціноутворення на ринку інноваційних товарів та послуг, що пов'язане переважно з високим рівнем невизначеності.

9. Аналіз макроекономічних індикаторів ринку інноваційного інвестування дозволяє стверджувати, що механізм формування попиту та пропозиції на цьому ринку підпорядкований загальним принципам формування попиту на гроші в економіці, тобто має місце обернена залежність між рівнем відсоткових ставок та попитом на гроші та пряма залежність між розміром відсоткових ставок та пропозицією інвестиційних ресурсів. Виходячи з цього, можна стверджувати, що зростання відсоткової ставки в сегменті традиційно орієнтованого інвестування буде сприяти переливу капіталу на ринок інноваційного інвестування, оскільки інноваційно орієнтовані та традиційно орієнтовані інвестиції складають сукупні інвестиції в економіці.

10. Аналіз факторів впливу на розподіл пропозиції між традиційно орієнтованими та інноваційно орієнтованими інвестиційними ресурсами дозволить виділити найбільш суттєві: державне регулювання інвестиційних витрат, ступінь конкуренції на традиційному та інноваційному сегментах інвестиційного ринку, інноваційну орієнтованість розвитку економіки в цілому.

11. В рамках викладеного теоретико-методологічного підходу закономірності формування попиту на ринку інноваційного інвестування доцільно досліджувати спільно з відповідними закономірностями в сегменті традиційно орієнтованих інвестицій. Попит на ринку інноваційного інвестування можна поділити на потенційний і конкретний. Останній безпосередньо визначає пропозицію на досліджуваному ринку та формується під впливом низки факторів, найсуттєвішими з яких є: вартість інвестиційних ресурсів, величина реальних доходів населення, рівень технічної та технологічної забезпеченості



споживачів інвестиційних ресурсів на ринку інноваційного інвестування, ступінь монополізації виробництва інноваційної продукції, рівень кадрової забезпеченості інноваційної діяльності, вартість неінвестиційних ресурсів (витрати, що не пов'язані з платою за користування інвестиційними ресурсами), рівень оподаткування інноваційної діяльності.

12. Проблема досягнення рівноваги на будь-якому ринку, навіть виключно теоретично, вирішується досить умовно. Стосовно досліджуваного ринку можна говорити про обмеженість використання неокласичної теорії рівноваги. Як показала практика, в умовах України можуть бути втрачені переваги методів стабілізації, що спираються на класичні теорії. Звичайні засоби фіскальної політики, характерні для монетарної доктрини, які довели свою ефективність в умовах класичного капіталізму, не спрацьовують у нестандартних і, особливо, кризових ситуаціях. Теоретичні основи моделювання попиту, пропозиції та рівноваги на ринку інноваційного інвестування можуть бути використані з метою діагностики реального стану досліджуваного ринку в Україні. Такий аналіз складає неабиякий інтерес з практичної точки зору, оскільки дозволить визначити потенційні та реальні можливості цього ринку при переході України до інноваційного шляху розвитку та забезпечить теоретичне підґрунтя для вибору конкретних методів та механізмів державного регулювання процесів інвестування.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором в роботах [81, 83, 118, 210, 344, 397, 341, 284, 424, 117, 223, 110, 65, 93, 84, 100].



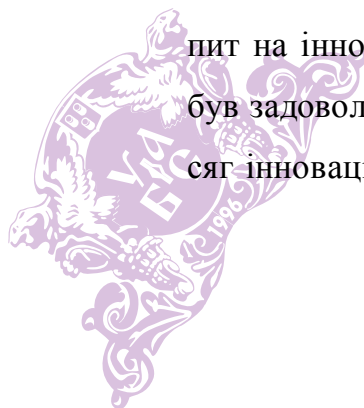
РОЗДІЛ 3

ВРАХУВАННЯ ОСОБЛИВОСТЕЙ УКРАЇНСЬКОГО РИНКУ ІННОВАЦІЙНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

3.1. Моделювання макроекономічних індикаторів ринку інноваційного інвестування в Україні

В підрозділі 2.3 даного дисертаційного дослідження було з'ясовано, що рівновага на ринку інноваційного інвестування досягається за рівності попиту та пропозиції інвестиційних ресурсів. Крім того, нами було окреслено коло факторів, які, на нашу думку, є визначальними при формуванні попиту та пропозиції як макроекономічних індикаторів досліджуваного ринку. В даному підрозділі дисертаційної роботи ми ставимо перед собою завдання на основі аналізу статистичних даних з визначеної сукупності факторів виокремити саме ті, які в найбільшій мірі впливають на рівень попиту та пропозиції на досліджуваному ринку в Україні.

В якості основного параметру здійснюваного нами дослідження приймемо загальну величину витрат на науково-технічну та інноваційну діяльність всіх вітчизняних суб'єктів ринку інноваційного інвестування. Виходячи з того, що ми досліджуємо ситуацію на цьому ринку в конкретний момент часу, тобто за відповідний рік (з 2000 р. по 2006 р.), то можна стверджувати, що *саме ця величина і визначає рівень попиту на інвестиційні ресурси на досліджуваному ринку, а відповідно – і рівень їх пропозиції.* Іншими словами, якщо інноваційні заходи були здійснені, то виникаючий попит на інноваційно орієнтовані інвестиційні ресурси з боку суб'єктів ринку був задоволений наявною пропозицією цих ресурсів на ньому. Сукупний обсяг інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат ми пропонуємо розрахо-



увати як суму загальних витрат на наукові й науково-технічні роботи в країні та витрат на інноваційні заходи вітчизняних підприємств (таблиця 3.1).

Таблиця 3.1

Складові сукупних інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат*

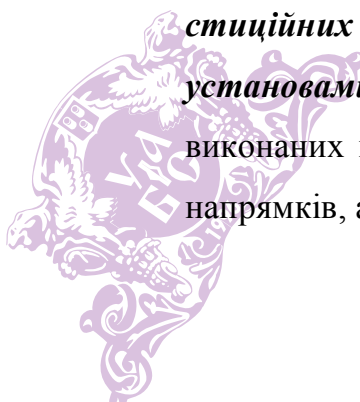
Роки	Витрати на наукові й науково-технічні роботи, млн. грн.	Витрати на інноваційні заходи підприємств, млн. грн.	Сукупний обсяг інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат, млн. грн.
2000	2046,3	1760,1	3806,4
2001	2432,5	1979,4	4411,9
2002	2611,7	3018,3	5630
2003	3597,4	3059,8	6657,2
2004	4251,7	4534,6	8786,3
2005	5160,4	5751,6	10912
2006	5164,4	6160,0	11324,4

* вихідні дані для розрахунку представлені в таблицях А.1 та А.2 додатку А

Розглянемо проблему формування попиту на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування в Україні.

З метою дослідження якісної структури попиту на інноваційно орієнтовані інвестиційні ресурси на досліджуваному ринку визначимо напрямки їх використання. Для цього проаналізуємо динаміку окремих показників інноваційного розвитку в Україні за період 2000-2006 рр., що характеризують спрямованість інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат. Як було з'ясовано в розділі 2 даного дисертаційного дослідження, попит на досліджувані ресурси формується як *підприємствами-інноваторами*, які виступають суб'єктами ринку інноваційного інвестування, так і *іншими установами та організаціями*, що виконують наукові та науково-технічні роботи та також є споживачами ресурсів на цьому ринку. Далі визначимо основні напрямки використання інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів в рамках кожної з двох виділених вище груп їх споживачів.

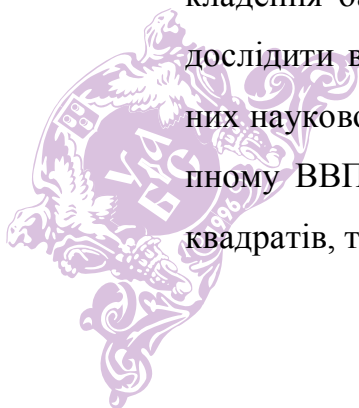
Розглянемо напрямки використання інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів вітчизняними науковими та науково-дослідними установами й організаціями. В таблиці А.3 додатку А представлені обсяги виконаних наукових та науково-технічних робіт з визначенням відповідних напрямків, а саме:



- фундаментальні дослідження;
- прикладні дослідження;
- розробки;
- науково-технічні послуги.

Аналіз цих даних дозволяє дійти висновку про значне номінальне зростання обсягів цих робіт, а саме – у 2,7 рази (з 1978,4 млн. грн. у 2000 р. до 5354,6 млн. грн. у 2006 р.). В середньому щороку обсяги виконаних наукових та науково-технічних робіт збільшувалися на 38,5%, але враховуючи інфляційні процеси (для інфляційного корегування ми використали індекси-дефлятори, які представлені в таблиці А.6 додатку А) можна стверджувати, що реальне зростання становило лише 34%. Питома вага обсягу цих робіт у ВВП скоротилася за досліджуваний період з 1,14% до 1% (хоча до 2003 р. за цим критерієм спостерігалася позитивна динаміка). В той же час слід зауважити, що реалізація стратегічних та середньострокових пріоритетних напрямів інноваційної діяльності, визначених Законом України «Про пріоритетні напрями інноваційної діяльності в Україні» на 2003–2013 рр. [10], вимагатиме в майбутньому значного збільшення інноваційно орієнтованих фінансових ресурсів, доведення їх протягом 2007–2011 рр. до межі, не меншої за 1,7-2,5% від ВВП (в середньому це складає 5–6 млрд. грн. на рік) [185]. Тому ми, на жаль, маємо зробити висновок про невідповідність наявних обсягів виконання досліджуваних робіт визначеному завданню здійснення інноваційного прориву вітчизняної економіки.

При цьому потрібно акцентувати увагу на тому факті, що за досліджуваний період значно збільшилася питома вага фундаментальних досліджень в загальній структурі – з 13% до 21%. Ця позитивна тенденція свідчить про закладення базису для подальшого інноваційного розвитку економіки. Якщо дослідити вплив часток кожного виду перерахованих вище витрат в загальних науково-технічних витратах на значення питомої ваги цих витрат у сукупному ВВП та побудувати лінійну модель залежності методом найменших квадратів, то отримаємо наступну функцію:



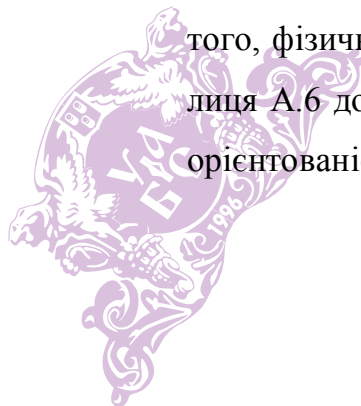
$$C_{ВВП}^{Внтр} = 0,734C_{нтр}^{посл} - 0,656C_{нтр}^{розр} - 0,912C_{нтр}^{прд} - 3,068C_{нтр}^{фд} + 2,038, \quad (3.1)$$

де $C_{ВВП}^{Внтр}$ – питома вага обсягу виконаних науково-технічних робіт у ВВП;

$C_{нтр}^{посл}$, $C_{нтр}^{розр}$, $C_{нтр}^{прд}$, $C_{нтр}^{фд}$ – відповідні частки величини науково-технічних послуг, науково-технічних розробок, прикладних досліджень та фундаментальних досліджень у загальному обсязі виконаних науково-технічних робіт.

Враховуючи високий коефіцієнт кореляції моделі з фактичними даними (він складає 0,9), можна зробити висновок, що при збереженні існуючої динаміки потрібно в загальному обсязі наукових та науково-технічних робіт збільшувати, в першу чергу, частку науково-технічних послуг, а не фундаментальних розробок. Відзначимо той факт, що абсолютне збільшення будь-якого виду наукових витрат може напругу призвести до збільшення питомої ваги цих витрат у ВВП. При цьому слід зауважити, що обов'язково потрібно приділяти особливу увагу оптимізації структури цих витрат, оскільки вона для кожного етапу розвитку країни може відрізнятися.

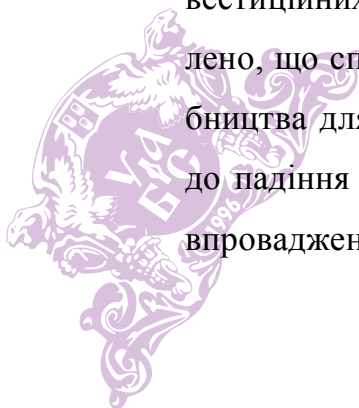
Дослідження залежності між питомою вагою наукових та науково-технічних робіт та обсягом ВВП на базі існуючих статистичних даних не дозволяє скласти скільки-небудь репрезентативної моделі, яка могла б безпосередньо пов'язати ці дві категорії з високим ступенем достовірності (це підтверджує висунуту в підрозділі 2.3 даного дисертаційного дослідження гіпотезу щодо наявності дуже великої кількості факторів, які впливають на величину попиту на інноваційно орієнтовані інвестиційні ресурси). Адже за наявного зростання ВВП у 2000-2006 рр. (як номінального – в середньому на 35% на рік, так і реального, тобто з урахуванням інфляції – в середньому 10% на рік) питома вага обсягів науково-технічних робіт у ВВП скорочувалася. Крім того, фізичний обсяг ВВП в 2006 р. склав лише 67,3% від рівня 1990 р. (таблиця А.6 додатку А). Це, на жаль, свідчить про традиційну, а не інноваційну орієнтованість розвитку економіки України.



Розглянемо напрямки використання інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів вітчизняними підприємствами-інноваторами. Попит на ці ресурси з боку цих підприємств буде формуватися виходячи з того, що вони повинні здійснювати свою діяльність за наступними напрямками:

- дослідження та розробки;
- придбання нових технологій;
- підготовка виробництва для впровадження інновацій;
- придбання машин та обладнання, пов'язаних з упровадженням інновацій;
- інші витрати.

Виходячи з даних, наведених в таблиці А.2 додатку А, можна зробити висновок, що питома вага підприємств, які займалися інноваційною діяльністю, скоротилася майже на 7% (з 18% у 2000 р. до 11,2% у 2006 р.), що в абсолютному вимірі відповідає скороченню кількості таких підприємств з 54,2 тис. до 40,3 тис. Аналогічне скорочення спостерігається у частці підприємств, що впроваджували інновації – з 14,8% до 10% від загальної кількості. При цьому загальна сума витрат за цей період збільшилася у 3,5 рази (або з урахуванням інфляції, тобто в реальному вимірі – у 1,73 рази), досягнувши 6160 млн. грн., що в середньому за рік означає збільшення приблизно на 10% (враховуючи інфляційне корегування). Проведене нами дослідження дозволяє зробити висновок, що за жодним з досліджуваних показників немає стійкої тенденції щодо абсолютного збільшення. Питома вага реалізованої інноваційної продукції в загальному обсязі промислової продукції коливалася протягом досліджуваного періоду в межах 5,8% – 7,0% без можливості визначення однонаправленої перманентної динаміки. Відзначимо також відсутність суттєвих змін в структурі загальної суми інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат вітчизняних суб'єктів господарювання. Нами було виявлено, що спостерігалася тенденція до збільшення частки на підготовку виробництва для впровадження інновацій з 9% до 15% та, відповідно, тенденція до падіння частки витрат на придбання машин та обладнання, пов'язаних з впровадженням інновацій – з 61% до 57%.

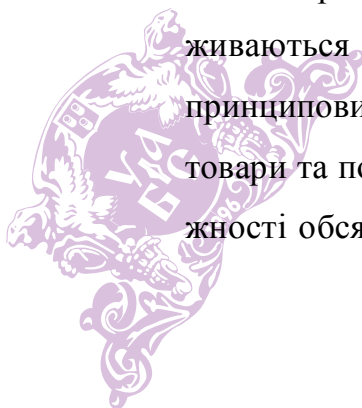


Таким чином, ми з'ясували, за якими напрямками здійснюються науково-технічні роботи та інноваційна діяльність підприємств, а також проаналізували ситуацію та зміни, що відбувалися протягом 2000-2006 рр. **Отримані на основі цього дослідження висновки дають нам можливість визначитися, які саме кількісні параметри будуть обрані нами при моделюванні функції попиту на інноваційно орієнтовані інвестиційні ресурси, та побудувати модель залежності величини досліджуваного попиту від визначених факторів.** Потрібно зазначити, що головною проблемою в даному випадку є невідповідність статистичної інформації конкретній меті дослідження та неможливість повного приведення показників до зіставного вигляду, що може спричиняти відповідні обмеження при використанні моделі.

Нагадаємо, що в підрозділі 2.3 даного дисертаційного дослідження серед основних факторів, що формують попит на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування, нами було виокремлено наступні:

- рівень реального доходу населення;
- рівень технічної та технологічної забезпеченості діяльності підприємств інноваційного сегменту;
- ступінь монополізації виробництва;
- рівень кадрового забезпечення інноваційної діяльності;
- ціна на неінвестиційні ресурси;
- середня ставка відсотку на ринку інноваційного інвестування;
- рівень оподаткування інноваційної діяльності.

Для кількісної характеристики критерію, який визначався як **рівень реального доходу населення**, може бути обрано декілька макроекономічних показників. В нашому дослідженні ми прийmemo за основу величину споживчих витрат населення як характеристику обсягу товарів та послуг, що споживаються в економіці протягом визначеного періоду. В цьому випадку принциповим для нашого дослідження з точки зору визначення попиту на товари та послуги, в тому числі інноваційні, є підтвердження існування залежності обсягу споживчих витрат від величини інших макроекономічних по-



казників, що характеризують загальний розвиток економіки (наприклад, ВВП). На базі даних, наведених в таблиці А.9 (частина 1) додатку А, можна побудувати функціональну залежність розміру споживчих витрат від обсягу ВВП з дуже високим коефіцієнтом детермінованості, який складає 0,99:

$$CV = 8184 + 0,7833VВП, \quad (3.2)$$

де CV – величина кінцевих споживчих витрат.

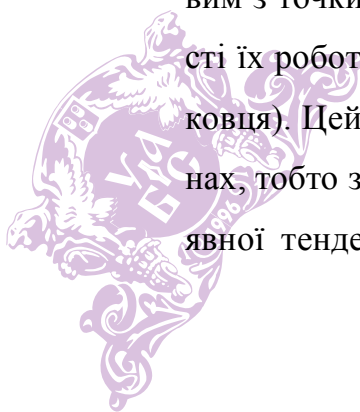
Якщо замість ВВП обрати інший макроекономічний індикатор – ЧНД, то залежність споживчих витрат від розміру ЧНД (також з високим коефіцієнтом детермінованості) має наступний формалізований вигляд:

$$CV = 9498 + 0,8542ЧНД. \quad (3.3)$$

З метою оцінки рівня *технічного забезпечення діяльності підприємств* оберемо показник чистого нагромадження основного капіталу (таблиця А.9 (розділ 5) додатку А), який визначається як різниця між величиною валового нагромадження основного капіталу та його споживанням протягом визначеного періоду.

Що стосується *ступеня монополізації ринку інноваційного інвестування*, то без додаткової статистичної інформації щодо окремих підприємств з визначенням їх частки на цьому ринку оцінити її за визначеними в підрозділі 2.3 цієї роботи критеріями неможливо. Нажаль, можна визначити лише кількість підприємств, що впроваджують інновації, або кількість організацій, що виконують наукові дослідження та розробки, або кількість зайнятого в цьому секторі персоналу з урахуванням ступеню їх кваліфікації.

Що стосується *рівня кадрового забезпечення* інноваційної діяльності, то, як відображено в таблиці А.7 додатку А, загальна чисельність науковців, нажаль, поступово знижувалася протягом 2000-2006 рр. При цьому ключовим з точки зору здійснюваного нами аналізу є факт зростання продуктивності їх роботи (обсягу виконаних наукових робіт, що припадає на одного науковця). Цей показник зріс за досліджуваний період у 3,3 рази (у зіставних цінах, тобто з урахуванням інфляції – у 1,7 рази). Тому ми вважаємо, що за наявної тенденції до зниження кількості підприємств та науковців потрібно



аналізувати саме продуктивність їх праці. Можна оцінити, як цей показник залежить від кількості докторів та кандидатів наук, що задіяні у виконанні наукових досліджень та розробок за допомогою статистичної моделі, що має наступний вигляд (при коефіцієнті детермінованості вищому за 0,95):

$$ПП_{1наук} = 0,0219K_{дн} - 0,0007K_{кн} - 172,6, \quad (3.4)$$

де $ПП_{1наук}$ – обсяг виконаних наукових робіт, що припадає на одного науковця;

$K_{дн}$, $K_{кн}$ – відповідно кількість докторів та кандидатів наук.

Як видно, якість підготовки професійних кадрів, які виконують наукові дослідження й розробки, позитивно впливає на продуктивність їх роботи, про що свідчить позитивний коефіцієнт залежності продуктивності праці загальної сукупності співробітників, задіяних в науковій сфері, від кількості докторів наук.

На основі визначених критеріїв ми побудували таблицю вихідних даних (табл. 3.2), за якою буде формуватися модель залежності досліджуваних витрат від окремих факторів.

Таблиця 3.2

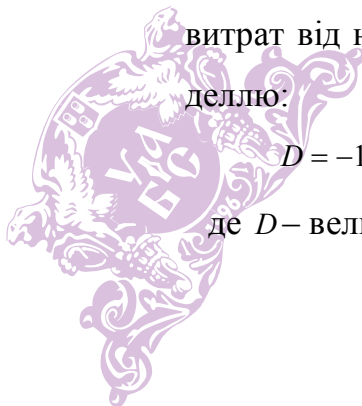
Значення факторів, що впливають на обсяг інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат

Фактори	Роки						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Сукупний обсяг інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат, млн. грн.	3806,4	4411,9	5630	6657,2	8786,3	10812	11324,4
Кінцеві споживчі витрати, млн. грн.	127982	156344	170325	201624	245556	337879	424906
Чисте нагромадження основного капіталу, млн. грн.	3204	5908	7129	16190	31244	46420	75609
Чисельність докторів наук в економіці України, осіб	10339	10603	11008	11259	11573	12014	12488
Чисельність кандидатів наук в економіці України, осіб	58741	60647	62673	64372	65839	68291	71893

Залежність сукупного обсягу інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат від наведених факторів відображається наступною статистичною моделлю:

$$D = -1,8684K_{кн} + 13,7023K_{дн} + 0,0219OK_{ч} + 0,0036CB - 28508,4000, \quad (3.5)$$

де D – величина попиту на інноваційно орієнтовані інвестиційні витрати;



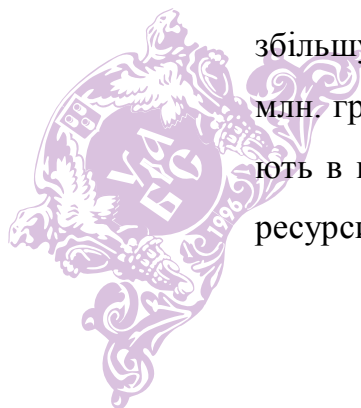
$K_{дн}$, $K_{кн}$ – відповідно кількість докторів та кандидатів наук;

$СВ$ – величина кінцевих споживчих витрат;

$ОК_ч$ – обсяг чистого нагромадження основного капіталу.

Зробимо загальні висновки на основі отриманої функціональної залежності між попитом на інноваційно орієнтовані інвестиційні витрати та факторами, що впливають на їх розмір:

1. Має місце позитивна залежність між величиною попиту на інноваційно орієнтовані інвестиційні витрати та обсягом споживчих витрат, що характеризується коефіцієнтом еластичності на рівні 0,0036. Це свідчить про те, що збільшення споживчих витрат на 1 млн. грн. призводить до зростання досліджуваних інвестиційних витрат на 3,6 тис. грн.
2. Має місце позитивна залежність між величиною попиту на інноваційно орієнтовані інвестиційні витрати та обсягом чистого нагромадження основного капіталу, який було обрано як критерій, що характеризує технічну забезпеченість суб'єктів господарювання. Визначений коефіцієнт еластичності дорівнює 0,0219. Це свідчить про те, що збільшення обсягом чистого нагромадження основного капіталу на 1 млн. грн. призводить до зростання досліджуваних інвестиційних витрат на 21,9 тис. грн.
3. В якості критеріїв, що характеризують кадрову забезпеченість інноваційного розвитку вітчизняної економіки, було обрано кількість докторів та кандидатів наук, що задіяні в науковій та інноваційній діяльності. Нами виявлено позитивну залежність між кількістю докторів наук та обсягом досліджуваних витрат з коефіцієнтом еластичності 13,7 та негативну залежність між кількістю кандидатів наук та обсягом досліджуваних витрат з коефіцієнтом еластичності -1,8684. Це свідчить про те, що збільшення кількості докторів наук, які працюють в цій сфері, на одну особу збільшує попит на інноваційно орієнтовані інвестиційні ресурси на 13,7 млн. грн., в той час як збільшення кількості кандидатів наук, які працюють в цій сфері, на одну особу призводить до зменшення попиту на ці ресурси майже на 2 млн. грн.



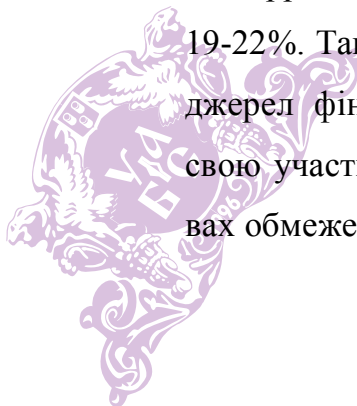
Розглянемо проблему формування пропозиції інвестиційних ресурсів на ринку інноваційного інвестування в Україні.

Визначимо основні фінансові джерела, що забезпечують наукову та інноваційну діяльність суб'єктів досліджуваного ринку, та проаналізуємо динаміку їх використання протягом 2000-2006 рр.

Як було з'ясовано у розділі 2 даного дисертаційного дослідження, основними джерелами постачання інвестиційних ресурсів на ринок інноваційного інвестування можна вважати:

- власні кошти підприємств;
- державний бюджет;
- кошти іноземних інвесторів;
- інші джерела (в тому числі, кредитні кошти).

Якщо розглянути структуру джерел фінансування технологічних інновацій в Україні за період 2000-2006 рр. (таблиця А.4 додатку А), то можна дійти висновку про збільшення частки фінансування за рахунок власних коштів підприємств, але динаміка такої зміни не була постійною протягом досліджуваного періоду. Тенденція щодо зменшення частки фінансування за рахунок власних джерел, яка мала місце в 2000-2003 рр., в досліджуваному періоді перетворилася на зворотну – в 2006 р. частка саме цього джерела фінансування інновацій становила 85%. При цьому значно скоротилася частка іноземних інвестицій у фінансуванні інноваційних витрат – з 8% до 3%. Крім того, слід відзначити суттєве коливання протягом досліджуваного періоду частки інших джерел фінансування інноваційних витрат (в першу чергу, кредитних ресурсів) – від 9% до 22%, що в абсолютному виразі відобразило зростанням у 2000-2004 рр. з 217 млн. грн. до 857,3 млн. грн. Саме в 2002-2004 рр. частка цих джерел фінансування досягла максимального значення у 19-22%. Таку тенденцію можна трактувати як прояв якісних змін в структурі джерел фінансування інновацій – фінансові інститути істотно збільшили свою участь у фінансуванні інноваційної діяльності підприємств, що в умовах обмеженості власних ресурсів позитивно впливає на інноваційно спрямо-



ваний розвиток суб'єктів господарювання. Але 2004-2006 рр. частка цих джерел фінансування скоротилася до рівня 2000-2001 рр., досягши 11%, що за абсолютною величиною відповідає падінню з максимального значення у 857 млн. грн. в 2004 р, до 520 млн. грн. у 2005 р. При цьому обсяги фінансування за рахунок власних джерел в абсолютному вимірі постійно збільшувалися.

Проаналізувавши наведені в розділі 5 таблиці А.9 додатку А макроекономічні показники, ми дійшли висновку, що динаміка обсягів фінансування інноваційної діяльності за рахунок інших джерел в найбільшій мірі корелює з величиною чистих заощаджень в економіці. Цю залежність можна описати такою функцією:

$$Об_{іннв}^{індж} = 0,0077 * ЧЗ + 214,4, \quad (3.6)$$

де $Об_{іннв}^{індж}$ – обсяг інших джерел фінансування інноваційних витрат;

$ЧЗ$ – величина чистих заощаджень.

Якщо в коло досліджуваних показників поруч з витратами на фінансування технологічних інновацій включити ще й витрати на науково-технічні роботи (представлені в таблиці А.1 додатку А), тобто досліджувати сукупні інноваційно орієнтовані інвестиційні витрати, то можна зробити ще цілий ряд додаткових висновків. По-перше, частка цих витрат в загальному обсягу ВВП постійно коливається в межах 2-2,5%. По-друге, частка фінансування з власних джерел має стійку тенденцію до зростання протягом усього досліджуваного періоду, окрім 2003 р., з 38% до 50% з постійним зростанням за абсолютною величиною з 1460,6 млн. грн. до 5674,1 млн. грн. Значний вплив на сукупні витрати в науково-інноваційній сфері має держава, оскільки фінансування з державного бюджету в досліджуваному періоді зросло з 622,2 млн. грн. до 2131,8 млн. грн. зі збільшенням частки цього виду фінансових ресурсів з 16% до 19%. Динаміка зміни інших джерел фінансування інноваційних витрат (в тому числі – кредитних ресурсів) принципово відрізняється від динаміки зміни досліджених вище джерел – їх частка зростала до 12% протягом 2001-2002 рр., а потім скоротилася вдвічі – до 6%. При цьому це

єдине джерело фінансування, за яким спостерігалось значне зменшення за абсолютною величиною протягом визначеного періоду. Більше того, таке скорочення характерне як для фінансування науково-технічних робіт, так і для фінансування технологічних інновацій.

Як видно з даних, наведених в таблиці А.8 додатку А, ця тенденція не підтверджується динамікою надання кредитів, в тому числі довгострокових, частка яких зросла протягом 2000-2006 рр. з 18% до 64%, постійно збільшуючись за абсолютною величиною. Тому ми можемо зробити висновок про відсутність стійкого детермінованого зв'язку між обсягами кредитного фінансування наукової й інноваційної діяльності та сукупною величиною довгострокових кредитів в економіці. Це можна пояснити декількома факторами. По-перше, загальноприйняте визнання довгостроковими всіх тих кредитів, які надаються на термін більше одного року, не відповідає довгостроковій потребі у фінансових ресурсах для інноваційної діяльності, що потребує удосконалення системи статистичного обліку в Україні в напрямку деталізації кредитів за строками. По-друге, виявлені тенденції підтверджують висунуту нами в розділі 2 гіпотезу щодо конкуренції за ресурси між традиційно орієнтованим та інноваційно орієнтованим інвестиційними сегментами за головним критерієм – відсотковою ставкою, що найкраще ілюструється саме при дослідженні кредитного ринку. За наявності розвинутого сектору довгострокового споживчого кредитування з високим рівнем доходності та наявності інструментів зменшення ризику кредитні ресурси будуть спрямовуватися саме в цих напрямках.

Отримані на основі проведеного вище дослідження висновки дають нам можливість визначитися, які саме кількісні параметри будуть обрані нами при моделюванні функції пропозиції інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів, та побудувати модель залежності величини досліджуваної пропозиції від визначених факторів. Нагадаємо, що в підрозділі 2.3 даного дисертаційного дослідження, серед основних факторів, що впли-



вають на формування пропозиції інвестиційних ресурсів на ринку інноваційного інвестування, були визначені наступні:

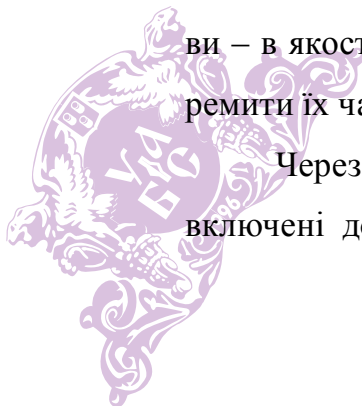
- рівень реального доходу населення;
- рівень ставки відсотку на ринку інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів;
- рівень ставки відсотку на ринку традиційно орієнтованих інвестиційних ресурсів;
- рівень інфляції та дохідності грошей;
- обсяг державних інноваційно орієнтованих інвестицій;
- ступінь монополізації постачання інвестиційних ресурсів на інноваційному сегменті інвестиційного ринку;
- ступінь інноваційної спрямованості економічного розвитку країни.

Відсутність статистичної інформації щодо рівня *відсоткових ставок* окремо на ринку інноваційного інвестування та ринку традиційно орієнтованого інвестування не дає можливості використати ці дані при побудові моделі формування пропозиції іноваційно-орієнтованих інвестиційних ресурсів в Україні. Але, враховуючи проведений аналіз джерел формування ресурсної бази інноваційно-активних підприємств та наведені вище фактори формування досліджуваної пропозиції інвестиційних ресурсів, спробуємо визначити інші впливові кількісні критерії.

По-перше, критерієм, спорідненим з характеристикою реального доходу населення, може слугувати *загальний обсяг ВВП*, тому ми будемо використовувати саме його для характеристики рівня загального економічного розвитку країни.

Для визначення залежності формування інвестиційної ресурсної бази для інноваційної діяльності від найбільшого економічного суб'єкту – держави – в якості критерію можна обрати *загальні державні витрати* або виокремити їх частину, безпосередньо пов'язану з досліджуваним ринком.

Через складність кількісного визначення інших факторів, які були включені до формалізованої моделі формування пропозиції інвестиційних



ресурсів на ринку інноваційного інвестування, наведеної в підрозділі 2.3 даного дисертаційного дослідження, ми пропонуємо додати до нашого аналізу критерії, які впливають на обсяги фінансових ресурсів, що надходять до підприємств з джерел, які було визначено вище в цьому розділі.

По-перше, формування ресурсів за рахунок власних коштів безпосередньо пов'язане з прибутковістю діяльності підприємств. Тому пропонуємо додати таку принципово важливу економічну характеристику, як **чистий прибуток**, що включається до складу ВВП як категорія доходу. Такий висновок можна пояснити тим, що він слугує основою для поповнення власної ресурсної бази в діяльності інноваційно орієнтованих підприємств.

По-друге, оскільки ми визначили можливість кредитного фінансування діяльності інноваційно-активних підприємств на довгострокових засадах, також введемо до моделі **обсяг довгострокових кредитів**, що надаються банківськими установами.

На основі цих показників заповнимо таблицю вихідних даних.

Таблиця 3.3

Вихідні дані для моделювання функції пропозиції інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів

Показники	Роки						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Сукупний обсяг інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат, млн. грн.	3806,4	4411,9	5630	6657,2	8786,3	10812	11324,4
ВВП, млн. грн.	170070	204190	225810	267344	345113	441452	544153
Видатки держбюджету, млн. грн.	48100	55500	60300	75800	102510	142010	175510
Довгострокові кредити банків, млн. грн.	3514	6156	11849	30553	48003	88599	159033
Чистий прибуток, млн. грн.	39394	56183	58894	76024	105924	118230	143771

На базі цих даних ми побудували наступну модель залежності обсягу інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат від зазначених факторів:

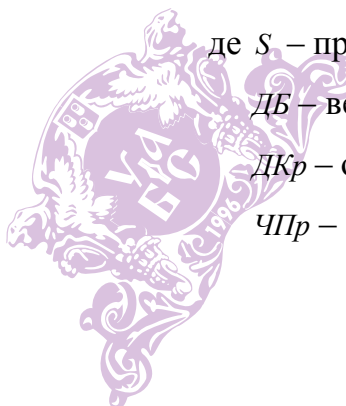
$$S = -1424,0600 + 0,0175VBP + 0,013DB + 0,0251DKp + 0,0094ЧПр, \quad (3.7)$$

де S – пропозиція інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів;

DB – величина видатків державного бюджету;

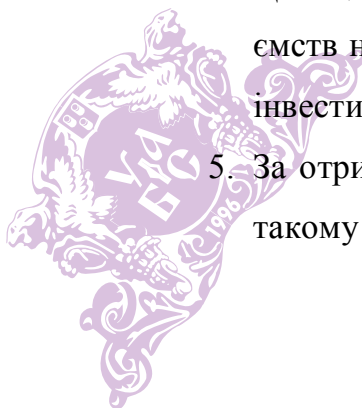
DKp – обсяг довгострокових кредитів банків;

$ЧПр$ – величина чистого прибутку підприємств.



Зробимо загальні висновки на основі отриманої функціональної залежності між величиною пропозиції інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів та факторами, що впливають на її розмір:

1. Має місце позитивна залежність між величиною пропозиції інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів та обсягом ВВП, що характеризується коефіцієнтом еластичності на рівні 0,0175. Це свідчить про те, що збільшення ВВП на 1 млн. грн. призводить до зростання пропозиції досліджуваних інвестиційних ресурсів на 17,5 тис. грн.
2. Має місце позитивна залежність між величиною пропозиції інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів та видатками державного бюджету, що характеризується коефіцієнтом еластичності на рівні 0,013. Це свідчить про те, що збільшення державних видатків на 1 млн. грн. призводить до зростання пропозиції досліджуваних інвестиційних ресурсів на 13 тис. грн.
3. Має місце позитивна залежність між величиною пропозиції інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів та обсягом довгострокових кредитів, наданих вітчизняними банківськими установами, що характеризується коефіцієнтом еластичності на рівні 0,0251. Це свідчить про те, що збільшення обсягів довгострокового кредитування на 1 млн. грн. призводить до зростання пропозиції досліджуваних інвестиційних ресурсів на 25,1 тис. грн.
4. Має місце позитивна залежність між величиною пропозиції інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів та обсягом чистого прибутку, що залишається в розпорядження вітчизняних суб'єктів господарювання. Ця залежність характеризується коефіцієнтом еластичності на рівні 0,0094. Це свідчить про те, що збільшення величини чистого прибутку підприємств на 1 млн. грн. призводить до зростання пропозиції досліджуваних інвестиційних ресурсів на 9,4 тис. грн.
5. За отриманою моделлю найбільший коефіцієнт еластичності відповідає такому фактору як обсяги довгострокового кредитування, що підкреслює



важливість цього інструменту в якості можливого стимулу інноваційного розвитку економіки України та ***ще раз підтверджує актуальність даного дисертаційного дослідження.***

Таким чином, проведене в даному підрозділі дисертаційної роботи дослідження дозволяє дійти висновку, що зростання інноваційно-орієнтованих витрат за абсолютною величиною дозволяє підтримувати їх частку в ВВП на відносно стабільному рівні. Саме тому існує можливість побудови відносно стійкого статистичного взаємозв'язку між цими показниками. В умовах скорочення чисельності працівників, які виконують наукові та науково-технічні роботи, зростає продуктивність їх праці. Інноваційна активність підприємств пов'язана, в першу чергу, з придбанням машин та обладнання для впровадження інновацій, частка витрат на які коливається приблизно на рівні 60% в загальній сумі витрат цього типу. В сучасних умовах інноваційно орієнтовані підприємства повинні розраховувати на фінансування діяльності переважно за рахунок власних коштів, в той час як виконавці наукових та науково-технічних робіт фінансуються переважно з державного бюджету. Частка двох зазначених джерел у фінансуванні досліджуваних витрат дорівнює 70%. Низька активність кредитних інститутів у забезпеченості фінансовими ресурсами інноваційної діяльності підприємств пояснюється наявністю альтернативних вкладень з меншим ступенем ризику та високою дохідністю. Що пов'язано з високою споживчою та кредитною активністю населення. Також потрібно відзначити зростання ділової активності підприємств в традиційних секторах та існуючі можливості екстенсивного розвитку, на що впливає краща забезпеченість основними фондами в традиційно орієнтованому сегменті інвестиційного ринку.



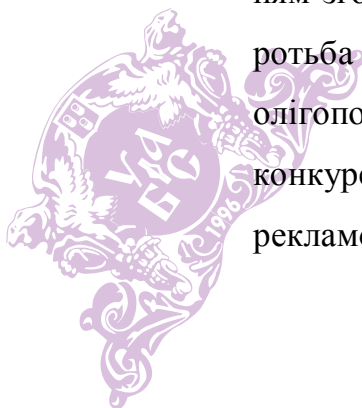
3.2. Обґрунтування олігополістичного характеру ринку інноваційного інвестування в Україні

На нашу думку, одним із важливих елементів дослідження будь-якого ринку слід вважати визначення його типу. Найпоширенішим класифікаційним критерієм при дослідженні ринків є рівень конкуренції. За цим критерієм прийнято виділяти досконалу конкуренцію, монополістичну конкуренцію, олігополію та монополію (по мірі ослаблення сумлінної конкуренції).

На нашу думку, **вітчизняний ринок інноваційного інвестування можна ідентифікувати в цілому як олігополістичний.**

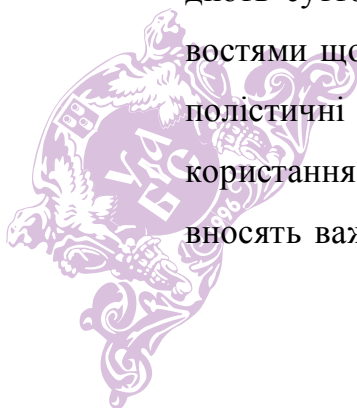
Олігополія є однією з найпоширеніших структур ринку в сучасній економіці. Традиційно вважається, що основними факторами, що визначають її як специфічний тип ринку, є наступні:

- невелика кількість учасників ринку (учасників ринку значно більше, ніж в умовах монополії, але суттєво менше, ніж в умовах досконалої конкуренції. Але, втім, не треба думати, що суб'єктів олігополістичного ринку можна в буквальному значенні перерахувати по пальцях: як і при монополійній конкуренції, поряд з великими агентами часто діє чимало дрібних фірм, однак на кілька провідних учасників ринку припадає найбільша частка сумарного обороту ринку, виходячи з чого саме їхня діяльність визначає розвиток подій);
- має місце взаємозалежність учасників ринку, тобто учасники ринку планують свою стратегію з урахуванням поведінки інших суб'єктів ринку;
- контроль над цінами обмежений взаємозалежністю фірм (за виключенням зговору), діє сильна нецінова конкуренція. В умовах олігополії боротьба за частку на ринку є основою конкурентної боротьби. Учасники олігополії намагаються перевершити один одного методами нецінової конкуренції: новими розробками, поліпшенням продукту, витонченою рекламою, кращим обслуговуванням тощо;



- доступ на ринок для нових агентів ускладнений (бар'єрами для входження на ринок нових фірм можуть бути, наприклад, великі рекламні витрати, великий рівень концентрації капіталу, значний обсяг капіталу, обмеження, що встановлюються державою шляхом ліцензування, нормування, труднощі у залученні кредитних ресурсів та ін.);
- історично олігополії утворюються шляхом витіснення з ринку слабких учасників або в результаті їхнього банкрутства, або як наслідок поглинання й злиття з більш сильними конкурентами.

Оцінюючи значення олігополістичних ринкових структур, необхідно відзначити неминучість їх формування як об'єктивного процесу, що обумовлено прагненням економічних агентів до досягнення оптимальних масштабів виробництва. Позитивна оцінка олігополістичних ринкових структур пов'язується, насамперед, з їх випереджаючими можливостями у досягненні науково-технічного прогресу. Ці ринкові структури відрізняються значною концентрацією величезних фінансових ресурсів, а також можливістю використовувати помітний вплив політичних і економічних кіл суспільства, що дозволяє їм з тим або іншим ступенем доступності брати участь у реалізації вигідних проектів і програм, фінансованих нерідко із суспільних фондів. На ринках з досконалою конкуренцією, які сформовані як сукупність значного числа невеликих та фінансово значно менш потужних економічних суб'єктів, представників дрібного й середнього бізнесу, як правило, існують менші можливості для практичної реалізації наявних розробок. Виходячи з того, що учасники олігополії мають значний обсяг прибутку, що є результатом існування бар'єрів для входження в галузь і їхні здатності уникати цінової конкуренції, великі підприємства, що входять до складу олігополістичних структур, володіють суттєво більшим фінансовим потенціалом та технологічними можливостями щодо практичної реалізації досягнень науки й техніки. Хоча олігополістичні ринки й не задовольняють абстрактним умовам ефективного використання й розподілу ресурсів, на практиці вони є ефективними, тому що вносять важливий вклад в економічне зростання, створюючи умови для до-



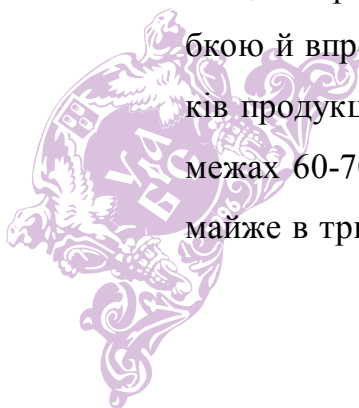
сліджень і розробок нових продуктів і технологій, а також впровадження цих винаходів у виробництво, є щонайкраще пристосованими для проведення тривалих, дорогих, фундаментальних досліджень.

Проведемо аналіз вітчизняного ринку інноваційного інвестування за кожним з визначених вище ідентифікаційних критеріїв.

1. Визначимо кількість учасників ринку інноваційного інвестування в Україні.

Спочатку проаналізуємо кількість покуців інвестиційних ресурсів на вітчизняному ринку інноваційного інвестування. Як зазначалося в підрозділі 2.1 даного дисертаційного дослідження, покупцями на ринку інноваційного інвестування виступають суб'єкти інноваційної діяльності або інноваційного підприємництва, які мають незадоволену потребу в фінансових ресурсах для закінчення наукових розробок, доведення інноваційної ідеї до рівня промислового зразка, переходу до повномасштабного виробництва інноваційної продукції, а також для комерціалізації інновації: виведення її на ринок нового товару, здійснення комунікаційних заходів тощо. Таким чином, до складу покупців інвестиційних ресурсів на досліджуваному ринку можна віднести промислові підприємства, що здійснюють інноваційну діяльність, різного роду технопаркові структури. Визначимо кількість вказаних економічних агентів на сьогоднішній день в Україні.

Економічні перетворення 1990-х років призвели до істотного скорочення загального обсягу пропозиції інноваційних розробок (за період з 1991 р. по 2006 р. він скоротився в 3,3 рази, у тому числі по створенню нових видів техніки й технології – майже в чотири рази), зниження питомої ваги інноваційно-активних промислових підприємств, про що свідчать дані рис. 3.1. Якщо наприкінці 1980-х років питома вага підприємств, які займалися розробкою й впровадженням нової продукції, вдосконаленням уже існуючих зразків продукції або виробничих процесів у промисловості СРСР, коливалась в межах 60-70%, то на початку 1990-х років цей показник в Україні знизився майже в три рази. В 1992-1995 рр., згідно даним Держкомстату, частка інно-



ваційно-активних українських підприємств становила 20-26%. У наступні роки ці показники спочатку стабілізувалися, а потім знову стали погіршуватися. Так, якщо з 1997 р. по 2002 р. питома вага підприємств, які здійснювали інновації, у загальній кількості промислових підприємств України коливалася від 16,5% до 18,7%, то в 2006 р. цей показник склав усього лише 11,4%.

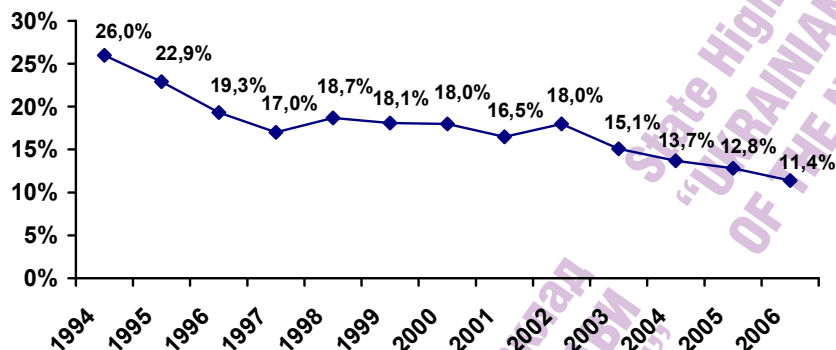


Рис. 3.1. Динаміка питомої ваги інноваційно-активних підприємств у загальній кількості промислових підприємств

Для порівняння відзначимо, що серед країн Європейського Союзу мінімальні показники інноваційної активності в 2004 р. мали Португалія (26%) і Греція (29%), що приблизно в 2 рази вище, ніж в Україні. У порівнянні із країнами – лідерами в технологічній сфері (Нідерланди (62%), Австрія (67%), Німеччина (69%), Данія (71%) і Ірландія (74%)) розрив становить 3-4 рази [331]. Згідно зі статистичними даними сьогодні в середньому у країнах – членах Євросоюзу 53% виробничих підприємств визнаються інноваційними; нові або вдосконалені продукти становлять 31% загального обсягу виробництва у промисловості цих країн [399, 172, 173].

Як свідчать дані таблиці 3.4, найбільш активними з погляду впровадження інновацій є підприємства машинобудування (32%), харчової промисловості й переробки сільськогосподарських продуктів (25%).

Обсяг реалізованої інноваційної продукції в 2006 р. склав тільки лише 5,8% від загального обсягу реалізованої продукції, що на 1,6% нижче в порі-

внянні з 2002 р. (7%). Найбільший обсяг реалізованої інноваційної продукції відзначався на підприємствах машинобудування (19,3% загального обсягу реалізованої промислової продукції) і хімічної промисловості (14,2%).

Таблиця 3.4

Структура інноваційно-активних підприємств по видах економічної діяльності в 2006 р.

Вид економічної діяльності	Питома вага інноваційно-активних підприємств у загальному обсязі, %
Добувна промисловість	3
Харчова промисловість і переробка сільськогосподарських продуктів	25
Легка промисловість	6
Виробництво деревини й виробів з деревини	2
Целюлозно-паперова промисловість; видавнича справа	3
Виробництво коксу й продуктів нафтопереробки	1
Хімічна й нафтохімічна промисловість	9
Виробництво інших неметалевих мінеральних виробів	6
Металургія й обробка металу	7
Машинобудування	32
Інші галузі виробництва	4
Виробництво й розподіл електроенергії, газу й води	2

Характеристика інноваційної активності промислових підприємств України за напрямками проведених інновацій, представлена в таблиці 3.5, ще раз підтверджує вкрай незначну кількість активних покупців інвестиційних ресурсів на вітчизняному ринку інноваційного інвестування.

Таблиця 3.5

Інноваційна активність промислових підприємств за напрямками проведених інновацій [368]

Показники, у % до загальної кількості промислових підприємств	Роки	
	2005	2006
Кількість підприємств, що займалися інноваційною діяльністю	13,7	11,9
<i>із них за напрямками</i>		
дослідження і розробки	3,7	3,2
придбання нових технологій	1,3	1,1
<i>з них</i>		
придбання виключних майнових прав на винаходи, корисні моделі, промислові зразки, ліцензій, ліцензійних договорів на використання зазначених об'єктів	0,6	0,6
придбання машин, обладнання, установок, інших основних засобів та капітальні витрати, пов'язані з упровадженням інновацій	6,1	5,5
виробниче проектування, інші види підготовки виробництва до випуску нових продуктів, впровадження нових методів їх виробництва	4,3	3,8
маркетинг, реклама	3,7	3,3

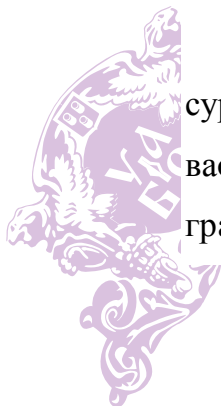
Таким чином, можна зробити висновок, що серед промислових підприємств число активних учасників ринку інноваційного інвестування є вкрай незначним.

Що стосується технопаркових структур, то слід зазначити той факт, що в промислово розвинених країнах світу функціонує більше 3 тис. технологічних парків, інноваційних центрів, бізнес-інкубаторів, центрів трансферу технологій, технополісів і інших інноваційних структур, які є основою національних інноваційних систем і каталізатором інноваційного розвитку. У США на сьогоднішній день функціонують близько 140 наукових і технологічних парків, у Великобританії – понад 40, у Росії – близько 100, а в цілому Європейська інноваційна сфера нараховує понад 1,5 тисяч різних інноваційних центрів, у тому числі понад 160 науково-технічних парків [153, 184].

В Україні, на жаль, кількість бізнес-інкубаторів вкрай мала: в Одеській області їх дев'ять, у Києві – шість, в АР Крим – два, у Кіровоградській, Миколаївській і Одеській областях – по одному. Українська асоціація бізнес-інкубаторів і інноваційних центрів за час свого функціонування (з 1998 р.) успішно здійснила тільки 17 інноваційних проєктів [144]. Загалом в Україні в 2006 р. інкубаційну діяльність здійснювали 6-7 інкубаторів, але тільки 3-4 із них реально надавали підтримку наукомісткому підприємництву [235].

В Україні формально існує шістнадцять технопарків, однак лише чотири з них можна вважати більш-менш ефективними. Це «Напівпровідникові технології й матеріали, оптоелектроніка й сенсорна техніка», Інститут електрозварювання ім. Е.О.Патона (м. Київ), Інститут монокристалів (м. Харків) і «Вуглемаш» (м. Донецьк). Нещодавно в Україні створено новий технопарк «Екологічний технологічний парк «Екоцентр-43» (Екотехнопарк) у місцях колишнього розташування підрозділів і підприємств 43-ї Ракетної армії [382].

На жаль, сьогодні в умовах обмежених бюджетних та інвестиційних ресурсів в Україні процес створення інноваційних структур всіх типів перебуває на початковій стадії. В умовах відсутності державної довгострокової програми їх розвитку, механізмів фінансово-кредитної, податкової та організа-



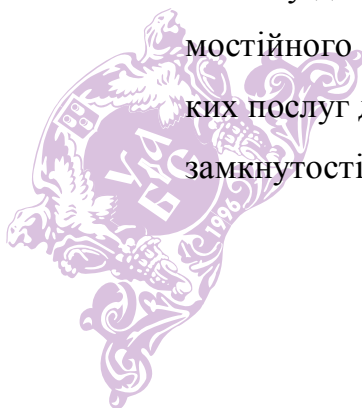
ційної підтримки з боку державних структур (за винятком трьох академічних технопарків), а також відповідного методичного забезпечення, цей процес є несистемним і епізодичним.

Розглядаючи посередницькі фірми й організації в області інтелектуальної власності й трансферу технологій, які у світі традиційно є значущими суб'єктами досліджуваного ринку, відзначимо, що в Україні, на жаль, вони здебільшого воліють надавати тільки консалтингові послуги й не беруть на себе видатки й відповідальність по управлінню інтелектуальною власністю. Така спрямованість діяльності посередницьких фірм, крім високих ризиків вкладень і відсутності в посередників коштів на оплату експертизи й патентування, можливо, пов'язана з острахом більшості суб'єктів досліджуваного ринку передавати права на інтелектуальну власність посередникові, а також із кваліфікацією й досвідом фахівців, що працюють у даній сфері бізнесу.

Можна виділити кілька причин, що знижують зацікавленість розроблювачів у контактах з даними посередниками.

По-перше, стійка недовіра до посередників взагалі й негативний досвід посередницьких інноваційних фірм початку 1990-х років. Сьогодні розроблювачі також побоюються втратити контроль над процесом реалізації своєї розробки й воліють займатися трансфером самостійно. Стабільність цього стереотипу поведінки закріплюється, з одного боку, побоюванням розроблювачів марно витратити гроші, а з іншого боку – уявленням, що питання патентування можна вирішити самим при наявності вільних фінансових ресурсів, а головна проблема складається в пошуку замовника.

По-друге, нерозвиненість вітчизняного ринку посередницьких послуг. В умовах високих ризиків більшість українських фірм орієнтовані на консалтингову діяльність, а більшість розроблювачів – на пошук замовника для самостійного або спільного виробництва. Нерозвиненість ринку посередницьких послуг для інноваційної діяльності проявляється й у значній регіональній замкнутості фірм – посередників.



По-третє, взаємодія із закордонними посередниками виявила кілька проблем. Так, процедура взаємодії посередника й розроблювача представляється останнім складною, детальне подання характеристик розробки і її економічних аспектів здійснюється вкрай рідко. Розроблювачі підозрюють закордонних посередників в упередженому відношенні до вітчизняних наукових досягнень і в технологічному піратстві. Загальноприйняте в закордонних фірмах присвоєння прав на інтелектуальну власність також представляється небезпечним для українських розроблювачів. І, нарешті, академічні інститути не можуть оплатити підготовку плану комерціалізації за рахунок власних коштів. До цих проблем приєднується складність взаємодії через мовний бар'єр і різне відношення до чіткості виконання прийнятих на себе зобов'язань.

Таким чином, проведений вище аналіз дозволяє зробити висновок, що кількість покупців інвестиційних ресурсів на вітчизняному ринку інноваційного інвестування невелика.

Проаналізуємо кількість продавців інвестиційних ресурсів на вітчизняному ринку інноваційного інвестування.

Як зазначалося в підрозділі 2.1 даного дисертаційного дослідження, до основних продавців на досліджуваному ринку можна віднести державу, яка надає бюджетні кошти на фінансування інноваційної діяльності, банківські установи, що здійснюють проектне фінансування інновацій або інноваційне кредитування, суб'єктів господарювання, які фінансують інноваційну діяльність за рахунок власних коштів, іноземних інвесторів, а також різного роду посередників досліджуваного ринку. Структура їх участі у загальному обсязі акумульованих інвестиційних ресурсів для подальшого спрямування в інноваційну сферу за 2002-2006 рр. представлена на рис. 3.2.

Аналіз джерел фінансування інноваційної діяльності в Україні дозволяє зробити висновок, що не дивлячись на значні обсяги кредитних ресурсів **банки** лише фрагментарно приймають участь в інвестиційному забезпеченні інноваційного розвитку, що пов'язано з короткостроковістю ресурсів банків, з недосконалістю банківського законодавства, а також з великим рівнем ризику таких операцій.



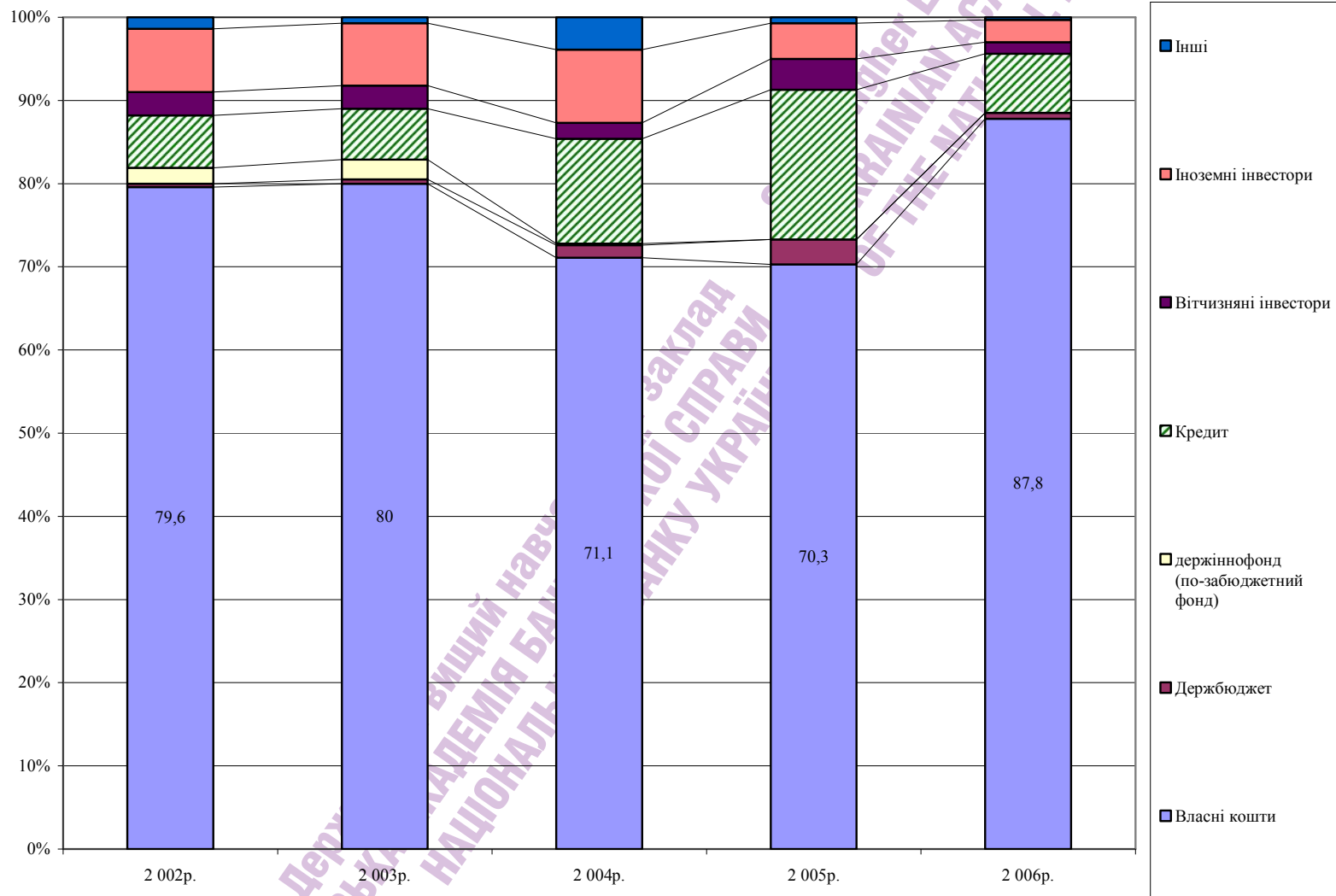


Рис. 3.2. Структура фінансового забезпечення інноваційної діяльності в Україні [302, С. 84-207; 204, С. 61]

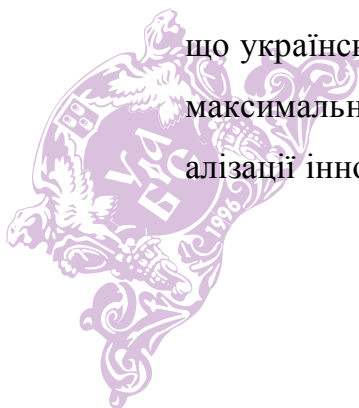


За даними Національного банку України, в 2006 р. кредитні кошти становили 6,26% загального обсягу фінансування інноваційної діяльності в Україні. В 2004 р. кредити для розвитку інноваційної діяльності використали 77 підприємств, їх обсяг становив 551,1 млн. грн., або 15% загального обсягу фінансування. В 2005 р. частка кредитів банків в загальному обсязі фінансування інноваційної діяльності складала 18%. Якщо досліджувати питому вагу кредитних ресурсів у загальній структурі фінансування в динаміці, то, як видно з рис. 3.2, вона є незначною і характеризується зростаючо-спадаючою тенденцією (зростає з 6,1 до 18% за 2002-2004 рр. та скорочується у 2006 році до 7,1%).

У ряді східно-європейських країн загальний обсяг кредитування реального сектора економіки становить 90%, у той час як в Україні, на жаль – тільки лише 20% від рівня ВВП [350, 348. 392]. Обсяги надання довгострокових кредитів (строком від трьох років) вітчизняними банківськими установами є вкрай низькими: частка довгострокових кредитів у складі кредитного портфеля українських банків в 1991-1997 рр. була порівняно невеликою (її середнє значення становило 8,9% від загального обсягу наданих кредитів), в 2004-2005 р. було зафіксоване зростання цього показника до 19,6%, в 2006 р. обсяг довгострокових кредитів взагалі трохи збільшився, досягши 53% від загального обсягу наданих кредитів, а кредити на інвестиційну діяльність збільшилися в 2 рази й склали 11,7% від загального обсягу кредитів, наданих суб'єктам господарської діяльності.

Однак ринок інвестиційних кредитів в Україні, незважаючи на позитивну динаміку розвитку протягом останніх років, як і раніше залишається досить звуженим і не забезпечує інвестиційних потреб економіки в повному обсязі, про що свідчать діаграми, представлені на рис. 3.3.

Незначні обсяги довгострокового кредитування економіки засвідчують, що українські банки віддають перевагу проектам, здатним давати прибутки в максимально короткі терміни (слід зауважити, що економічний ефект від реалізації інноваційних проектів є розтягненим у часі). Короткострокові ж бан-



ківські кредити, як відомо, не мають ні інвестиційної, ні, тим більше, інноваційної спрямованості.

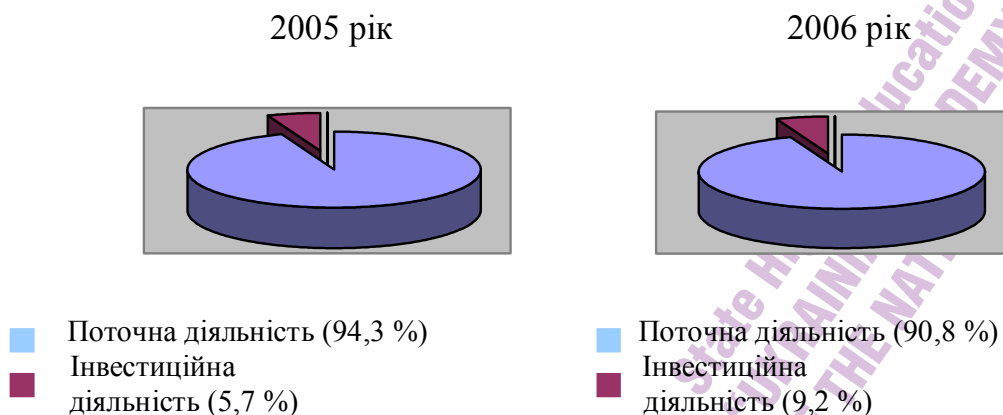


Рис. 3.3. Структура кредитного портфеля банків України по напрямках діяльності в 2005 р. і 2006 р.

Одна з основних причин того, що в Україні налічуються одиниці банківських установ, що здійснюють кредитування інноваційного сектора економіки, полягає в тому, що більшість вітчизняних банків мають невеликий розмір капіталу [325]. Рівень капіталу всієї банківської системи України відповідає рівню капіталу одного середнього по розміру банку в Каліфорнії або одного великого банку в Центральній Європі. Оскільки фінансовий потенціал банківської системи України є незначним, то, відповідно, можливості для кредитування інвестиційної діяльності в інноваційному секторі економіки – невеликі [167]. Зокрема, відзначимо, що фінансовий потенціал комерційних банків України менше потенціалу комерційних банків Росії в 5 разів, Японії – в 200 разів, тому українські банки не можуть дозволити собі надавати довгострокові інноваційні кредити під невисокі відсотки [251].

Щодо банківського інвестування шляхом придбання цінних паперів, то згідно з рис. 3.4 можна зробити висновок, що останнім часом зростають обсяги фондової діяльності лише великих банків, яких, як вже зазначалося, і так небагато.

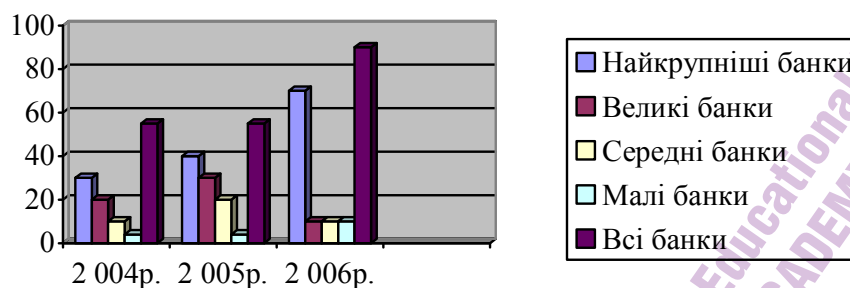


Рис. 3.4. Динаміка вкладень у цінні папери українських банків
в 2004 - 2006 рр., млрд. грн.

Невеликі розміри капіталу більшості вітчизняних банківських установ істотно обмежують їхні можливості й відносно участі в операціях проектного фінансування інновацій. У світовій практиці вважається, що нижня межа ефективності операцій проектного фінансування становить 10-15 млн. дол. США. Таким чином, для того, щоб ефективність участі банку в операціях проектного фінансування була високою, він повинен мати достатній капітал. Зіставивши норматив власного капіталу з мінімально ефективною сумою проектного фінансування, можна відразу відкинути банки, які не можуть виступати на ринку надання даної послуги як самостійні гравці.

Що стосується спеціалізованих інноваційних банків, то реально функціонує тільки один – Український банк реконструкції й розвитку (УБРР). У 2004 р. статутний капітал цього банку становив 200 млн. грн., виходячи з чого можна поставити під сумнів його здатність до фінансування великомасштабних інноваційних заходів в економіці, адже, згідно з нормативами НБУ, максимальний розмір кредиту в одні руки при розмірі статутного фонду в 200 млн. грн. становить лише 50 млн. грн. Нажаль, останнім часом в УБРР виник цілий ряд проблем, які будуть досліджені в підрозділі 5.1 даної дисертаційної роботи. Банки, що були створені як інноваційні («Укрінбанк», «Інтелект»), реально не функціонують як такі, вважаючи фінансовий ризик таких операцій занадто високим.

Таким чином, можна зробити висновок, що кількість банківських установ, яких можна вважати активними учасниками вітчизняного ринку інноваційного інвестування, є вкрай незначною.

Розглянемо можливості держави на досліджуваному ринку. Доведено, що інноваційна модель розвитку потребує здійснення витрат на фінансування науки у розмірі не менш, ніж 2% ВВП. На думку деяких вітчизняних економістів, в Україні цей показник повинен бути вище з ряду причин: по-перше, через низький рівень показника ВВП на душу населення, по-друге, через деформовану структуру економіки й промисловості, по-третє, через вкрай низький рівень фінансування інновацій протягом останніх десяти років [285, 271, 79, 250, 333, 221, 43]. Незважаючи на те, що Законом України «Про основи державної політики в сфері науки та науково-технічної діяльності» [1] передбачені тверді норми бюджетного фінансування науки, за роки незалежності обсяги такого фінансування скоротилися більш, ніж в 6 разів – з 2,5% до 0,41% ВВП. За станом на 01.01.2004 р. фінансування наукових розробок державою склало 0,35% ВВП [376]. Найбільш складною є ситуація з фінансуванням фундаментальних досліджень – вони займають останнє місце в рейтингу пріоритетів державної політики, про що свідчать дані про видатки консолідованого бюджету України [313]. У 2005 р. з державного бюджету профінансовано лише 1,4% інноваційних витрат, у 2004 р. – ще менше – 0,5% (включаючи кошти місцевих бюджетів – 1%), в 2003 р. – 3% [302]. Галуzeвий розподіл бюджетних асигнувань на інноваційну діяльність представлено в таблиці 3.6.

Таким чином, основним джерелом інвестиційного капіталу на ринку інноваційного інвестування сьогодні виступають власні кошти суб'єктів господарювання. Про зниження частки державної участі й збільшенні питомої ваги власних коштів підприємств у фінансуванні наукових і науково-технічних робіт свідчать і дані, представлені в таблиці А.4 додатку А.

Таблиця 3.6



Структура бюджетних асигнувань на інноваційну діяльність по галузях економіки України в 2006 р.

<i>Галузь економіки</i>	<i>Питома вага бюджетних асигнувань на фінансування інноваційної діяльності в галузі в загальному обсязі, %</i>
Машинобудування	51
Добувна промисловість	45
Виробництво й розподіл електроенергії, газу й води	3,5
Хімічна промисловість	0,38
Легка промисловість	0,07
Металургія й обробка металу	0,05

В 2006 р. у цілому по промисловості головним джерелом фінансування інноваційної діяльності були власні кошти підприємств, на частку яких доводилося 77% загального обсягу видатків на інновації. При цьому в таких низькоукладних галузях, як виробництво коксу й продуктів нафтопереробки, металургія й обробка металу, виробництво машин і устаткування, інноваційна діяльність здійснювалася за рахунок власних коштів підприємств практично в повному обсязі (93%-99%), а інноваційна діяльність на підприємствах з виробництва шкіри й шкіряного взуття фінансувалася самостійно на 100%.

Аналізуючи власні джерела фінансування технологічного оновлення на вітчизняних підприємствах, слід зауважити, що за даними Державної податкової адміністрації і Міністерства економіки України, на жаль, у середньому 40% амортизаційних ресурсів використовується не за призначенням.

З урахуванням дефіциту власних коштів на більшості підприємств України, низького рівня рентабельності в реальному секторі економіки (понад 40% промислових підприємств є збитковими, ті ж підприємства, які беруть участь в інноваційній діяльності, витрачають на ці цілі близько 1 млн. грн. на рік, що явно недостатньо з позицій діючих закордонних стандартів [303]), високого рівня зношеності основних фондів (коефіцієнт зношення основних засобів в середньому по галузях економіки країни на початок 2007 р. досягав 45%), можна зробити висновок про обмежену кількість економічних суб'єктів, що здійснюють повномасштабне інвестування інноваційної діяльності, тобто про обмежену кількість учасників досліджуваного ринку. Група успішних українських підприємств є досить обмеженою. Більше всього мож-

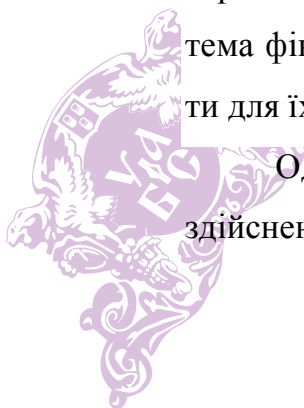


ливостей для інноваційного розвитку на сьогодні мають підприємства з іноземним капіталом, які мають доступ до закордонних джерел фінансування та технологій. Інноваційна політика підприємств мала короткостроковий характер і не дозволяла забезпечити умови для розвитку виробничо-технологічної бази, індикаторами чого стали низький рівень і негативна динаміка витрат на наукові дослідження та розробки, практична відсутність витрат на маркетинг і підготовку персоналу.

Ще однією формою фінансування інвестиційно-інноваційної діяльності в Україні є *промислово-фінансовий капітал*. Із часу прийняття в Україні перших нормативних документів, якими було дозволено створення ПФГ [19, 31, 32], жодну ПФГ в Україні офіційно не зареєстровано. Згідно з Законом України «Про промислово-фінансові групи в Україні» [11] до складу ПФГ може входити тільки один банк, але за станом капіталізації грошових коштів фактично жоден з українських банків не спроможний сприяти реалізації кінцевої продукції ПФГ в обсязі, визначеному законом України, в еквіваленті 100 млн. дол. США [243]. Робити будь-які висновки щодо результативності функціонування ПФГ як суб'єктів ринку інноваційного інвестування в Україні досить проблематично через непрозорість таких структур, відсутність відпрацьованого статистичного спостереження за їх діяльністю, неповноти та фрагментарності наявних даних.

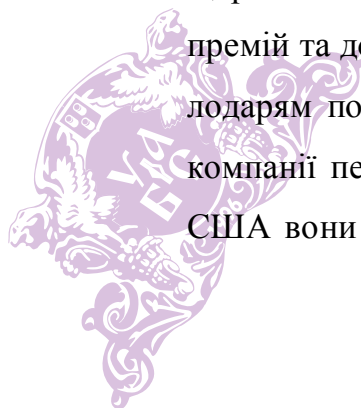
Розглянемо місце *небанківських фінансово-кредитних інститутів* на вітчизняному ринку інноваційного інвестування. Незважаючи на те, що в країнах з розвинутою економікою вони відіграють дуже важливу роль в економічному розвитку країни в цілому і фінансуванні інноваційної діяльності зокрема, в Україні на теперішній час вплив небанківського фінансового сектора на формування кредитних потоків є незначним – не перевищує 2%. Система фінансових інститутів, покликаних акумулювати тимчасово вільні кошти для їх наступного інвестування, в Україні ще до кінця не сформована.

Одним з основних джерел надання фінансово-кредитних ресурсів для здійснення інноваційної діяльності в промислово розвинених країнах є *пен-*



сійні фонди. В Україні ж їхнє використання як скільки-небудь значущого суб'єкта ринку інноваційного інвестування тільки передбачається, тому що не тільки державні, але й недержавні пенсійні фонди відповідно до діючих нормативних документів не вправі займатися комерційною діяльністю. В Україні сумарні активи всіх недержавних пенсійних фондів не перевищують активів одного великого банку. При цьому ці активи пенсійні фонди використовують значною мірою для операцій із трьох- і шестимісячними ДКЗ, тобто не на інвестиційні цілі [159]. За даними Держкомстату, на початок 2001 р. в Україні було зареєстровано близько 110 недержавних пенсійних фондів, але, на жаль, в 2003 р. кількість реально працюючих таких фондів складала лише близько 20, а обсяг фінансування у співвідношенні до загального обсягу фінансування становив 0,7% – інноваційної діяльності та 3,2% – науково-технічної діяльності [301]. Станом на 30.09.2006 р. у Держреєстрі містилась інформація про 75 недержавних пенсійних фондів (НПФ), з яких 59 відкритих, 10 корпоративних та 6 професійних [203].

Розглянемо місце **страхових компаній** на вітчизняному ринку інноваційного інвестування. Взагалі роль страхових компаній на фінансовому ринку визначається тим, що вони можуть зосередити великі кошти для подальшого їхнього інвестування, як посередники вони мають такі можливості акумулювати й професійно інвестувати капітал, які недоступні для інших інвесторів. Компанії страхування життя мають перевагу перед банками, оскільки банки монополізували операції залучення коштів на поточні рахунки, але ці кошти мають велику мобільність і тому вкладення їх у довгострокові зобов'язання пов'язані з великим ризиком, в той час як страхові компанії мають суттєво більші можливості для дострокового інвестування, оскільки, як правило, щорічне надходження коштів до страхових компаній у вигляді страхових премій та доходів від активних операцій набагато перевищує суму виплат володарям полісів. Завдяки цьому в економічно розвинених країнах страхові компанії перетворилися в найважливіший канал фінансування економіки (у США вони зосредили 70% облігацій нефінансових корпорацій, у Канаді –



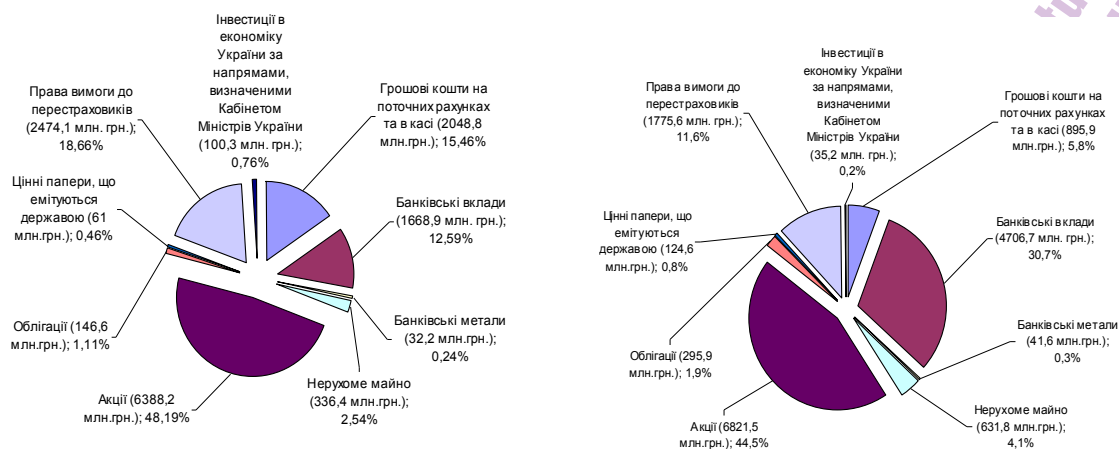
більше 40%), і ця тенденція характерна для більшості країн. Особливість інвестиційної політики страхових компаній полягає в тому, що акумульовані капітали належать індивідуальним страхувальникам і лише тимчасово знаходяться в розпорядженні страхової компанії, виходячи з чого інвестиційний портфель таких компаній насамперед має відповідати вимогам надійності, а вже потім – прибутковості. Цим зумовлена певна консервативність інвестиційної політики страхових компаній – в економічно розвинених країнах саме вони є основним покупцем державних цінних паперів та довгострокових облігацій промислових компаній.

В Україні ж страхові компанії поки що не стали активним інституційним інвестором на ринку інноваційного інвестування, страховий ринок сьогодні не повною мірою акумулює існуючі інвестиційні ресурси. Обсяг страхових премій складає трохи більше 2% ВВП, тоді як у промислово розвинутих країнах аналізований показник складає 9-12%; загалом застрахованими є лише до 10% ризиків, тоді як у більшості європейських країн цей показник досягає 90-95% .

Вітчизняні страхові компанії не є активними інвесторами на ринку корпоративних облігацій з причини низького рівня розвитку українського ринку облігацій в цілому, поширеності непублічних емісій та цільових облігацій. На відміну від світових тенденцій, коли страхові компанії вкладають капітал переважно в конвертовані облігації, вітчизняні страхові компанії охоче інвестують свої резерви в цінні папери з більш високим ризиком, зокрема в акції, що продемонстровано на рис. 3.5.

В цілому, незважаючи на перспективність інвестиційної діяльності українських страхових компаній на ринку акцій, обсяг таких інвестицій поки що залишається відносно невеликим, крім того, на жаль, відсутня статистична інформація стосовно того, яка частка інвестицій страхових компаній України припадає саме на інноваційний сектор вітчизняної економіки.





станом на 31.06.2005 р. [299]

станом на 01.01.2007 р. [315]

Рис. 3.5. Структура наявних активів страховиків, визначених статтею 31 Закону України “Про страхування”

Факторами, що обумовлюють низький рівень активності страхових компаній як постачальників інвестиційних ресурсів на вітчизняний ринок інноваційного інвестування, є: зменшення ресурсної бази, обумовлене низькою якістю послуг й скороченням страхових виплат; низька якість активів страхових компаній, надвисока частка банківських депозитів та незадовільна якість інших інвестиційних інструментів; невирішена проблема розміщення резервів (згідно нових правил, страховики, по суті, можуть купувати акції лише на ПФТС).

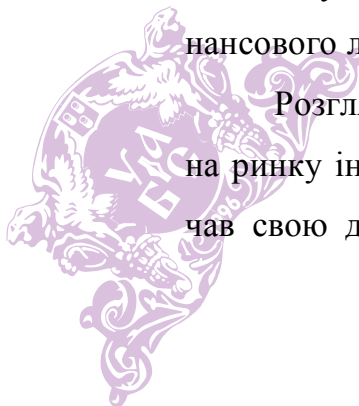
Велике число створених у процесі ваучерної приватизації *інвестиційних фондів* також не виконують функції збору вільних коштів на досліджуваному ринку. Значна частина цих фондів володіє в основному неліквідними акціями приватизованих підприємств і великих операцій не проводить. Що стосується частини інвестиційних фондів, які мають акції, що котируються на ринку, то спостерігається тенденція до перереєстрації їх в інвестиційні компанії або до створення ними банків на основі своїх активів. Основним фактором, що стримує спрямування коштів інвестиційних фондів в іннова-

ційну сферу є недостатній рівень розвитку фондового ринку, наявність на ньому недооцінених акцій, вартість яких останнім часом зростала у декілька разів за рік. Інвестиційні фонди отримують надвисоку доходність по операціях з купівлі недооцінених акцій, виходячи з чого не мають потреби інвестувати у ризикові інноваційні проекти.

Перспективним напрямом інвестиційного забезпечення інноваційної діяльності є кошти *кредитних спілок і союзів*. В Україні ця форма організації фінансових послуг небанківського сектора є майже не розвинутою. Кредитні союзи охоплюють лише 0,1% населення, а їх активи становлять 10 млн. грн. Відповідно і вплив таких структур на розвиток ринку інноваційного інвестування є незначним.

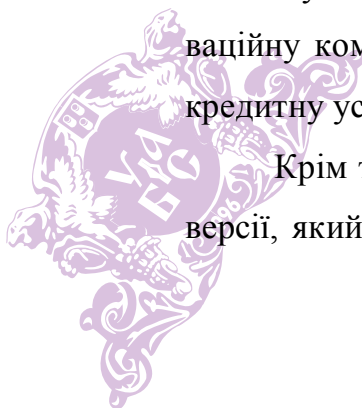
Лізингові компанії теоретично мають бути вагомим постачальником інвестиційних ресурсів на вітчизняний ринок інноваційного інвестування (потенційний попит на лізингові послуги в Україні оцінюються в 12-50 млрд. дол. США), але реально в Україні діє 22 лізингові компанії (зареєстровано 40), за оцінками асоціації «Укрлізинг», обсяг лізингових угод на кінець 2003 р. склав 326,5 млн. грн., що становило 0,18% ВВП, з яких на лізинг обладнання припадало 297,8 млн. грн. (80% становив міжнародний лізинг), за оцінками лізингових компаній, тільки одна з 50-ти заявок на лізинг задовольняється, оскільки більшість підприємців є неплатоспроможними [259]. Станом на кінець 2005 р. в Державній комісії з регулювання ринку фінансових послуг було зареєстровано 24 компанії, які мали намір надавати послуги фінансового лізингу. Протягом 2006 р. фінансовими компаніями та юридичними особами, які не мають статусу фінансових установ, але можуть згідно з законодавством надавати фінансові послуги, укладено 1517 договорів фінансового лізингу на суму 845,0 млн. грн. На кінець року обсяг діючих договорів фінансового лізингу склав 2,0 млн. грн.

Розглянемо *позабюджетні фонди* як джерело інвестиційних ресурсів на ринок інноваційного інвестування. Державний інноваційний фонд розпочав свою діяльність відповідно до Постанови Кабінету Міністрів України



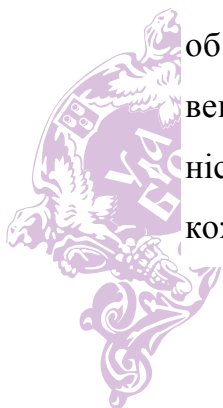
№981 від 18 лютого 1993 р., але його кошти в 1999 р. становили 3,2% від загального обсягу фінансування інноваційної діяльності, 93% інноваційних проектів, що мали фінансуватися за їх рахунок, не були реалізовані. У зв'язку з цим Постановою КМУ №654 від 13 квітня 2000 р. на базі Державного інноваційного фонду та його регіональних відділень була створена Українська державна інноваційна компанія, яка є правонаступником майнових прав та обов'язків Державного інноваційного фонду. Відповідно до Закону України «Про інноваційну діяльність» [2] кошти даної державної інноваційної фінансово-кредитної установи формувалися за рахунок коштів Державного бюджету України, залучених відповідно до діючого законодавства вітчизняних і іноземних інвестицій юридичних і фізичних осіб, добровільних внесків юридичних і фізичних осіб, від власної або спільної фінансово-господарської діяльності й інших джерел, не заборонених законодавством України. Основними завданнями компанії були: організація відбору й експертизи інноваційних проектів, фінансування інноваційних проектів, спрямованих на впровадження прогресивних науково-технічних розробок і технологій виробництва, освоєння випуску нових видів продукції шляхом надання підприємствам кредитів і інших форм інвестування. Відповідно до статуту, для фінансування інноваційних і інвестиційних проектів компанія могла залучати українських і іноземних інвесторів, здійснювати випуск цінних паперів, у тому числі облігацій і векселів, операції з ними й іншими цінними паперами, видавати доручення, гарантії, займатися факторингом і лізингом, а також здійснювати довірчі операції. У вересні 2006 р. з метою забезпечення ефективного управління нею її було передано до сфери управління Державного агентства України з інвестицій та інновацій. 8 серпня 2007 р. було схвалено Постанову Кабінету Міністрів України [16], згідно з якою Українську державну інноваційну компанію було перейменовано у Державну інноваційну фінансово-кредитну установу (ДІФКУ) та було внесено зміни до її Статуту.

Крім того, з 1992 р. по 2000 р. існував Державний фонд сприяння конверсії, який формувався з коштів відрахувань у розмірі 3% від собівартості



товарної продукції підприємств оборонного комплексу. Продовжують свою діяльність позабюджетні Фонд фундаментальних досліджень та Український фонд підтримки підприємництва. Однак статистичні дані [179, 301] свідчать, що сьогодні фінансування інноваційної діяльності у промисловості України через позабюджетні фонди є низьким: частка такого фінансування становить лише 1,2-1,9% загального обсягу.

Що стосується *венчурних фондів* як постачальників інвестиційних ресурсів на вітчизняний ринок інноваційного інвестування, то слід зазначити, що в нашій країні венчурний бізнес як нова форма ресурсного забезпечення інноваційної діяльності тільки зароджується, оскільки тільки 4 венчурних фонди є активними учасниками досліджуваного ринку. Обсяг вкладень венчурних фондів у високотехнологічний сектор вітчизняної економіки незначний і не перевищує 5% загального обсягу прямих інвестицій [212]. Аналізуючи досвід становлення механізму венчурного інвестування в Україні, слід зазначити, що в 2002-2005 р. у країні стала складатися власна національна модель венчурних інвестицій, що акумулює національний капітал. Її відмінною рисою є формування венчурних фондів переважно великими ПФГ, концернами й холдингами в рамках великих компаній, а не поза ними, як це передбачено традиційною моделлю венчурного інвестування. Істотний недолік даної моделі полягає в тому, що коло технологічних компаній, здатних одержати підтримку з боку венчурного капіталу досить вузький, оскільки фінансуються в основному інноваційні проекти, реалізовані в рамках великих корпорацій. Деякі міжнародні організації підтримують розвиток венчурного підприємництва в нашій державі, у тому числі ЄБРР бере участь у венчурному фінансуванні інноваційних проектів. За ініціативи окремих виробничих об'єктів та наукових організацій створено кілька венчурних фондів та об'єднань, у тому числі Асоціацію венчурного капіталу (Східноукраїнський венчурний фонд); науково-виробничу асоціацію «Уран», що кооперує діяльність не тільки вітчизняних підприємств, а й м. Москви і м. Донецька, а також співпрацює з Європейською асоціацією венчурного капіталу; венчурний



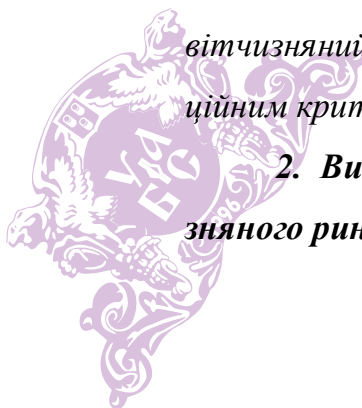
фонд Western NJS Enterprise Fund, діяльність якого призначена для підтримки малих та середніх підприємств в Україні (за участю США в початковому фінансуванні капітальних вкладень) та інші. Але загальна кількість інвестиційних ресурсів, що постачаються венчурними фондами на вітчизняний ринок інноваційного інвестування на сьогодні досить мала, що не дозволяє вважати їх активними учасниками цього ринку.

Досліджуючи небанківських посередників ринку інноваційного інвестування, не можна не відмітити досить новий їх вид – **компанії по управлінню активами**, який, до речі, дуже динамічно розвивається. Використання послуг цих посередників дає цілий ряд переваг, а саме: можливість суттєво знизити ризик при здійсненні фінансових схем, які передбачають фінансування інвестиційних та інноваційних проектів, за рахунок професіоналізму цих компаній, їх взаємодії з банками та страховими компаніями, можливість мінімізації витрат на навчання та роботу власних аналітиків і керівників, отримання максимального прибутку від інвестиційних вкладень тощо. За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, кількість таких компаній з 2006 р. по 2007 р. виросла на 43% (з 159 до 228), а кількість інститутів спільного інвестування – на 82% (з 284 до 519), в т.ч. венчурних – до 410 (на 106%). Але, на жаль, незважаючи на збільшення кількості цього типу фінансових посередників, на цей час немає достовірної інформації, яка б дала змогу визначити, яка частка їх інвестиційних ресурсів спрямовується безпосередньо в інноваційну сферу (за свідченням аналітиків, вона є вкрай малою).

Таким чином, ті інституції, які за кордоном традиційно займаються акумулюванням інвестиційних ресурсів та спрямуванням їх в інноваційний сектор економіки, в Україні даної функції поки не виконують.

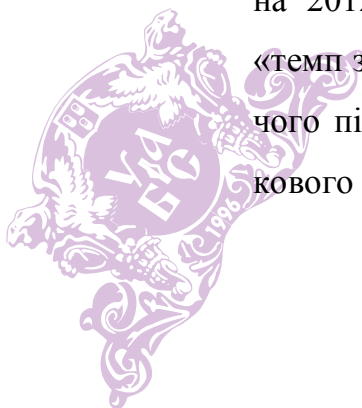
Підводячи підсумок, зазначимо, що за критерієм кількості учасників вітчизняний ринок інноваційного інвестування цілком відповідає ідентифікаційним критеріям олігополії.

2. Визначимо наявність взаємозалежності між учасниками вітчизняного ринку інноваційного інвестування.



На нашу думку, можна стверджувати, що на сьогоднішній день існує цілий ряд факторів, які формують реальні умови для змови та взаємної залежності на вітчизняному ринку інноваційного інвестування. Основними з них ми пропонуємо вважати:

- обмежену кількість учасників ринку інноваційного інвестування;
- властиву Україні інтеграцію політичної влади з фінансово-кредитною системою, а також з найбільшими компаніями;
- високий рівень трансакційних витрат досліджуваного ринку, що обумовлює можливості для зростання корупції та здійснення змови між основними економічними агентами ринку;
- незадовільний стан розвитку бізнес-культури в інноваційно-інвестиційній сфері, що виражається в низькому рівні раціональності свідомості, компенсація слабкості якої формує надмірно великі владні вертикалі, що знижує ефективність функціонування економічних агентів на ринку інноваційного інвестування й закладає основу для корупції [282];
- низький рівень диверсифікації напрямків інноваційного підприємництва, орієнтацію суб'єктів інноваційної діяльності на одні й ті ж (найбільш досліджені та прогнозовані) напрямки технологічного розвитку, що пов'язано зі значним звуженням горизонту прогнозування ринкової кон'юнктури (за оцінками фахівців Інституту еволюційної економіки України – до півроку), що обумовлено поточними тенденціями макрополітичних змін;
- входження економіки України в фазу кризи як етапу загального об'єктивного середньострокового економічного циклу (він обумовлений переходом економіки до ринкових відносин; його закінчення припадає на 2012 р.), яка характеризується підвищеною чутливістю показника «темп зростання ВВП» до будь-яких макроекономічних змін, виходячи з чого підвищується рівень взаємозалежності економічних суб'єктів ринкового простору, навіть одна будь-яка незначна подія або невірний полі-



тичний крок можуть спровокувати кризові процеси і, як наслідок – скорочення темпів приросту ВВП;

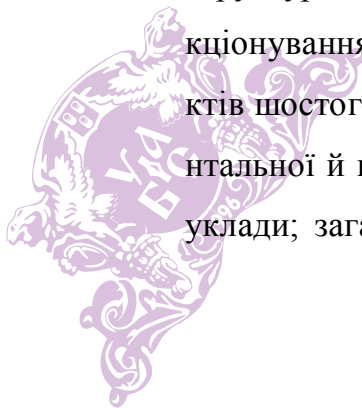
- значний рівень ризику викривлення економічної інформації на досліджуваному ринку, внаслідок чого більшість суб'єктів цього ринку обирають в якості орієнтира своєї діяльності стратегію «слідкування за лідером»;
- високий рівень впливу зовнішніх ризиків на досліджуваний ринок, а саме – ризиків коливання кон'юнктури цін на ресурси (ціни на нафту, газ і метали більше схильні до зниження, ніж до росту, все більше накопичується кризовий потенціал економіки США через подвійний дефіцит (держбюджету й платіжного балансу); викликає стурбованість не зовсім чітка монетарна політика Європейського Центрального Банку й ФРС, а також зростання кількості злиттів і поглинань в США й у Європі на тлі нестабільності фінансів корпоративного сектора);
- звуження внутрішніх інвестиційних можливостей на досліджуваному ринку через низький рівень споживання, обумовлений низьким рівнем реальних доходів населення, звуженням бази кредитних ресурсів;
- традиції побудови фінансових схем на досліджуваному ринку, які передбачають небажане об'єднання одночасного функціонування вищих і нижчих технологічних укладів, що стає причиною неефективного використання інвестиційних ресурсів. Так, наприклад, за даними роботи [282] при інвестиційному забезпеченні науково-технічних розробок частка фінансування нижчих укладів (четвертого та третього) складає до 70%, а вищого (п'ятого) – близько 20%; при фінансуванні інвестицій частка нижчих укладів складає до 90% фінансових ресурсів, а частка п'ятого – лише 8%; при формуванні виробничих схем фінансування технологічного переозброєння й модернізації устаткування на третій технологічний уклад припадає більш ніж 80 % фінансових ресурсів, на четвертий – біля 1%, а про п'ятий мова поки не йде взагалі.



Великий потенціал для зростання взаємозалежності й змови на ринку інноваційного інвестування несе в собі небажання та острах постачальників і споживачів інвестиційних ресурсів одноосібно брати участь у реалізації великомасштабних інвестиційних або інноваційних заходів.

Неготовність постачальників інвестиційних ресурсів на досліджуваному ринку до широкомасштабного одноособового фінансування інноваційної діяльності суб'єктів господарювання пов'язана з: відсутністю багаторівневого структурованого фінансового ринку; низькою ефективністю функціонування інститутів венчурного фінансування, спрямованих на підтримку розробки й виготовлення сучасних товарів або технологій, які б при виникненні труднощів з реалізацією на внутрішньому ринку, могли забезпечити певну частку на світовому високотехнологічному ринку; незавершеністю розвитку кредитної системи, про що сигналізують висока вартість кредитних ресурсів та високий рівень трансакційних витрат, які втримуються в економіці занадто тривалий час; слабкістю бюджетно-фінансової системи, що виражається, зокрема, в невідповідності пропорцій фінансування науково-технічних цільових програм, які відповідають національним інтересам, невизначеністю пріоритетів, що робить ці цільові програми неефективними; відсутністю достатнього рівня довіри до існуючих інвестиційних інститутів з боку населення й іноземних інвесторів; слабкістю ринку цінних паперів; обмеженістю досвіду успішного фінансування широкомасштабних інвестиційних проектів; відсутністю сучасних систем фінансування нових напрямків науки тощо.

Неготовність споживачів інвестиційних ресурсів на досліджуваному ринку надати для фінансування власні інноваційні розробки в більших обсягах пов'язана з: слабкістю інноваційного менеджменту й інноваційної інфраструктури для супроводу широкомасштабних проектів; неефективністю функціонування технопаркових структур, що спеціалізуються на реалізації проектів шостого й вищих технологічних укладів; слабкістю академічної фундаментальної й прикладної наук через їхню спрямованість на нижчі технологічні уклади; загальним гнобленням сучасних галузей науки; відсутністю діючої



інноваційної стратегії структурної перебудови економіки; нестабільністю правового поля в сфері інноваційного підприємництва тощо [282].

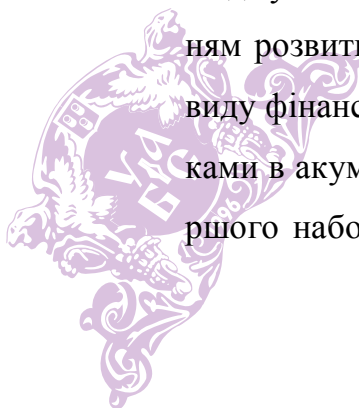
Прикладом взаємозалежності між суб'єктами вітчизняного ринку інноваційного інвестування є той факт, що створення банків розвитку в Україні є виключно результатом політичної ініціативи, виділення відповідної суми з бюджету держави для капіталу банку і окреслення владою його завдань (як виключення, капітал може здобуватися на ринку, але гарантом все ж таки виступає держава).

Таким чином, на нашу думку, за критерієм наявності взаємозалежності між учасниками вітчизняний ринок інноваційного інвестування відповідає вимогам олігополії.

3. Визначимо наявність нецінової конкуренції між учасниками ринку інноваційного інвестування в Україні.

Інституціональний аналіз вітчизняного ринку інноваційного інвестування дозволяє зробити висновок, що недосконалість інформаційної інфраструктури цього ринку обумовлює формування системи контролю над ціною інвестиційних ресурсів з боку провідних учасників ринку (фінансово-промислових груп, крупних акціонерних товариств), а незначна диференціація товару, тобто об'єктів інвестування, формує умови для нецінової конкуренції (інвестори переважно фінансують інноваційну діяльність перспективних та високорентабельних суб'єктів ринку, фінансові продукти банків, які пропонуються для інноваційних підприємств, мають типову нішову характеристику, оскільки вони задовольняють специфічні потреби, не мають загальнопоширеного характеру, вимагають поглиблених знань про галузь).

Наявність нецінової конкуренції серед небанківських посередників досліджуваного ринку пояснюється зростанням доходів населення, поживленням розвитку фондового ринку, а також широким спектром послуг кожного виду фінансово-кредитних установ, що дає змогу успішно конкурувати з банками в акумулюванні заощаджень населення. Шляхом пропозиції значно ширшого набору фінансових інструментів, ніж той, що можуть запропонувати



банки, вони створюють додаткові стимули до залучення заощаджень, зокрема особистих заощаджень громадян, та до розширення можливостей підприємств-інноваторів у виборі джерел фінансування. Небанківські фінансово-кредитні установи протягом останніх десятиріч стали надзвичайно важливими постачальниками інвестиційних ресурсів, у тому числі в інноваційну сферу, шляхом надання кредитів через облігаційні позики, мобілізації капіталу через усі види акцій, надання іпотечних та споживчих кредитів, а також кредитної взаємодопомоги.

Аналіз відсоткових ставок по довготерміновим банківським кредитам, представлений в таблиці 3.7, дозволяє стверджувати про відсутність ярко вираженої цінової конкуренції серед банків як найбільш популярних постачальників інвестиційних ресурсів на ринок інноваційного інвестування.

Таблиця 3.7

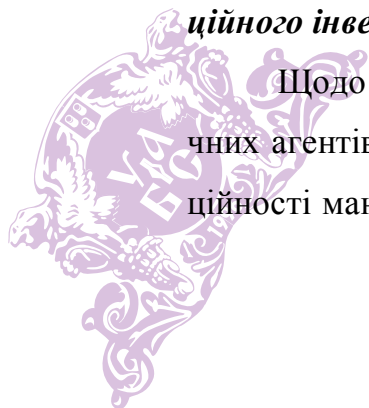
Відсоткові ставки по довготерміновим кредитам деяких банків України

Назва банку	UAH, %			USD, %		
	08.11.07 р.	08.12.07 р.	08.01.08 р.	08.11.07 р.	08.12.07 р.	08.01.08 р.
Агрокомбанк	22,0	21,0	22,0	16,0	16,0	16,0
Банк Таврика	17,0	17,0	17,0	13,0	13,0	13,0
ЗАТ "Альфа-Банк"	22,0	22,0	22,0	14,0	14,0	14,0
Золоті Ворота КФ	23,0	23,0	23,0	17,0	17,0	17,0
Київська Русь	21,0	21,0	21,0	15,0	15,5	15,5
Кредобанк	18,0	18,0	18,0	13,0	13,5	13,5
Партнер-Банк	22,0	22,0	22,0	17,0	17,5	17,5
Райффайзен банк Аваль	23,0	23,0	23,0	14,0	14,0	14,0
Укрінбанк	21,0	21,0	21,0	15,0	15,0	15,0
Хрещатик	20,0	20,0	20,0	13,5	13,5	13,5

Таким чином, можна стверджувати, що і за критерієм наявності нецінової конкуренції між учасниками вітчизняний ринок інноваційного інвестування також відповідає вимогам олігополії.

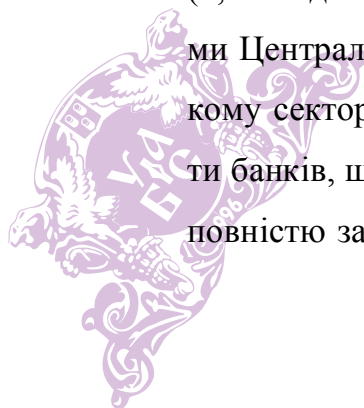
4. Визначимо можливості доступу на вітчизняний ринок інноваційного інвестування сторонніх економічних агентів.

Щодо виходу на ринок інноваційного інвестування іноземних економічних агентів, то слід звернути увагу на той факт, що певні елементи інноваційності мають, як правило, лише прямі стратегічні іноземні інвестиції, коли



інвестор безпосередньо зацікавлений в ефективному виробничому процесі і надає не тільки фінансові кошти, а й здійснює інвестиції у формі нових технологій, „ноу-хау”, елементах організації бізнесу, наукових досліджень тощо. Щодо портфельних іноземних інвестицій, то рівень їх інноваційності вже є суттєво нижчим, ніж у попередньому випадку, оскільки портфельний інвестор, хоча й оцінює пріоритетні, найбільш прибуткові галузі виробництва й опосередковано підтримує їх, але у більшості випадків не контролює виробничий та науково-дослідні процеси. Іноземні економічні агенти демонструють певну зацікавленість щодо виходу на вітчизняний ринок інноваційного інвестування, але реально частка іноземних інвестицій у формі нових технологій є невисокою, вони спрямовуються переважно в галузі зі швидким оборотом капіталу [328]. Кошти іноземних інвесторів становили в 2005 р. 8,8% загального обсягу фінансування інноваційної діяльності, а в 2006 р. – 2%, або 112,4 млн. грн., з яких 44% припадало на інновації в хімічній і нафтохімічній промисловості. Значні кошти іноземних інвесторів були вкладені в інноваційну діяльність підприємств харчової промисловості й машинобудування, частка яких становила відповідно 23% і 22% обсягу коштів, наданих іноземними інвесторами. Інакше кажучи, іноземні інвестори намагаються вкладати свої кошти в ті сфери економіки, де потрібні мінімальні вкладення, відбувається швидка їх окупність, очікується висока норма прибутку, а ризик є невисоким [47]. Із коштів прямих замовників вітчизняних інноваційних розробок лише 18% складають кошти іноземних інвесторів.

Міжнародні кредитно-фінансові установи надають довгострокові кредити (на термін понад 1,5 року) вітчизняним суб'єктам господарювання в дуже обмежених масштабах: 0,2% від загальної кількості наданих кредитів (0,6% від загальної суми кредитування) [181]. В порівнянні з іншими країнами Центральної та Східної Європи питома вага іноземних банків у банківському секторі України залишається незначною: за підсумками 2004 р. зі 160-ти банків, що мають ліцензію на здійснення діяльності в Україні, частково чи повністю за участю іноземного капіталу створено 20, їм належить 13% капі-

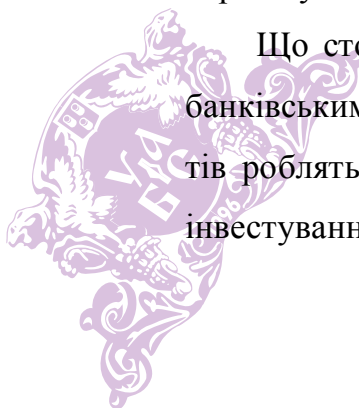


талу банківської системи України (у Польщі відповідний показник становить 80%). Загальна сума іноземного капіталу на 01.01.2005 р. дорівнювала 830,1 млн. грн. Іноземні інвестори, що інвестували капітал у банківську систему України, представлені двома міжнародними фінансовими організаціями, 36-ма компаніями, фірмами, товариствами, 10-ма банками тощо [229, с. 28]. Основними бар'єрами на шляху іноземних фінансових установ до вітчизняного ринку інноваційного інвестування є незадовільний інвестиційний клімат, низький рівень захисту прав власності та прав кредитора [67].

Аналіз масштабів фінансування інноваційної діяльності за рахунок коштів іноземних інвесторів, а також ролі і місця іноземного інвестиційного капіталу на вітчизняному ринку інноваційного інвестування дозволяє зробити висновок про відносну закритість досліджуваного ринку, існування суттєвих перепон для проникнення значної кількості сторонніх економічних агентів на нього. Це пов'язано з недосконалістю вітчизняного законодавства щодо ліцензування, обмеженістю доступу до інформації та іншими факторами. Загалом діяльність іноземних інвесторів в Україні регулюється близько 70 нормативними актами різного рівня, якими іноземному інвесторові досить важко керуватися у зв'язку з неоднозначністю положень [226].

Труднощі при отриманні кредитних ресурсів суб'єктами інноваційної діяльності також можна вважати суттєвими бар'єрами для входження на ринок інноваційного інвестування. Більшість вітчизняних банків досить ретельно ставляться до прийняття рішення щодо кредитування інновацій, висувають підвищені вимоги до складання бізнес-плану проекту, до резервів фінансової безпеки позичальника, вимагають великої застави, що в умовах новоствореного інноваційного проекту виявляється проблематичним, надають перевагу короткотерміновим кредитам порівняно з довготерміновими.

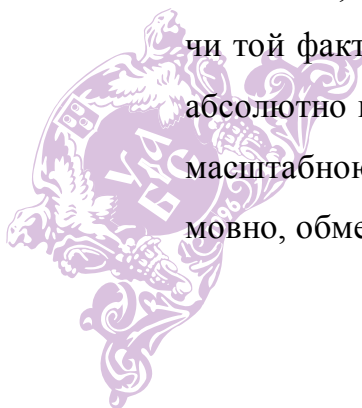
Що стосується умов кредитування вітчизняного бізнесу міжнародними банківськими установами, то слід зауважити, що умови надання таких кредитів роблять їх практично недоступними для суб'єктів ринку інноваційного інвестування. Так, першорядною вимогою надання такого кредиту є наяв-



ність успішно діючого бізнесу на момент одержання кредиту, оскільки стартовий бізнес ці установи не кредитують взагалі, щомісячне погашення кредиту рівними частками, що, безумовно, не сприяє вкладенню грошей у розвиток інноваційного виробництва, що вимагає часу для запуску і виходу на мінімальний рівень рентабельності.

Низький рівень результативності інноваційної активності спостерігається також і в сфері технологічного обміну. Так, в 2006 р. у придбанні нових технологій у межах України брало участь в 1,4 рази менше підприємств, чим в 2005 р., і в 5 разів менше підприємств займалися передачею нових технологій у межах України. Ринок передових технологій і науково-технічних досягнень пов'язаний у першу чергу з торгівлею об'єктами інтелектуальної власності – ліцензіями на використання таких об'єктів, винаходами, промисловими зразками, корисними моделями, „ноу-хау”, угодами на придбання (передачу) технологій. На жаль, в Україні передача технологій обмежується внутрішнім ринком, вітчизняний ринок технологій має замкнутий характер, що, природно, негативно відображається на конкурентоспроможності продукції й інноваційної діяльності в цілому.

Одним із суттєвих бар'єрів для доступу на ринок традиційно вважається високий рівень витрат на рекламу. На наш погляд, по відношенню до ринку інноваційного інвестування можна абсолютно впевнено стверджувати про його існування. В роботі [320] зазначається, що на рекламу інновації припадає 2/3 коштів бюджету виходу на ринок, в роботі [338] – 65-70%, в роботі [152] – 44%, в роботі [358] – 50%. В роботі [389] стверджується, що, наприклад, витрати на рекламу в структурі сукупних витрат на виробництво та реалізацію складають: у виробників ліків – 20%, духів та косметики – 13,8%, спиртових напоїв – 12%; миючих засобів – 8%. Враховуючи той факт, що інновація у більшості випадків призначена для задоволення абсолютно нових потреб споживачів, її виведення на ринок супроводжується масштабною рекламною компанією, великий обсяг фінансування якої, безумовно, обмежує напрямки інноваційного підприємництва дрібних та середніх



компаній, суттєво звужує коло тих сторонніх економічних агентів, які мають фінансові можливості увійти на цей ринок.

Як зазначалося вище, одним із бар'єрів для входження на ринок інноваційного інвестування можна вважати наявність ліцензій для здійснення інноваційної діяльності. В 2004 р. українські промислові підприємства виготовляли та опановували виробництво принципово нової продукції на основі 27 ліцензій, більшість з яких закупили в Німеччині (10 од.) та Росії (7 од.). Обмежена кількість придбаних ліцензій ще раз підтверджує обмеженість досліджуваного ринку. Результати досліджень Державного комітету статистики України за різні роки, представлені в таблиці 3.8 та на рис. 3.6, дозволяють виявити певний перелік бар'єрів для виходу інноваційно-активних суб'єктів господарювання на досліджуваний ринок.

Таблиця 3.8

Основні бар'єри для виходу суб'єктів інноваційного підприємництва на ринок інноваційного інвестування в 2004 р. (складено за даними [300, 301])

Показники	Роки			
	2001	2002	2003	2004
Обстежено промислових підприємств, шт.	2220	2247	9294	9999
Основні бар'єри, у % до загальної кількості обстежених підприємств:				
а) відсутність фінансування	8	88,7	86,9	85,7
б) великі витрати	32,9	40,3
в) високі кредитні ставки	43,6	43,9	33,7	38,7
г) високий економічний ризик	13,6	23,5	16,6	24,1
д) труднощі із сировиною і матеріалами	37,8	32,2	23,3	29,2
е) відсутність коштів замовника	39,7	54,2	40,0	39,8
є) відсутність попиту на продукцію	17,5	26,8	18,9	15,0
ж) недостатня інформація про ринки збуту	12,2	15,9	11,7	11,2
з) недосконалість законодавства	21,9	36,6	28,8	31,5

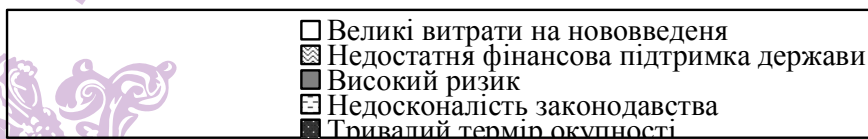
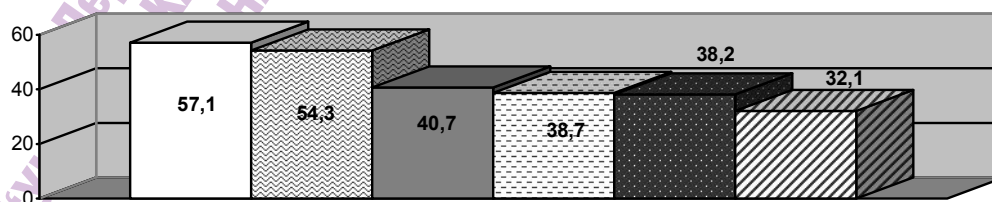


Рис. 3.6. Основні бар'єри для виходу суб'єктів інноваційного підприємництва на ринок інноваційного інвестування в 2005 р. (побудовано за даними [302])

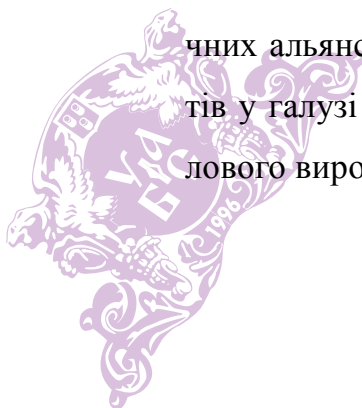
За матеріалами роботи [56] можна зробити висновок, що кількість бар'єрів на шляху виходу вітчизняних суб'єктів інноваційного підприємництва на досліджуваний ринок настільки велика, що лише 5-7% розроблених та ліцензованих інновацій щорічно потрапляють на ринок. Світовий досвід свідчить, що лише 1 інновація з 10 доходить на ринку і тільки 10-30% малих інноваційних підприємств (венчурний бізнес) виживають у перші 2-3 роки [186].

Таким чином, за критерієм обмеженості доступу на ринок сторонніх економічних агентів вітчизняний ринок інноваційного інвестування відповідає вимогам олігополії.

5. Визначимо, чи відповідає динаміка розвитку вітчизняного ринку інноваційного інвестування загальноісторичним традиціям укріплення олігополістичної структури ринку шляхом витіснення з ринку слабких учасників або в результаті їхнього банкрутства, або як наслідок поглинання й злиття з більш сильними конкурентами.

Перш за все, слід зазначити, що за даними роботи [143], в Україні приблизно 20% малих інноваційних підприємств із часом перетворюються на відкриті корпорації, 60% – поглинаються більш потужними конкурентами, 20% – стають банкрутами.

Як відомо, особливістю інноваційного розвитку в 1990-ті роки стала поява у сфері НДДКР стратегічних альянсів компаній різних країн, зокрема, в таких галузях, як: мікроелектроніка, телекомунікації, біотехнології, аерокосмонавтика, автомобілебудування тощо. Причиною поширення інтеграційних процесів в зазначеній сфері є гостра конкуренція та надзвичайно великі масштаби інвестиційних ресурсів, які потрібні для створення нових технологій. Сьогодні у світі кількість стратегічних альянсів щорічно збільшується на 25%. У світі сьогодні діє понад 10 тис. міжнародних стратегічних технологічних альянсів, понад чверть з яких пов'язана зі спільною реалізацією проєктів у галузі мікроекономіки, обчислювальної техніки, автоматизації промислового виробництва і технології комунікацій [168, 227].



На нашу думку, сучасний стан розвитку вітчизняного ринку інноваційного інвестування також характеризується розширенням масштабів інтеграційних процесів на ньому. Першими вітчизняними інноваційно-активними інтеграційними структурами стали концерн «СТИРОЛ», АТ «ОБОЛОНЬ», та об'єднання «НОРД», з 2000 р. розпочато цільове іноземне інвестування в АТ «Севастопольський морський завод», кінцевим результатом якого має стати вихід підприємства на провідні позиції на світовому ринку комерційного судноремонту. Нещодавно група «Меркс» придбала контрольний пакет акцій Укрсоцбанку. Вже є такі об'єднання, як потужний газотрейдер «Єдині енергетичні системи України», до складу якого входять Південкомбанк, фінансово-промисловий концерн «Славутич» із однойменним банком та Київміськбуд із банком «Аркада». Прикладами стратегічних альянсів на вітчизняному ринку інноваційного інвестування можна також вважати створення міжнародного консорціуму Sea Launch Limited Partnership, засновниками якого стали Boeing, російська Ракетно-космічна корпорація «Енергія», норвезька Kvaerner, а також два українські підприємства – КБ «Південне» і «Південмаш завод»; альянсу Київського науково-виробничого концерну «Наука» і НДІ «Мікроприлад», Світловодського заводу чистих металів (Кіровоградська обл.) і Санкт-Петербурзького фізико-технічного інституту для реалізації проекту «Нанофізика і наноелектроніка»; об'єднання АНТН ім. Антонова з китайською аерокосмічною компанією China Industry Corp. №2 тощо.

Що стосується спеціалізованих інвестиційно-інноваційних банків в Україні, то найвідоміші з них також були сформовані шляхом злиття та поглинання: Київський інвестиційний банк викуплений російською компанією «Альфа-груп» і перейменований у «Альфа-Банк»; власником УкрСиббанку є російський концерн «Сибірський алюміній».

Крім того, сьогодні спостерігається чітка тенденція до створення інтеграційних об'єднань банківських установ зі страховими компаніями шляхом злиття та поглинання. Найвідомішими є альянси Промінвестбанку та Акціонерного страхового товариства «Вексель», Укрсоцбанку та НАСК «Оранта»



(яка поглинула дочірню страхову компанію цього банку – АСК «Укрсоцстрах»), банку «Аваль» та страхових компаній «Еталон» і «Еталон-плюс» (частка зазначених страхових компаній у вищому органі управління банку – Загальних зборах акціонерів складає сумарно понад 50% голосів), Приватбанку та СК «Кредо», банку «Форум» і страхової компанії «Провіта» (частка акцій цієї страхової компанії в статутному фонді банку збільшилася з 57,2% станом на 18.02.2004 р. до 71,16%), ЗАТ «Страхова компанія «Галінстрах» (Львів) приєдналася до ЗАТ «Українська інноваційна страхова компанія «Інвестсервіс» (Київ), СК «Універсальна» поглинула СК «Саламандра – Десна», НФСК «Гарант Ре» – Українську перестраховальну компанію тощо.

Таким чином, проведений вище аналіз дозволяє дійти висновку, що сьогодні активно відбуваються процеси укріплення олігополістичної структури досліджуваного ринку за допомогою традиційних механізмів.

Підводячи загальний підсумок, визначимо, що проведене вище дослідження дає всі підстави стверджувати, що вітчизняний ринок інноваційного інвестування дійсно можна ідентифікувати як олігополістичний.

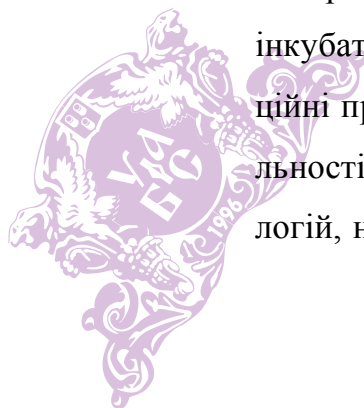
Ринок інноваційного інвестування в Україні тільки ще починає формуватися. Виходячи з того, що передумови для його розвитку й повноцінного функціонування вже є, можна сподіватися, що зрештою він буде складовою частиною всього ринкового механізму господарювання.

Ринок інноваційного інвестування в Україні має ряд особливостей, а саме:

- щодо споживачів інвестиційних ресурсів, то характерною особливістю є відносна монополія більшості науково-дослідних інститутів і конструкторських бюро, низький рівень конкуренції;
- потенційний попит на досліджуваному ринку значно перевищує реальний (науково-технічна сфера сформувала достатній запас напрацьованих НДДКР минулих років, але відсутні фінансові, організаційні та інституціональні умови для їхньої реалізації й доробки);



- визначальними факторами формування попиту на досліджуваному ринку є не загальні обсяги інноваційної продукції, а потужність та можливості провідних наукових та виробничих колективів;
- можливості залучення фінансових коштів небанківських фінансових інституцій з метою інвестиційного забезпечення інноваційного розвитку суб'єктів вітчизняного підприємництва суттєво обмежені;
- система захисту прав виробників інноваційної продукції вкрай недосконала й вимагає істотної доробки, хоча більшістю експертів визнано, що однією з головних умов існування ринку інноваційного інвестування є саме обов'язковий правовий захист виробників винаходів;
- капітали, що накопичені в різних секторах вітчизняної економіки, практично не надходять в інноваційну сферу, що обумовлено практичною нерозвиненістю відповідної інфраструктури ринку інноваційного інвестування, яка має стимулювати зближення інтересів інвесторів, суб'єктів інноваційної діяльності й визначати ринковий попит господарюючих суб'єктів. Інфраструктура досліджуваного ринку в Україні ще недостатньо розвинена, не охоплює всі ланки інноваційного та інвестиційного процесів й не відрізняється системним підходом до забезпечення відповідними послугами;
- посередники у сфері інноваційного підприємництва на досліджуваному ринку у більшості випадків не мають повної інформації про підготовлені для комерціалізації нововведення, а, отже, не готові сформулювати попит на них;
- в Україні сформовані лише деякі елементи інституціонального забезпечення інноваційного підприємництва: зареєстровані й діють кілька технопарків, кілька десятків регіональних інноваційних центрів і бізнес-інкубаторів. Слід зазначити, що тільки технопарки реалізують інноваційні проекти по стратегічних пріоритетних напрямках інноваційної діяльності. Практично не діють венчурні фонди й центри трансферу технологій, немає належної підтримки діяльності винахідників, раціоналізаторів.



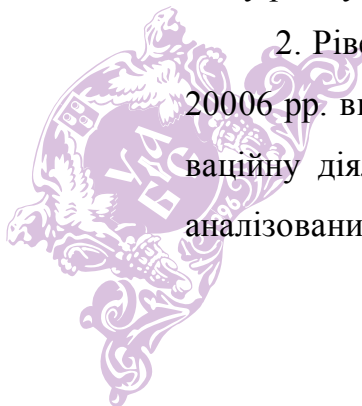
рів, науковців, які мають завершені науково-технічні розробки, недостатньо реалізовується освітній і науковий потенціал (насамперед – вищих навчальних закладів) у сфері інформаційно-комунікаційних, високих технологій та ін.;

- основні суб'єкти вітчизняного ринку інноваційного інвестування у відособленому виді вже позначені й починають функціонувати. Основна проблема досліджуваного ринку полягає в тому, що на ньому відсутня чітка взаємодія між суб'єктами. Завдання полягає в об'єднанні їх у цілісну систему, що дозволить розглядати його як єдиний, злагоджений комплексний механізм. У зв'язку із цим неодноразово в літературі висловлювалися пропозиції створити біржу інновацій як переговорну площадку між генераторами ідей, підприємцями й інвесторами, а для її наповнення пропозиціями – проводити конкурси інноваційних проектів.

Висновки до третього розділу

1. Системний підхід до аналізу ринку інноваційного інвестування в Україні вимагає моделювання його макроекономічних індикаторів, а саме – попиту та пропозиції. В якості основного параметру здійсненого дослідження прийнято сукупний обсяг інноваційно орієнтованих інвестиційних витрат, який розраховано як суму загальних витрат на наукові й науково-технічні роботи в країні та витрат на інноваційні заходи вітчизняних підприємств. Саме ця величина і визначає рівень попиту на інвестиційні ресурси на досліджуваному ринку, а відповідно – і рівень їх пропозиції.

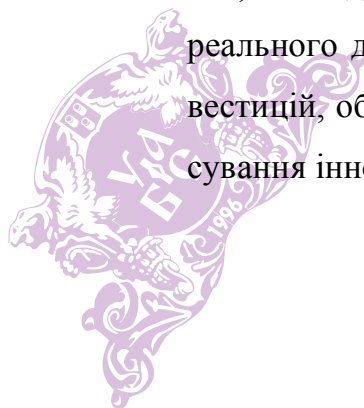
2. Рівень попиту на ринку інноваційного інвестування за період 2000 – 20006 рр. визначено виходячи з розміру витрат на науково-технічну та інноваційну діяльність всіх вітчизняних суб'єктів досліджуваного ринку. Проаналізований статистичний матеріал дозволив визначити та розрахувати кі-



лькісні характеристики найбільш вагомих факторів, що впливають на рівень попиту на досліджуваному ринку. В якості таких характеристик по кожному фактору було обрано: по фактору «рівень реального доходу населення» в якості кількісної характеристики було обрано обсяг споживчих витрат населення; по фактору «рівень технічної та технологічної забезпеченості діяльності підприємств інноваційного сегменту» – обсяг чистого нагромадження основного капіталу; по фактору «рівень кадрового забезпечення інноваційної діяльності» – кількість докторів та кандидатів наук (продуктивність праці науковців).

3. Формалізація залежності між попитом на інноваційно орієнтовані інвестиційні витрати та факторами, що впливають на його розмір, дозволяє констатувати позитивну залежність між величиною попиту та обсягом споживчих витрат, що характеризується коефіцієнтом еластичності на рівні 0,0036. Також має місце позитивна залежність між величиною попиту на інноваційно орієнтовані інвестиційні витрати та обсягом чистого нагромадження основного капіталу, коефіцієнт еластичності складає 0,0219. Щодо впливу рівня кадрової забезпеченості на величину попиту на інноваційно орієнтовані інвестиційні ресурси відзначається позитивна залежність між кількістю докторів наук та обсягом досліджуваних витрат з коефіцієнтом еластичності 13,7 та негативна залежність між кількістю кандидатів наук та обсягом досліджуваних витрат з коефіцієнтом еластичності 1,8684.

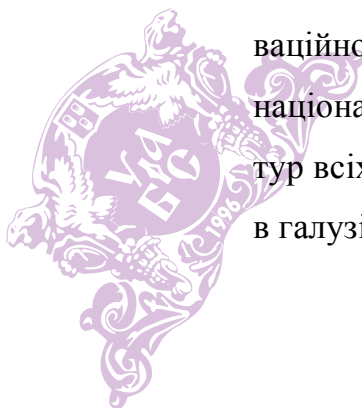
4. Моделювання функції пропозиції на ринку інноваційного інвестування в Україні базується на кількісних характеристиках факторів, що визначають рівень такої пропозиції. В якості відповідних кількісних характеристик було обрано: загальний обсяг ВВП, загальні державні витрати, чистий прибуток, обсяг довгострокових кредитів, що відображають вплив відповідно рівня реального доходу населення, рівня державних інноваційно орієнтованих інвестицій, обсягу власних коштів підприємств, можливість кредитного фінансування інноваційно-активних підприємств.



5. Отримана функціональна залежність між величиною пропозиції інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів та чинниками, що її визначають, вказує на позитивну залежність між величиною пропозиції інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів та обсягом ВВП, що характеризується коефіцієнтом еластичності на рівні 0,0175. Має місце позитивна залежність між величиною пропозиції інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів та видатками державного бюджету, що характеризується коефіцієнтом еластичності, що дорівнює 0,013. Спостерігається позитивна залежність між величиною пропозиції інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів та обсягом чистого прибутку, що залишається в розпорядженні вітчизняних суб'єктів господарювання. Ця залежність характеризується коефіцієнтом еластичності на рівні 0,0094. Визначена також позитивна залежність між величиною пропозиції інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів та обсягом довгострокових кредитів, наданих вітчизняними банківськими установами. Коефіцієнт еластичності складає 0,0251, що вказує на важливість цього інструменту в якості можливого стимулу інноваційного розвитку економіки України.

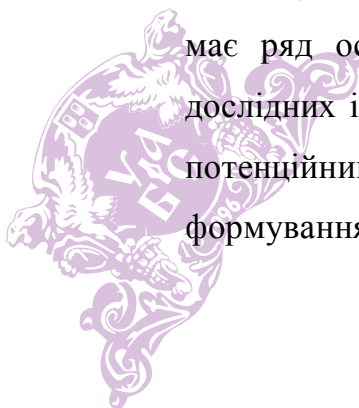
6. Ідентифікація ринку інноваційного інвестування як ринкової структури певного типу є обов'язковою складовою його комплексного дослідження, оскільки лише за цієї умови можливо розраховувати на ефективність регулюючих заходів з боку держави, застосовуваних до учасників такого ринку. Аналіз вітчизняного ринку інноваційного інвестування за критеріями, що ідентифікують олігополію як специфічний тип ринкового середовища, дозволив виявити:

- 1) обмежену кількість покупців інвестиційних ресурсів, що пов'язано, зі зменшенням пропозиції інноваційних розробок, зниженням рівня інноваційної активності промислових підприємств, низьким рівнем розвитку національної інноваційної системи (мала кількість інноваційних структур всіх типів), обмежена діяльність посередницьких фірм та організацій в галузі інтелектуальної власності та трансферу технологій.



- 2) обмеженість суб'єктів пропозиції інвестиційних ресурсів, а саме:
- незначну кількість банків, які здійснюють кредитування інноваційного сектора економіки;
 - низький рівень активності держави як суб'єкта ринку інноваційного інвестування, про що свідчить стабільна негативна динаміка державних витрат на наукові дослідження;
 - мізерний вплив небанківського фінансового сектора на формування кредитних потоків, в тому числі довгострокових;
 - низьку інвестиційну активність інституціональних інвесторів, що обумовлено загальним низьким рівнем розвитку цього сектору та певними законодавчими обмеженнями;
- 3) наявність економічних, політичних, інституціональних, кон'юнктурних та інших передумов для змови та взаємної залежності суб'єктів вітчизняного ринку інноваційного інвестування;
- 4) наявність можливості контролю над ціною інвестиційних ресурсів та нецінової конкуренції на досліджуваному ринку, як серед банків, так і серед небанківських посередників;
- 5) ускладнений доступ на ринок інноваційного інвестування, що викликаний низьким рівнем захисту прав власності, труднощами при отриманні кредитних ресурсів, необхідністю ліцензування інноваційної діяльності тощо;
- 6) динаміка розвитку вітчизняного ринку інноваційного інвестування свідчить про розширення масштабів інтеграційних процесів, що є прямим свідченням витіснення з ринку слабких учасників.

6. Результати проведеного дослідження свідчать, що вітчизняний ринок інноваційного інвестування можна ідентифікувати як олігополістичний, який має ряд особливостей, зокрема: відносна монополія більшості науково-дослідних інститутів і конструкторських бюро, низький рівень конкуренції; потенційний попит значно перевищує реальний; визначальними факторами формування попиту є не загальні обсяги інноваційної продукції, а потужність



та можливості провідних наукових та виробничих колективів; можливості залучення фінансових коштів небанківських фінансових інституцій з метою інвестиційного забезпечення інноваційного розвитку суб'єктів вітчизняного підприємництва суттєво обмежені; система захисту прав виробників інноваційної продукції вкрай недосконала; нерозвиненість відповідної інфраструктури ринку; посередники у сфері інноваційного підприємництва здебільшого не мають повної інформації про підготовлені для комерціалізації нововведення, а, отже, не готові сформулювати попит на них; сформовані лише деякі елементи інституціонального забезпечення інноваційного підприємництва.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором в роботах [81, 83, 118, 344, 39, 397, 424, 109, 110, 95, 90, 96, 87, 101, 91, 88, 89].



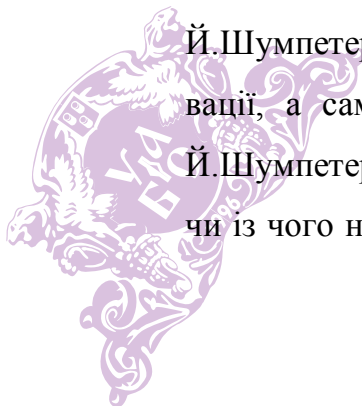
РОЗДІЛ 4

ТЕОРЕТИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ НА РИНКУ ІННОВАЦІЙНОГО ІНВЕСТИВАННЯ

4.1. Визначення місця банківських установ на ринку інноваційного інвестування

Ступінь розвиненості ринку інноваційного інвестування напряму пов'язаний з кількістю інвестиційних інститутів, що спеціалізуються в інноваційній сфері, їх потужністю (розміром активів), розгалуженістю, зі структурою та обсягом їх операцій, можливостями акумуляції інвестиційних ресурсів. В останні десятиріччя все більшу роль починають відігравати такі фактори, як інфраструктура даного ринку, розвиток форм і методів мобілізації інвестицій, успішна дія комунікаційних систем, що забезпечують рух інвестиційних ресурсів і їх трансформацію в інноваційні продукти. Глибокі перетворення економічного середовища викликали активний інтерес до інвестиційно-кредитних ресурсів інноваційного зростання й розвитку. Пошук механізмів стимулювання взаємозв'язку і взаємодії банківського капіталу та інновацій як гарантів забезпечення стійкого економічного зростання в Україні є винятково актуальним.

Більшість дослідників відзначають, що сучасна діяльність банку повинна бути тісно пов'язана з розробкою й реалізацією інвестиційної експансії в сферу інновацій і нових високотехнологічних виробництв і розробок. Так, відповідно до концепції інноваційного фінансування, запропонованої Й.Шумпетером у роботі [406], стимулом для економічного зростання є інновації, а саме кредит забезпечує їхню появу й впровадження. На думку Й.Шумпетера, кредитна система не перерозподіляє, а створює гроші, виходячи із чого ним був зроблений висновок, що головною функцією фінансового

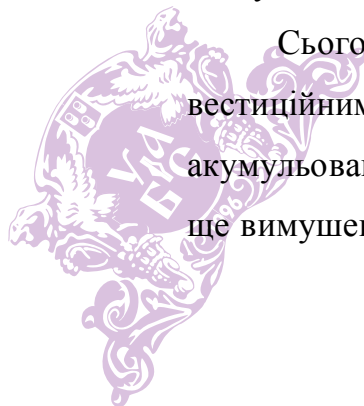


посередника (банку) є стимулювання підприємницької інноваційної діяльності й платоспроможного попиту [156].

Слід зауважити, що серед певного кола дослідників (С.Онишко [309, 310, 313, 311, 312], П.Велфенс [434] та ін.) переважає точка зору, згідно з якою *банківські установи не можна розглядати як значуще джерело фінансового забезпечення інноваційних та інвестиційних процесів в економіці*. Її прихильники пояснюють такий висновок тим, що сполучаючи в собі дві несумісні функції: забезпечення ліквідності й кредитування інвестиційних (інноваційних) проектів, банківська галузь орієнтована на фінансування довгострокових активів за рахунок короткострокових пасивів, що слугує причиною її перманентної нестійкості. Банківська форма інвестиційного посередництва, з їхнього погляду, зжила себе й вимагає поділу цих двох функцій між різними типами посередників для підтримки стабільності ринку позичкового капіталу. При цьому інвестиційні потреби економіки повинні активніше фінансуватися через інструменти ринку цінних паперів, що забезпечує більшу гнучкість усього ринку інвестування й призводить до ліквідації ефекту «ножиць прибутковості», викликаного існуванням банківської маржі.

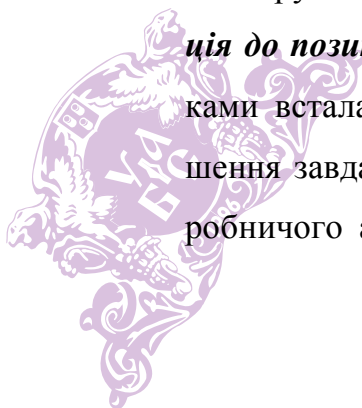
Безумовно, інвестиційна діяльність банків в інноваційній сфері в значній мірі залежить від того, чи володіють вони «довгими» грошима, тобто ресурсами, залученими на тривалі строки. Наявність таких коштів дозволяє розглядати набагато більше широке коло об'єктів інвестування для банків [279, 67, 391, 234, 255]. У частині фінансування об'єктів інноваційної сфери проблема формування довгих ресурсів для банків представляється особливо актуальною, тому що досить тривалі строки окупності інноваційних проектів роблять їх важко фінансованими з боку банків у ситуації, коли банки не мають у своєму розпорядженні відповідних по строку джерел коштів.

Сьогодні ресурсна база українських банків не повністю відповідає інвестиційним потребам підприємств-інноваторів (в частині загального фонду акумульованих коштів громадян). Маючи «коротку» ресурсну базу, банки все ще вимушені видавати великі обсяги короткострокових кредитів задля вико-



нання умови відповідності строків активно-пасивних операцій. При умові фінансування довгострокових вкладень за рахунок короткотермінових ресурсів виникає часовий розрив – гар, який може призвести до негативних наслідків функціонування як окремого банку, так і всієї економіки. Як зазначається в роботі [434, С. 179], однією з основних причин кризи у країнах Південно-Східної Азії є «невідповідність термінів балансових позицій: кредитування відбувалося під довгострокові інвестиційні проекти, однак рефінансування через депозити та інструменти національного фінансового ринку було короткостроковим; дефіцит довгострокових внутрішніх фінансів був зумовлений недостатнім рівнем розвитку національних фінансових ринків. Водночас кожний стандартний підручник з фінансів вказує, що необхідно уникати довгострокового кредитування у сукупності з короткостроковим рефінансуванням; однак саме це можна спостерігати в багатьох азійських новоіндустріальних країнах і в багатьох перехідних економіках, за виключенням Угорщини, Польщі, Чехії та Естонії».

Особливо гостро ця проблема стояла на початковому етапі ринкових реформ в Україні (1997-2004 рр.), що характеризувався більшими резервами незавантажених виробничих потужностей, обмеженими фінансовими можливостями підприємств, недостатніми обсягами пропозиції банківського капіталу, високими процентними ставками за кредитами [192]. Переважання частки короткострокових кредитів над довгостроковими на протязі значного проміжку часу свідчило, що кредитний механізм як частина фінансового механізму інноваційного розвитку економіки країни працював неефективно, оскільки короткострокові банківські кредити, як відомо, не мають ні інвестиційної, ні, тим більш, інноваційної спрямованості [191]. Цю тенденцію демонструють дані таблиці 4.1. *Але починаючи з 2005 р. намітилася тенденція до позитивних змін* – економічна ситуація дещо змінилася й перед банками встала проблема переорієнтації їхньої інвестиційної діяльності на рішення завдань інтенсифікації науково-технічного прогресу, відновлення виробничого апарата суб'єктів господарської діяльності відповідно до досяг-



нені постіндустріального інформаційного суспільства. На перший план зараз виходять проблеми формування нових економічних відносин банків із суб'єктами ринку інноваційного інвестування, активізації участі банків у довгостроковому фінансуванні інноваційного розвитку вітчизняних підприємств. Так, наприклад, останнім часом намітилася тенденція до зростання обсягів довгострокового кредитування: за десять місяців 2007 р. питома вага вимог банків за довгостроковими кредитами у загальному обсязі вимог збільшилася на 64,7%, в той час як вимоги банків за короткостроковими кредитами за аналогічний період зросли меншою мірою лише на 38,8%. Цю тенденцію демонструє рис. 4.1.

Таблиця 4.1

Кредити банків в економіку України в 1997-2004 рр.

(розраховано за даними [301, 74])

Рік	Загальна сума кредитів, млн. грн.	Короткострокові		Довгострокові	
		млн. грн.	у % до загальної суми	млн. грн.	у % до загальної суми
1997	5452	4845	88,9	607	11,1
1998	7295	6522	89,4	773	10,6
1999	8873	7240	81,6	1 633	18,4
2000	11787	9142	77,6	2645	22,4
2001	19121	15700	82,1	3421	17,9
2002	27792	21 767	78,3	6025	21,7
2003	41119	29538	71,7	11 661	28,3
2004	66834	47556	71,2	19278	28,8

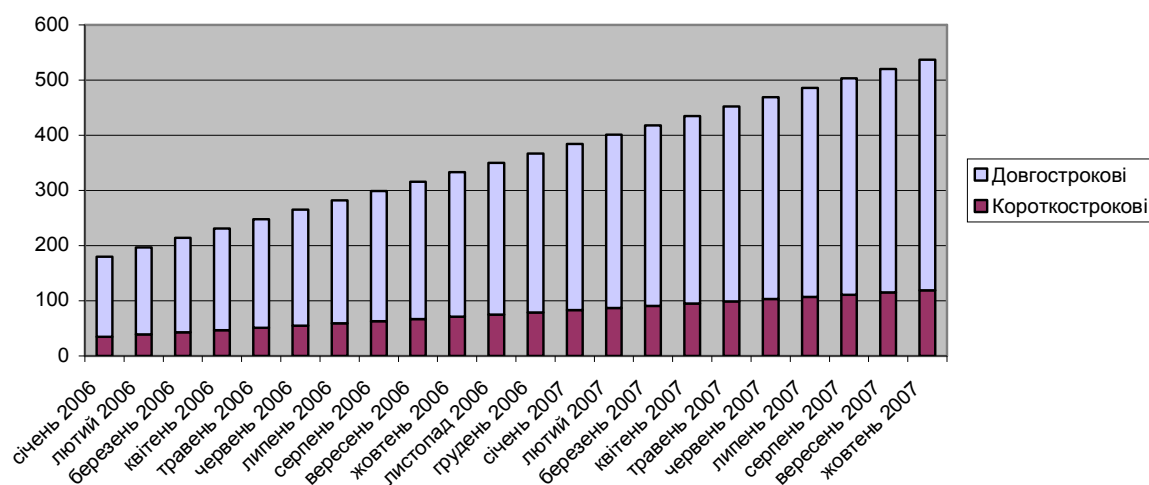


Рис. 4.1. Вимоги банків за кредитами, наданими суб'єктам господарювання та фізичним особам за строками (складено на основі [73])

В контексті нашого дослідження найбільший інтерес представляє з'ясування співвідношення між довгостроковими та короткостроковими кредитами не взагалі по економіці України, а конкретно щодо суб'єктів господарювання, тобто юридичних осіб, оскільки інформація щодо кредитування фізичних осіб не є релевантною для нашого дослідження. Таким чином ми з'ясуємо інвестиційну спрямованість банківського кредитування.

До 2005 р. мала місце небезпечна тенденція: кредитні ресурси в основному використовувалися на поповнення обігових коштів підприємств (короткострокові кредити), а не на реалізацію довгострокових заходів (в тому числі – інноваційних проектів), пріоритетом у діяльності комерційних банків було надання господарюючим суб'єктам оборотного капіталу на комерційній основі й інвестування за схемою «коротких грошей». Цю тенденцію демонструють дані таблиці 4.2.

Таблиця 4.2

**Інвестиційні кредити банків в економіку України,
заборгованість на кінець періоду, % (розраховано за даними [74])**

Показник	Роки								
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Довгострокові, з них:	11,1	10,6	18,4	22,5	17,9	21,7	28,4	28,8	29,0
у національній валюті	8,2	7,0	7,7	8,5	8,4	12,6	19,7	21,0	21,6
в іноземній валюті	2,9	3,6	10,7	14,0	9,5	9,1	8,7	7,8	7,4
Короткострокові	88,9	89,4	81,6	77,5	82,1	99,8	71,6	71,2	71,0

Після 2005 р. ситуація змінилася – незважаючи на те, що заборгованість за довгостроковими кредитами, наданими фізичним особам, збільшується вищими темпами (з початку 2007 р. – на 78%), ніж за довгостроковими кредитами, наданими суб'єктам господарювання (відповідно на 55%), у кредитній діяльності банків простежується стійка тенденція до зростання обсягів довгострокового кредитування суб'єктів господарювання порівняно з короткостроковим, що демонструє рис. 4.2.

Виявлені вище тенденції дозволяють нам стверджувати, що роль банків як постачальників інвестиційних ресурсів для інноваційної діяльності поступово підвищується.

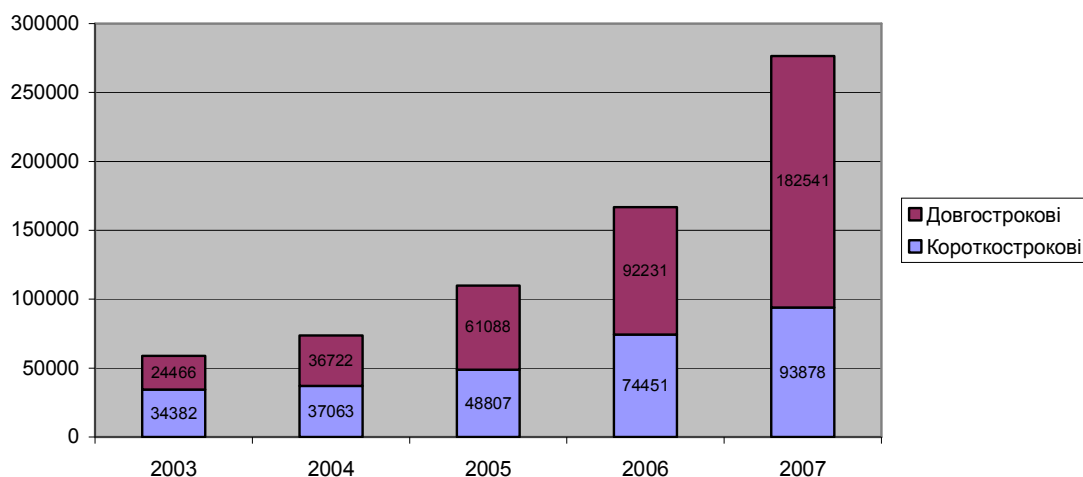


Рис. 4.2. Вимоги банків за кредитами суб'єктам господарювання України
(млн. грн.)

На нашу думку, в умовах властивої Україні нестійкості економічного розвитку, бюджетного дефіциту, недосконалості механізмів небанківського фінансування інновацій, дефіциту власних коштів більшості підприємств, нерозвиненості ринкових механізмів, саме банкам відведена особлива роль на ринку інноваційного інвестування. Причому, як доводить досвід промислово розвинених країн, роль банківських інвестицій у забезпеченні структурних інноваційних перетворень в економіці зростатиме і надалі.

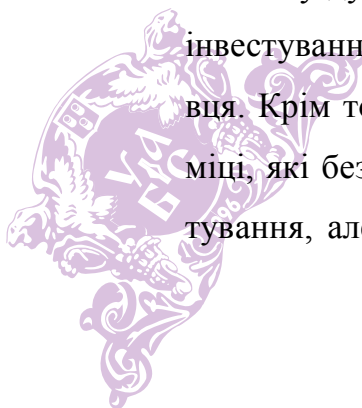
Чим більшою мірою створювана інновація орієнтована на ринок, тим меншою повинна бути участь держави в її фінансуванні та, відповідно, більшою – участь суб'єктів господарської діяльності та фінансових установ, зокрема, банків, що спеціалізуються на фінансуванні розробок, впровадженні й експлуатації нововведень. Зростання ролі кредитних важелів фінансового забезпечення інноваційної діяльності вже знайшло обґрунтування в цілому ряді досліджень. Зокрема, дослідження Кільського інституту світового господарства показали відсутність прямого зв'язку між обсягом державного фінансування й загальним обсягом видатків на НДДКР [197]. Це підтверджується прикладом Японії – країни з найнижчою питомою вагою участі держави в наукових витратах, але з високим рівнем видатків на науково-дослідні

цілі. Багато дослідників відзначають, що занадто значна частка державного фінансування призводить до виродження ініціативи компаній та інших суб'єктів господарювання в інноваційній діяльності.

На нашу думку, одну з провідних ролей у підвищенні інвестиційної активності в інноваційній сфері повинна відігравати саме кредитно-банківська система, яка мобілізує заощадження суспільства, формує і розподіляє інвестиційний капітал та може забезпечувати фінансово-кредитну підтримку всього циклу інноваційної активності. Принципове значення для економічної системи має той факт, що банківські інвестиції безпосередньо пов'язані зі структурними змінами в економіці та її інноваційному розвитку, оскільки для збільшення норми нагромадження і підвищення інвестиційної привабливості національної економіки повинні органічно поєднуватися основні структурно-функціональні фактори – інвестиції та інновації, співвідношення яких закладає основу для модернізації економіки та забезпечення її макроекономічної збалансованості.

В економічній літературі існує цілий ряд діаметрально протилежних поглядів на те, яке місце займають банки в процесі кругообігу інвестиційних ресурсів в економіці. Однак найбільш поширеною є думка, згідно з якою банку відводиться суто посередницька функція в цьому процесі [273, 233]. Таку позицію ілюструє схема, представлена на рис. 4.3 [273], яка демонструє, що рух капіталу на ринку походить від їх джерел – фізичних і юридичних осіб до інвестиційних посередників (в тому числі – банків) і потім у різні форми нагромадження інвестиційних ресурсів.

Ми не поділяємо таку точку зору, а вважаємо необґрунтованим зводити роль банків на досліджуваному нами ринку лише до ролі посередника. На нашу думку, крім суто посередницьких функцій, на ринку інноваційного інвестування банківські установи можуть виконувати роль самостійного гравця. Крім того, банківські установи здійснюють цілий ряд функцій в економіці, які безпосередньо не мають відношення до ринку інноваційного інвестування, але опосередковано здійснюють суттєвий вплив на нього (ця про-



блематика буде детально досліджуватися в наступному підрозділі дисертаційної роботи при аналізі суб'єктно-об'єктного взаємозв'язку банківської системи та ринку інноваційного інвестування). Авторське бачення ролі банків у функціонуванні ринку інноваційного інвестування представлено на рис. 4.4.

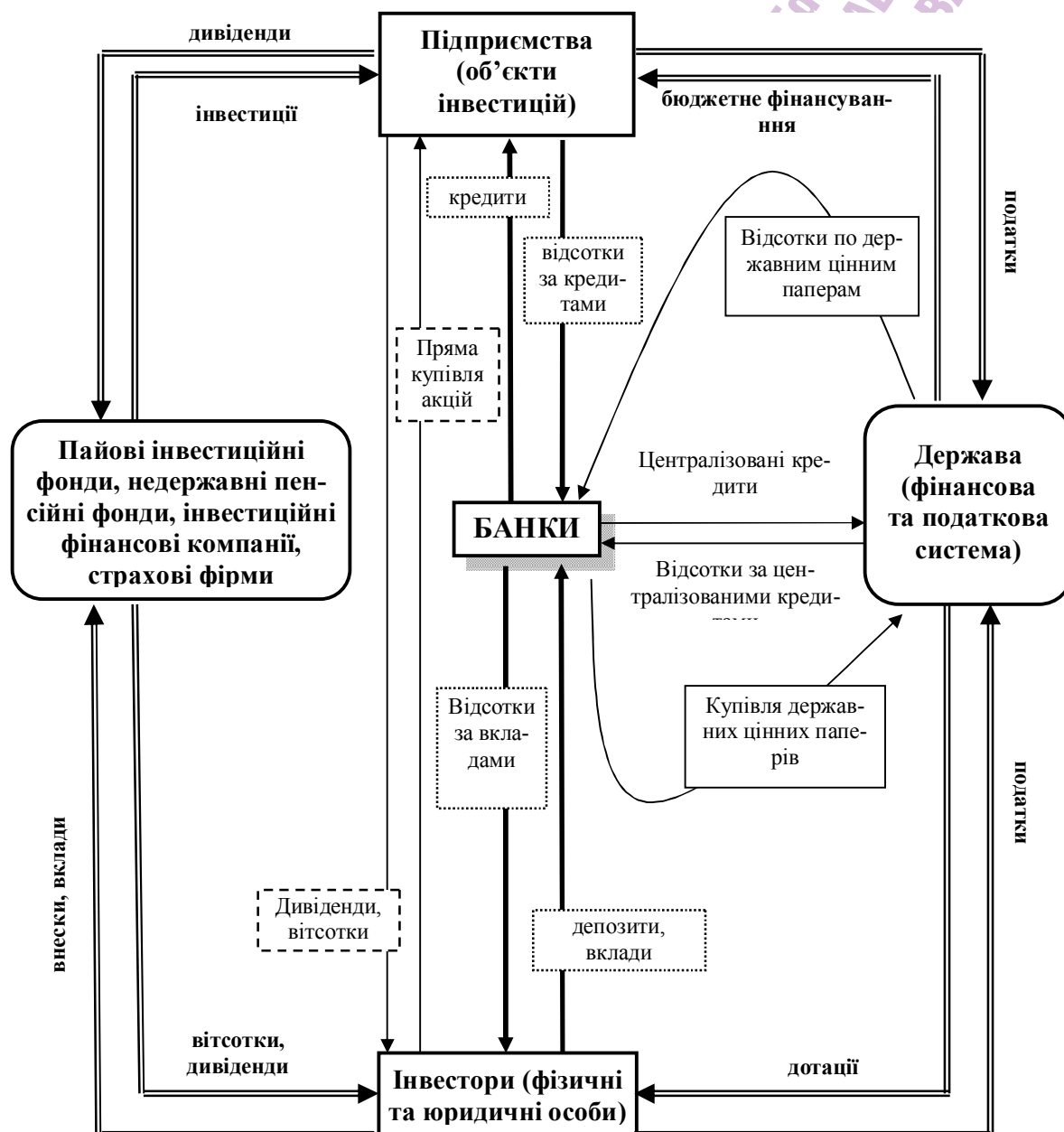


Рис. 4.3. Роль банків в процесі кругообігу інвестиційних ресурсів [273]



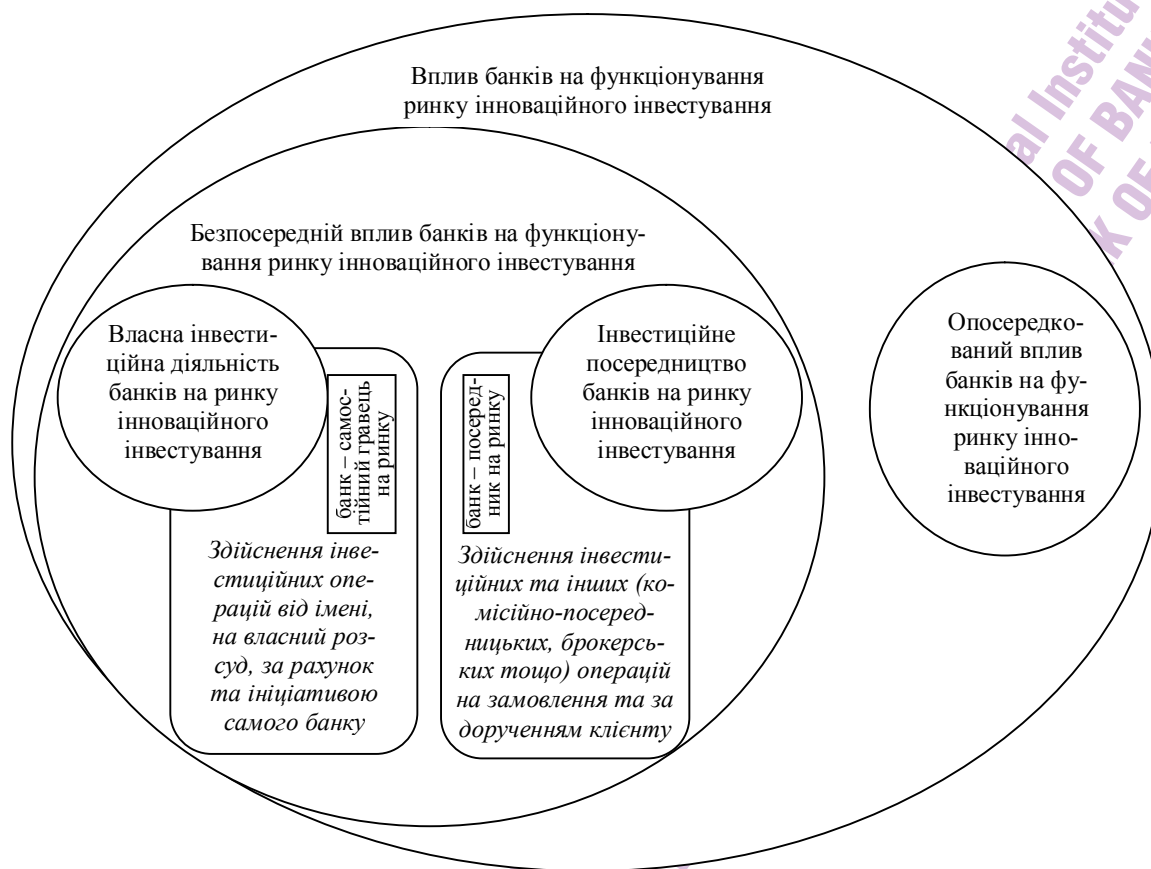
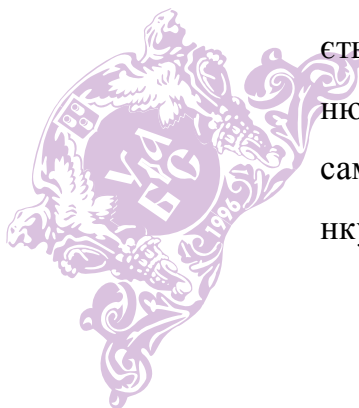


Рис. 4.4. Форми впливу банків на функціонування ринку інноваційного інвестування (власна розробка)

Таким чином, розглядаючи вплив банків на функціонування ринку інноваційного інвестування, ми пропонуємо оперувати наступними економічними категоріями:

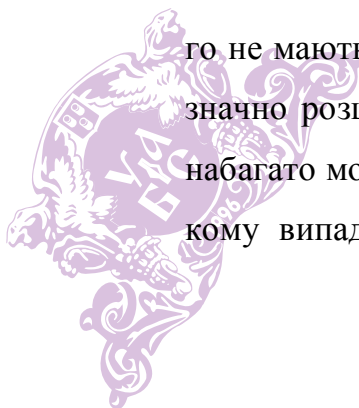
- *безпосередній вплив банків на функціонування ринку інноваційного інвестування* – діяльність банків, яка безпосередньо пов'язана з цим й забезпечує його нормальне функціонування, а саме:
 - ✓ *власна інвестиційна діяльність банків на ринку інноваційного інвестування* – це діяльність, інвестиційний характер якої визначається ініціативою самих банків, тобто інвестиційні операції здійснюються від імені, за рахунок, за ініціативою та на власний розсуд самого банку. При здійсненні цієї діяльності на досліджуваному ринку банк функціонує як самостійний гравець;



- ✓ *інвестиційне посередництво банків на ринку інноваційного інвестування* – це будь-яка діяльність банків на цьому ринку, яка здійснюється на замовлення та за дорученням клієнту. Це набагато більш широке поняття (порівняно з попереднім), яке включає в себе практично всю діяльність банків (не тільки інвестиційну, а й комісійно-посередницьку, брокерську тощо);
- *опосередкований вплив банків на функціонування ринку інноваційного інвестування* передбачає не тільки інвестиційне посередництво банків та їх власну інвестиційну діяльність на досліджуваному ринку, а й цілий ряд опосередкованих форм впливу на інвестиційні ринкові відносини в інноваційній сфері з боку банківської галузі незалежно від того, чи породжені вони банківським інвестиційним посередництвом або іншими напрямками банківської діяльності безпосередньо на досліджуваному ринку. Так, вплив банківської галузі на грошову масу в обігу найчастіше породжується діяльністю банків, ніяк не пов'язаною з ринком інноваційного інвестування. Але, незважаючи на це, воно являє собою форму банківської участі у функціонуванні ринку інноваційного інвестування, опосередковану впливом змін характеристик грошової маси на нього.

Типовий перелік інвестиційних операцій банку, які здійснюються в рамках власної інвестиційної діяльності та інвестиційного посередництва на ринку інноваційного інвестування представлений на рис. 4.5.

Посередницькі операції не вимагають безпосереднього використання ресурсів банку і їхніх розміщень у які-небудь активи, однак слугують джерелом додаткового доходу. Кінцевою метою цих операцій також є максимізація доходу банку, але найчастіше ця мета досягається побічно. Навіть у випадку, коли безпосередні доходи від надання, приміром, послуг довірчого керування не мають якого-небудь серйозного впливу на прибуток банку, вони здатні значно розширити його клієнтуру в майбутньому, що приведе до генерації набагато могутнішого потоку доходів. Важливими допоміжними цілями в такому випадку є поліпшення показників рентабельності банку (комісійно-



посередницькі операції відображаються в рамках забалансового обліку, що формально приводить до зростання середнього рівня рентабельності активів і капіталу), і можливість недотримання вимог по нарощуванню власного капіталу. Істотним недоліком такої стратегії є значний ріст багато в чому латентних ризиків банківської справи, існування яких являє собою ще одне додаткове обмеження банківського інвестиційного посередництва. Головним фактором різкого зростання обсягів операцій банківського інвестиційного посередництва у світі за останні двадцять років виступає потужна конкуренція з боку небанківських посередників ринку позичкового капіталу й падіння прибутковості традиційного банківського бізнесу. Банки змушені боротися за виживання, залучаючи додаткову клієнтуру, розширюючи спектр послуг, що надаються, виходити на ринок інноваційного інвестування з фінансовими інноваціями й нарощуючи потоки доходів, створювані поза рамками традиційних операцій.

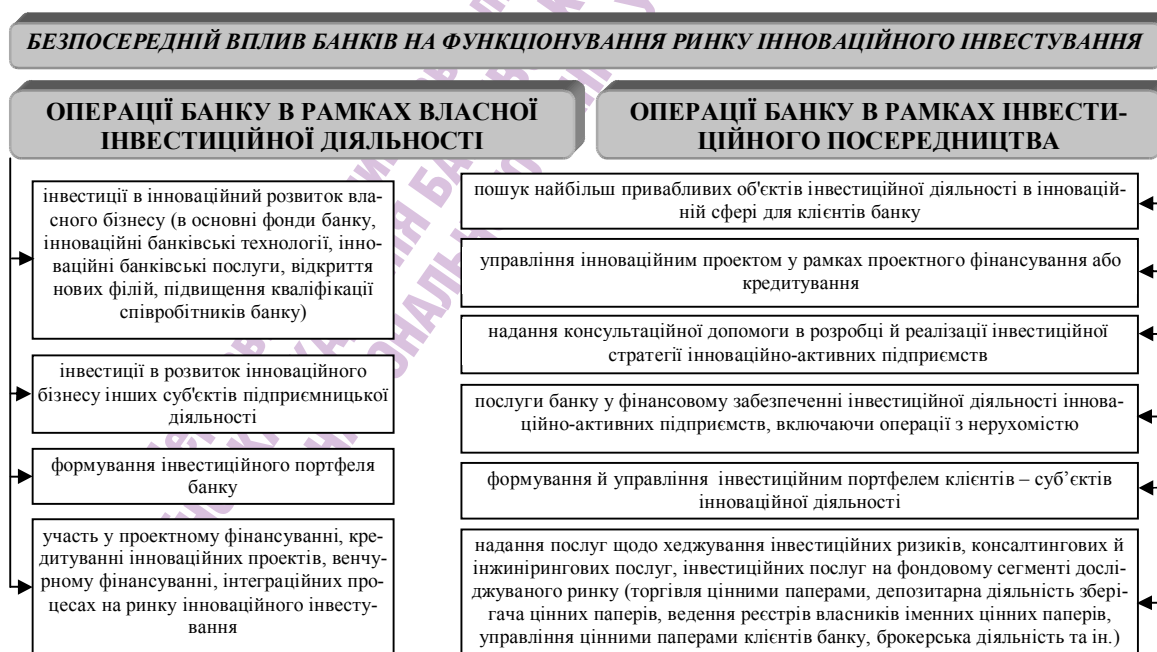
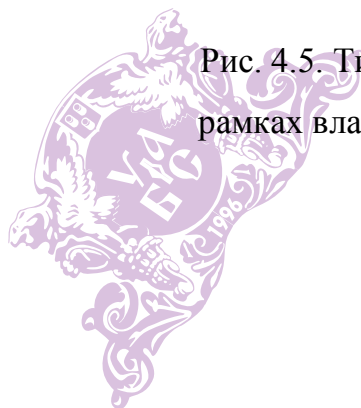


Рис. 4.5. Типовий перелік інвестиційних операцій банку, які здійснюються в рамках власної інвестиційної діяльності та інвестиційного посередництва на ринку інноваційного інвестування



Авторське розуміння конкретних функцій, які банківські установи виконують на ринку інноваційного інвестування представлено на рис. 4.6.

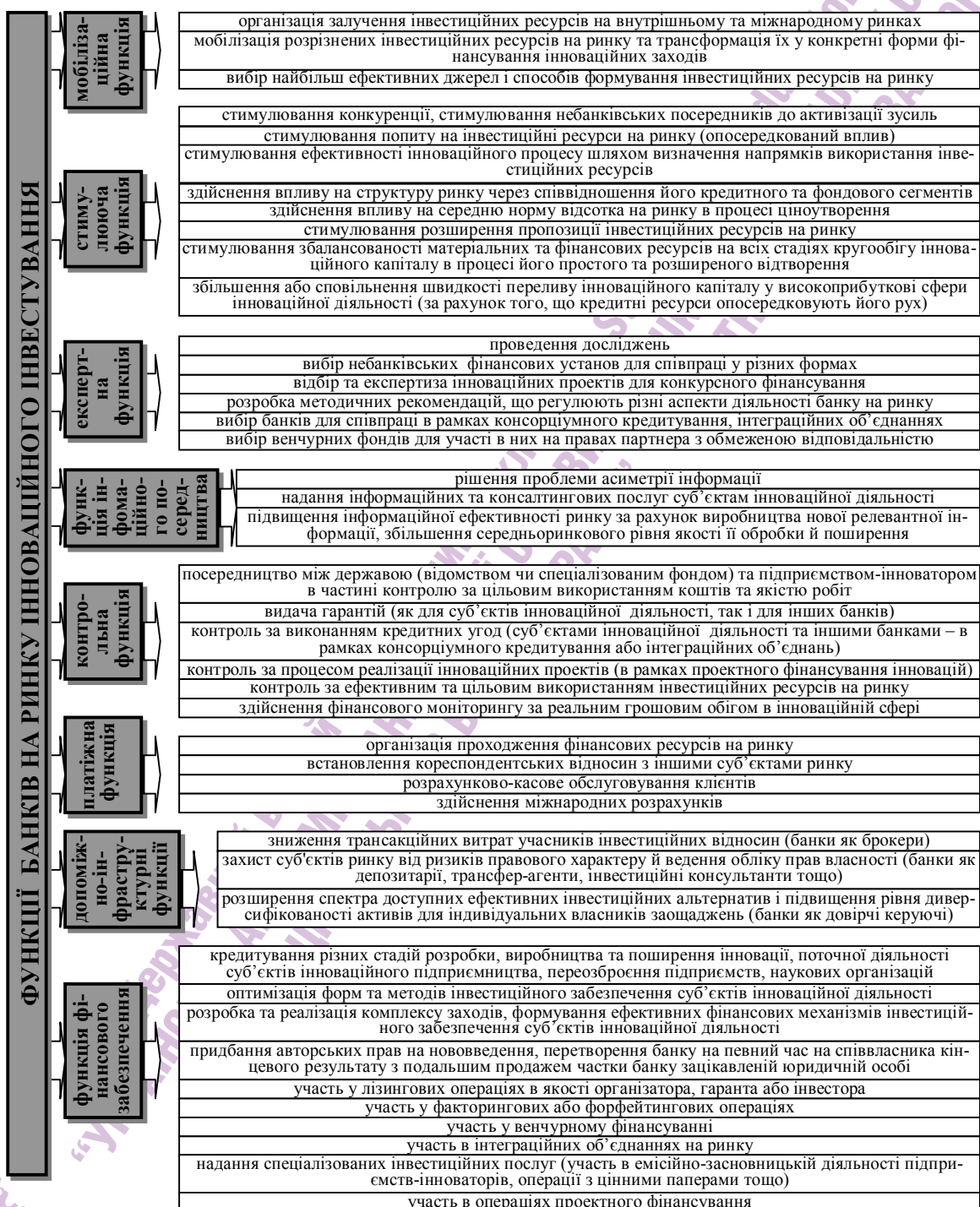


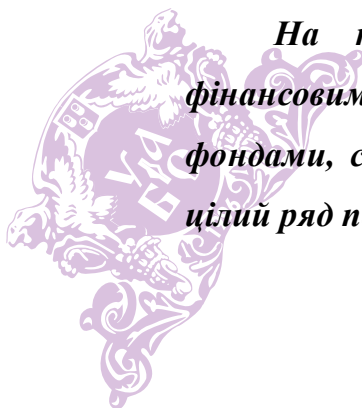
Рис. 4.6. Функції банків на ринку інноваційного інвестування
(авторська розробка)



Поверхневий погляд на банк з точки зору виконання ним функцій на досліджуваному ринку дозволяє скласти уяву про **відсутність у банку фундаментальних відмінностей від небанківських фінансових установ, що є суб'єктами (посередниками) цього ринку**. Така точка зору викладена в роботах [48,53, 51, 52], де зазначається, що специфічними для банку є лише окремі зовнішні ознаки (наприклад, універсальність банківських операцій), але виділення банків з ряду інших посередників не має під собою економічної основи й носить чисто правовий характер (через наявність у них ліцензії на здійснення банківських операцій).

Ми не поділяємо таку точку зору, а вважаємо, що можна виділити цілий ряд об'єктивних особливостей в діяльності сучасних банків, які дозволяють вести мову про відокремлене (особливе) положення банків серед інших суб'єктів досліджуваного ринку. Так, банк здійснює залучення коштів і їхнє розміщення від імені клієнта на умовах платності, терміновості й зворотності, а також сполучає у своїй діяльності позичкові, депозитні й розрахункові операції, відкриття й обслуговування рахунків до запитання. На ринку інноваційного інвестування банк виконує функцію унікального суб'єкта, що функціонує, головним чином, з використанням залучених коштів, однією з основних операцій якого виступає кредитування, і який бере безпосередню участь в організації грошового обігу. На нашу думку, діяльність по трансформації заощаджень у позики при одночасній здатності до здійснення емісії кредитних грошей, являє собою таке сполучення операцій, що властиво тільки банку й нікому більше з суб'єктів досліджуваного ринку. Незважаючи на десегментацію ринку інноваційного інвестування, що усе сильніше наближає банки до його інших посередників, вони зберігають свою особливу роль за рахунок унікальної здатності до емісії кредитних грошей, і саме вона визначає специфіку участі банків у діяльності цього ринку.

На нашу думку, у порівнянні з небанківськими кредитно-фінансовими інститутами (інвестиційними компаніями, пенсійними фондами, страховими компаніями та ін.), банківські установи мають цілий ряд переваг, які позначені на рис. 4.7.



Переваги банків порівняно з небанківськими кредитно-фінансовими інститутами – суб'єктами ринку інноваційного інвестування

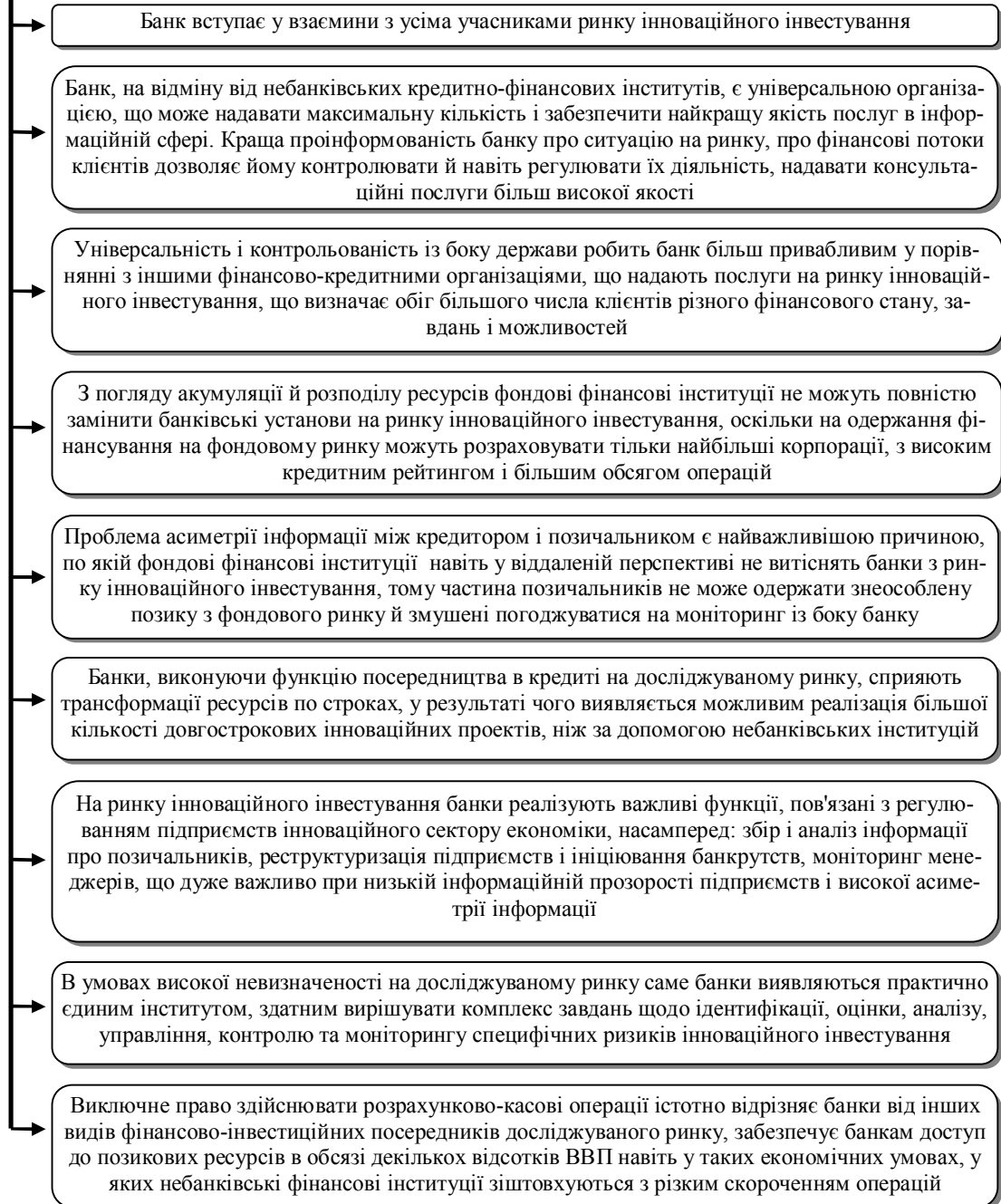
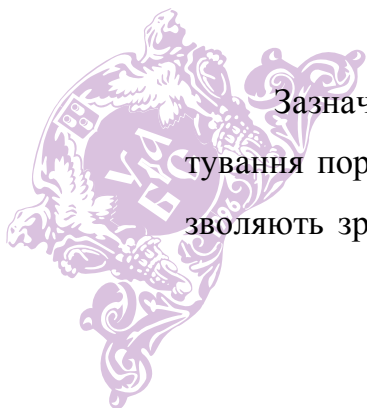


Рис. 4.7. Переваги банку порівняно з небанківськими кредитно-фінансовими інститутами – суб'єктами ринку інноваційного інвестування

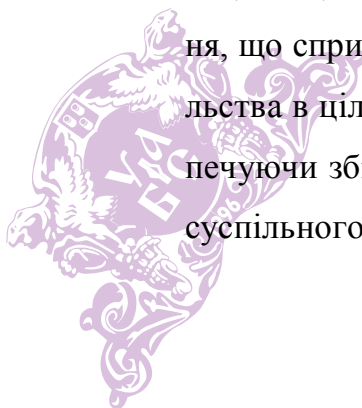
Зазначені особливості положення банків на ринку інноваційного інвестування порівняно з небанківськими кредитно-фінансовими інститутами дозволяють зробити висновок про наявність передумов для більше активного



використання потенціалу банківської системи в інвестиційному забезпеченні інноваційного розвитку вітчизняної економіки. Унікальне сполучення функцій підтримки ліквідності й фінансування інноваційних проектів наділяє банки тими «позадоговірними відносинами» з нефінансовими корпораціями, які роблять їх набагато могутнішими інформаційними процесорами в порівнянні з іншими суб'єктами ринку інноваційного інвестування. Банки не тільки довели, що мають високу гнучкість за рахунок універсального характеру взаємодії зі своїми клієнтами, але й значно розширили спектр форм своєї участі на цьому ринку. Істотна перевага банків над іншими фінансово-кредитними організаціями щодо обсягів акумульованих ресурсів у сполученні з неможливістю масштабного інвестування за рахунок бюджетних коштів дозволяє розглядати банки в якості одного з найбільш значних потенційних джерел інвестування в інноваційний сектор економіки.

Слід зазначити, що *діяльність банків як суб'єктів ринку інвестування можна розглядати з різних позицій.*

З погляду *макроекономіки* банки розглядаються як суспільні інститути – спеціалізовані учасники ринку інноваційного інвестування, що виконують ряд затребуваних соціумом функцій. З цього боку можна досліджувати інвестиційні відносини банку (як елементу цілісної кредитно-грошової системи) з державою, а інвестиційні процеси розглядати з позиції функціонування економіки в цілому, тобто не тільки з погляду індивідуального капіталу, але й з погляду суспільства, стратегії соціально-економічного розвитку. При здійсненні банками їхньої макроекономічної ролі як фінансових посередників вони сприяють задоволенню потреб суб'єктів інноваційної діяльності в інвестиціях, дають можливість перетворити заощадження й нагромадження в інвестиції. З цього погляду інвестиційна діяльність банків містить у собі вкладення, що сприяють одержанню доходу не тільки на рівні банку, але й для суспільства в цілому (на відміну від тих форм інвестиційної діяльності, які, забезпечуючи збільшення доходу конкретного банку, сполучені з перерозподілом суспільного доходу). Отже, з погляду макроекономіки, критерієм віднесення



до інвестиційної діяльності є продуктивна спрямованість вкладень банку. Рішення складного комплексу питань, пов'язаних з обсягом і джерелами реальних інвестицій, здійсненням інвестиційного процесу й функціонуванням інвестиційної сфери, стає можливим тільки з урахуванням макроекономічного механізму відтворення. На даний аспект досліджуваної проблеми вказували представники різних шкіл і напрямків економічної думки, зокрема, К.Маркс, досліджуючи абстрактні умови реалізації сукупного суспільного продукту, а також Дж.М.Кейнс, визначаючи шляхи підвищення рівня ефективного попиту, посилення взаємозв'язку реальних інвестицій з ростом споживання населення й особистих заощаджень.

Аналізуючи інвестиційну діяльність банків в інноваційній сфері на *мікрорівні* варто виходити з того факту, що банк є спеціалізованим комерційним підприємством, що прагне до максимізації прибутку при дотриманні обмежень, що накладаються специфікою його діяльності на рівень ризику й ліквідності. На перший план тут виходять параметри, що визначають можливість задоволення банківською галуззю попиту на інвестиційні ресурси з боку ефективно функціонуючих суб'єктів інноваційного сектора економіки: необхідна банками прибутковість при інвестиційному розміщенні коштів; обсяг вільних банківських пасивів, придатних для даного цільового використання; можливі строки банківського фінансування інноваційних проектів тощо. На мікрорівні ефективність банківського інвестування в інноваційній сфері визначається такими внутрішніми факторами, як: максимальне використання власних ресурсів, залучення коштів засновників і нових учасників, збільшення обсягів операцій, залучення нових клієнтів, розширення асортиментів послуг, скорочення операційних видатків і витрат капітального характеру. Кожен банк повинен бути готовий внести корективи у свої стратегічні плани й інвестиційну політику, щоб не допустити збитків, відновити платоспроможність навіть в умовах скорочення обсягів інвестиційних операцій, бути готовим до здійснення спільного (синдикованого) інвестиційного кредитування



підприємств (при цих операціях знижуються кредитні ризики [245], і з'являється можливість інвестувати у великі інноваційні проекти).

Макроекономічний аспект не виключає мікроекономічного. Більше того, окремі інвестиції господарюючих суб'єктів формують основу інвестиційного процесу всієї ринкової економіки. Поводження приватних інвесторів істотно залежить від загальної макроекономічної ситуації, від кон'юнктури ринку й впливу на нього державної економічної політики в інвестиційній і інноваційній сферах [264].

Фактори, що визначають поведження банків у рамках ринку інноваційного інвестування, можна умовно поділити на чотири групи, а саме:

1. *По-перше,* суттєвий вплив на активність банків на ринку інноваційного інвестування здійснює держава шляхом розробки цілого комплексу мотиваційних та заохочувальних механізмів, забезпечення загальної стабільності економічного простору.

2. *По-друге,* ринок інноваційного інвестування, як відзначалося вище, являє собою лише відокремлену підсистему, покликану надати інноваційному сектору економіки можливість ефективно здійснювати інвестиційні вкладення без виникнення порушень у кругообігу капіталу. Отже, специфіка діяльності банків на досліджуваному ринку багато в чому визначається станом реального сектора економіки взагалі та інноваційним сегментом, зокрема, а також рівнем інвестиційної активності підприємств-інноваторів.

3. *По-третє,* ступінь успішності виконання банками відведеної ним ролі на ринку інноваційного інвестування безпосередньо залежить від стану фінансового ринку в цілому, грошового обігу, особливостей монетарної політики, добробуту населення, рівня нагромаджень населення та їх бажання вкладати їх в банки на депозити тощо.

4. *По-четверте,* поведження банків на ринку інноваційного інвестування природно знаходиться в сфері впливу факторів, що носять внутрішній характер для банківської галузі.

Авторський погляд на сутність та форми взаємовідносин банківських установ з іншими суб'єктами ринку інноваційного інвестування схематично представлений на рис. 4.8.



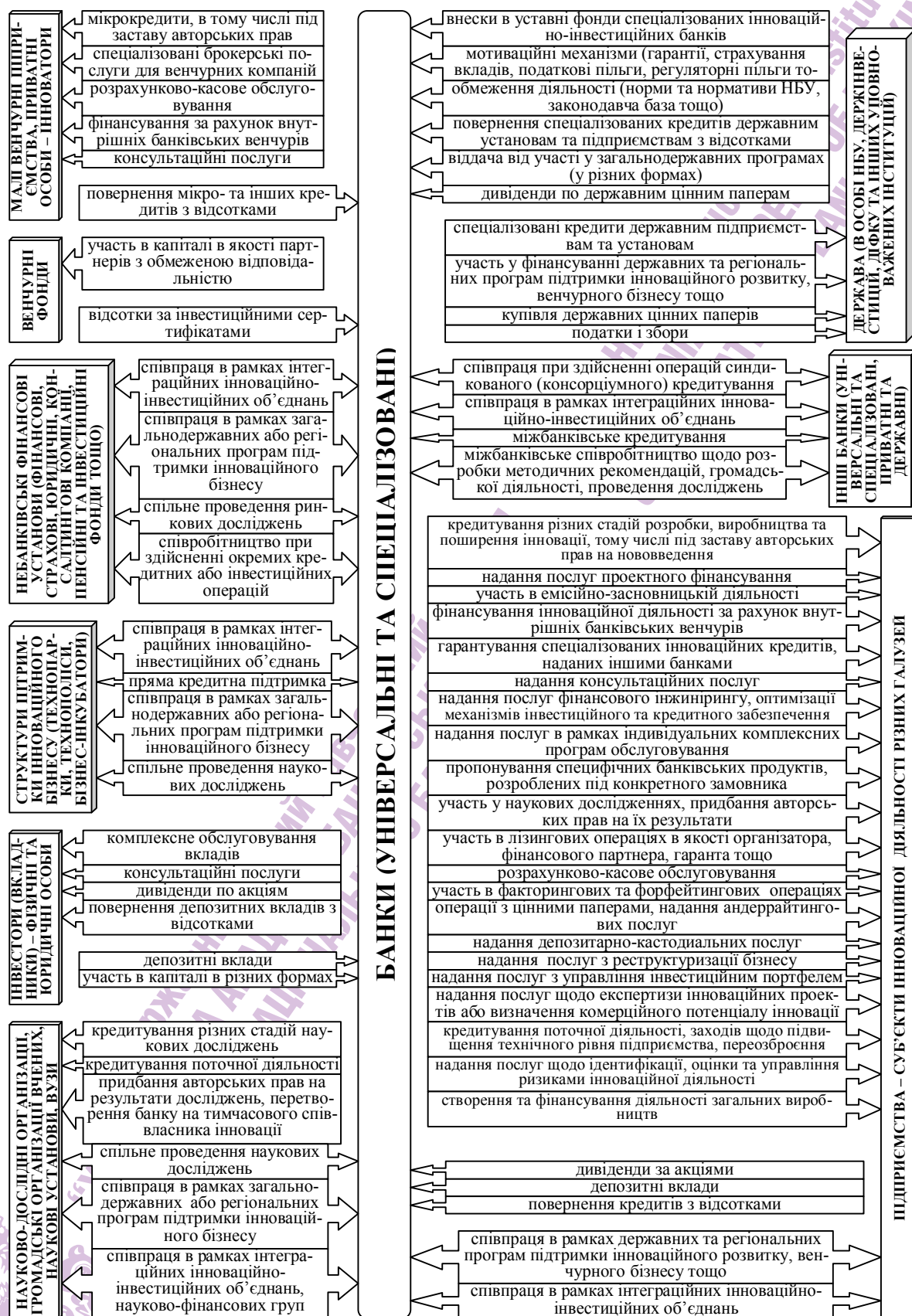


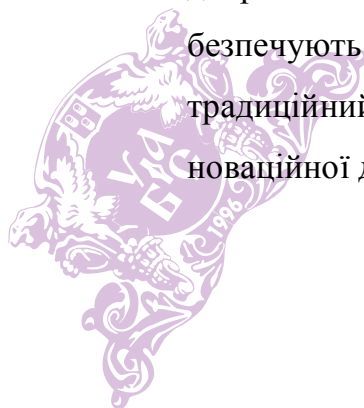
Рис. 4.8. Напрямки та форми взаємодії банківських установ з іншими суб'єктами ринку інноваційного інвестування (власна розробка)

В контексті нашого дослідження особливої актуальності набуває проблема визначення факторів, що формують рейтинг того чи іншого банку на ринку інноваційного інвестування. Беручи до уваги зростання масштабів операцій синдикуваного кредитування інноваційної діяльності в світі, реальне місце банку на цьому ринку не може бути визначено тільки залежно від обсягів самостійно наданих ним кредитів, а повинно визначатися виходячи з наступних основних показників:

- обсягу організованого цим банком синдикуваного кредитування інноваційної діяльності;
- кількості інноваційних проектів, реалізованих при участі цього банку;
- суми наданих цим банком інноваційних кредитів;
- стабільності роботи даного банку на ринку інноваційного інвестування.

Докладніше проблеми синдикуваного банківського кредитування інновацій будуть досліджені в підрозділі 4.4 даної дисертаційної роботи.

Досліджуючи участь банківських установ в інвестиційному забезпеченні потреб інноваційного сектора економіки, окремий інтерес становить питання стосовно того, *на якому саме етапі життєвого циклу інновації можна розраховувати на участь банків у фінансуванні.* В економічній літературі загально визнаною є думка, що банки можуть розглядати питання про надання фінансових коштів суб'єктам інноваційної діяльності тільки на стадії впровадження (розширення) інновації, тобто коли вже можна з достатнім ступенем впевненості спрогнозувати комерційний потенціал реалізації нової ідеї, вона вже набула упредметненої форми, пройшла відповідну апробацію, визначилися її потенційні споживачі, а ринок вже підготовлений до її сприйняття. Саме таку точку зору демонструє рис. 4.9, який схематично відображає взаємодію інноваційних процесів і інвестиційних потоків, що забезпечують їхню фінансово-кредитну основу, та таблиця 4.3, яка ілюструє традиційний погляд на вибір джерел фінансово-кредитного забезпечення інноваційної діяльності по стадіях життєвого циклу інновації.



Джерела фінансово-кредитного забезпечення інноваційної діяльності по стадіях життєвого циклу інновації (складено на основі [387, 75])

<i>Стадія життєвого циклу інновації</i>	<i>Основні характеристики</i>	<i>Основні джерела фінансово-кредитного забезпечення</i>
Концептуальна	Включає фундаментальні й прикладні дослідження, необхідні для опису інновації, визначення її можливого використання, демонстрації потенціалу. Характеризується найвищим рівнем ризиків	<ul style="list-style-type: none"> – кошти державного бюджету; – кошти національних і закордонних наукових фондів; – власні кошти розроблювача інновації; – венчурний капітал
Вживання	Ризики трохи слабшають, але значно збільшується потреба в грошах (на розробку прототипу продукції, проведення дослідних продажів, маркетинг) при існуючих труднощах їхнього одержання	<ul style="list-style-type: none"> – неформальні приватні інвестори («бізнес-яголи»); – кошти наукових фондів; – кошти фондів розвитку малого підприємництва; – кошти фондів венчурного капіталу
Початкове розширення	Потрібен капітал для налагодження виробництва й збутової мережі, удосконалення організаційної й виробничої структури. Труднощі одержання інвестицій зберігаються	<ul style="list-style-type: none"> – кошти, що надходять від організацій неформальних інвесторів; – кошти фондів венчурного капіталу
Розширення (зростаюча прибутковість)	Потрібні значні кошти для розширення виробничих потужностей, оптимізації збуту й удосконалення продукції	<ul style="list-style-type: none"> – кошти фондів венчурного капіталу; – банківське кредитування (як форма проміжного фінансування); – прибуток підприємства
Підйом	Перехід до повномасштабного виробництва й реалізації інноваційної продукції	<ul style="list-style-type: none"> – кошти фондів венчурного капіталу – ресурси спеціалізованого фондового ринку, що торгує акціями компаній, не зареєстрованих на головних фондових біржах; – прибуток підприємства; – кредити банків
Зрілість	Охоплює термін корисного життя продукту або технологічного процесу, періодично необхідно впроваджувати незначні вдосконалення	<ul style="list-style-type: none"> – ресурси фондового ринку (головне джерело); – будь-які традиційні джерела проектного фінансування

В даній дисертаційній роботі ми ставимо перед собою мету довести хибність такої думки, докорінним чином змінити уявлення про ту роль, яку виконують банки в інвестиційному забезпеченні інноваційного розвитку. Основна ідея авторського погляду на досліджувану проблему полягає в тому, що банки не тільки можуть (суто теоретично), але і на практиці реально здійснюють (нажаль, переважно за кордоном) фінансування повного циклу інновації.



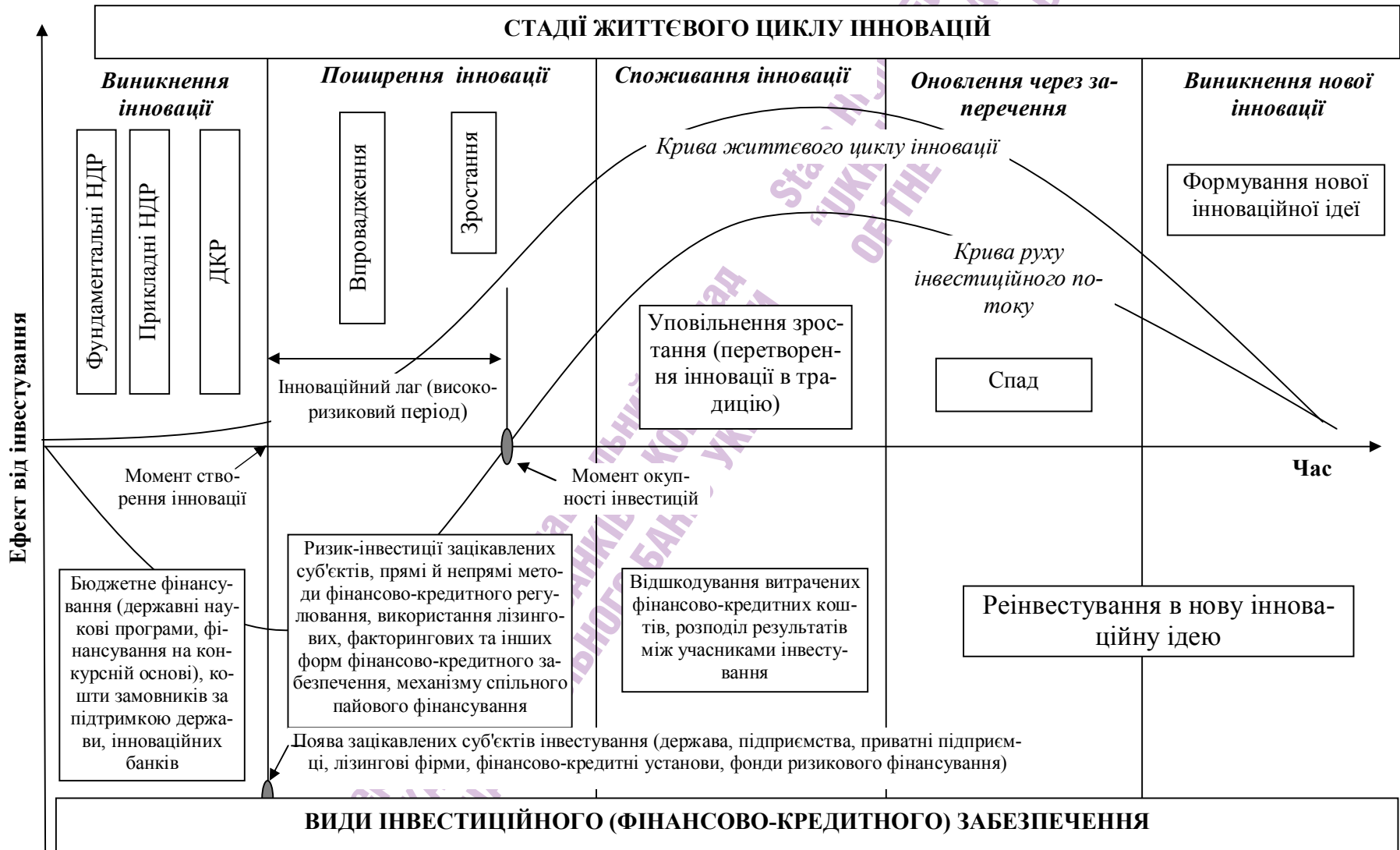


Рис. 4.9. Взаємодія інноваційних процесів і інвестиційних потоків, що забезпечують їхню фінансово-кредитну основу

Наріжним каменем при цьому стають наступні два моменти:

- *пошук відповідних форм та фінансових механізмів* банківського інвестування в інновації на кожному етапі її життєвого циклу, адекватних особливостям цього етапу та уявленню самої банківської установи про гранично припустимі рівні ризику. Результати проведеного нами порівняльного аналізу існуючих форм фінансування банками інноваційної діяльності суб'єктів господарювання будуть продемонстровані в підрозділі 4.4 даного дисертаційного дослідження;
- *наявність відповідної мотивації* до надання банком послуг по інвестиційному забезпеченню суб'єкта інноваційної діяльності. Слід зауважити, що порушуючи проблему мотивації, ми маємо на увазі *не тільки комерційний інтерес* банку щодо отримання надприбутків, якими зазвичай відрізняється інноваційне підприємництво, а й *мотивацію з боку держави*, яка шляхом застосування цілого комплексу фінансових інструментів (пільг, гарантій, преференцій, страхових бонусів тощо) заохочує банківські установи до участі у високоризиковій грі на ринку інноваційного інвестування. Основні напрямки державного стимулювання банківського фінансування інновацій будуть розглянуті в підрозділі 4.3 даного дисертаційного дослідження.

Схематично сутність авторського погляду на ті форми, в яких банки можуть приймати участь у фінансовому забезпеченні інновації в залежності від стадії її життєвого циклу представлена на рис. 4.10.

У зв'язку з особливими функціями інноваційного капіталу й надзвичайно високими його інвестиційними ризиками (особливо на стадії розробки інновацій), банківський сектор не може розглядатися як єдиний учасник інноваційного процесу. Банківська присутність у ньому звичайно обмежується діяльністю невеликого числа спеціалізованих банків і підрозділів, зайнятих, як правило, фінансуванням впроваджувальних розробок по освоєнню інноваційних продуктів.





Рис. 4.10. Форми участі банків в інвестиційному забезпеченні інновації в залежності від стадії її життєвого циклу (авторська розробка)*

- 1 – фінансування за рахунок коштів венчурного фонду, в який входить банк в якості партнера з обмеженою відповідальністю;
- 2 – фінансування за рахунок внутрішнього венчуру, який створюється як структурний підрозділ (або дочірня структура) банку;
- 3 – фінансування шляхом надання банком мікrokредиту;
- 4 – фінансування шляхом надання синдикованого (консорціумного) кредиту кількома банками або в рамках інших форм горизонтальної інтеграції на ринку інноваційного інвестування;
- 5 – фінансування за рахунок коштів банку, що входить до складу науково-фінансової групи;
- 6 – фінансування за рахунок коштів банку, що входить до складу широкого інвестиційно-інноваційного інтеграційного об'єднання;
- 7 – проектне фінансування;
- 8 – фінансування шляхом надання банком спеціалізованого інноваційного кредиту;
- 9 – фінансування за рахунок коштів спеціалізованих інноваційно-інвестиційних банківських установ;
- 10 – фінансування за рахунок лізингових операцій за участю банку;
- 11 – фінансування за рахунок форфейтингових та факторингових операцій за участю банку;
- 12 – надання банком консультаційних послуг (в тому числі – надання послуг фінансового інжинірингу);
- 13 – фінансування шляхом надання послуг довірчого управління, участі в трастових операціях;
- 14 – фінансування шляхом фінансової участі в аналітичних дослідженнях;
- 15 – участь у фінансуванні шляхом надання послуг гарантування
- 16 – участь у розрахунково-кліринговому обслуговуванні.

* - цифрами позначені конкретні форми, в яких банк може розпочати фінансування на конкретній стадії життєвого циклу інновації

Однак банки можуть і повинні зайняти власну нішу на ринку інноваційного інвестування, обумовлену фінансовою підтримкою процесів впровадження різних нововведень (раніше розроблених нововведень, прогресивних технологій, наукомістких виробництв), ризику яких значно нижче, ніж при розробці інноваційних продуктів. Банківський сектор також може надавати фінансову допомогу структурам венчурного капіталу, що бере на себе суто інноваційні ризики. У зв'язку із цим роль банківського сектора в просуванні інновацій представляється хоча й опосередкованою, але досить значною (особливо з урахуванням стадії впровадження, що традиційно відстає від стадії концептуальних розробок).

Якщо розглядати взаємозв'язок інноваційного процесу і його кредитно-інвестиційного забезпечення з боку банку по стадіях життєвого циклу інновації, то можна виділити наступні основні етапи, представлені на рис. 4.11.



Рис. 4.11. Основні етапи взаємозв'язку інноваційного процесу і його кредитно-інвестиційного забезпечення з боку банку

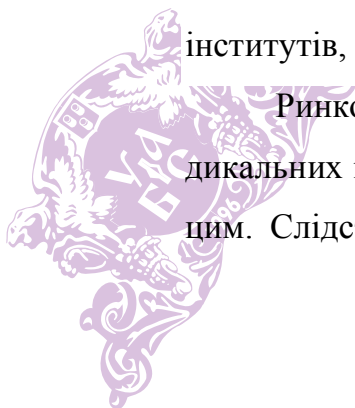
Сучасні наукові дослідження дозволяють дійти висновку, що якщо короткостроковим кредитуванням або розрахунково-кліринговим обслуговуванням суб'єктів інноваційного підприємництва в тій чи іншій мірі можуть займатися практично всі банки, то **повноцінне та широкомасштабне надання спеціалізованих інвестиційних кредитів на інноваційну діяльність**

та проектне фінансування інновацій на сьогоднішній день *є прерогативою діяльності тільки певних категорій банків*, які виходячи зі своєї специфіки мають фінансові, організаційні та методичні можливості управляти ризиками інноваційного інвестування, а саме:

- банків, що входять до складу інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань (участь у них дозволяє їм здійснювати більш ризиковані операції, оскільки в цьому випадку інтерес банку перекривається інтересами об'єднання в цілому);
- корпоративних банків, які сформувалися на галузевій основі й обслуговують відповідні виробництва;
- банків, які приймають участь у проектах відомих міжнародних фінансово-кредитних інститутів;
- великих банків, які інвестують в інноваційну діяльність тих підприємств, контрольним пакетом акцій яких вони володіють;
- спеціалізованих інвестиційно-інноваційних банків, для яких діяльність щодо інвестиційного забезпечення суб'єктів інноваційного підприємства є основною.

Підводячи підсумок, слід зазначити, що посилення інвестиційної спрямованості розвитку банківської системи вимагає відповідності основних орієнтирів банківської діяльності цільовим завданням інноваційної стратегії розвитку економіки; динамічної стабільності кредитно-банківської системи; здатності цієї системи забезпечувати інвестиційний процес і, відповідно – економічне зростання на високотехнологічній інноваційній основі; синхронності процесів розвитку банківського й іншого секторів економіки. Це, у свою чергу, вимагає як реструктуризації сформованої банківської системи, поліпшення функціонування кожної окремої її ланки, так і створення нових інститутів, норм і правил.

Ринковому впровадженню й поширенню вже створених кластерів радикальних інновацій сприяють фінансові інновації, що з'являються в зв'язку з цим. Следством змін інституціональних умов функціонування фінансового



сектора стають спроби банків і інших фінансових установ здійснити інновації, спрямовані на підвищення ефективності інвестиційних вкладень. Інакше кажучи, об'єкти інноваційного інвестування вимагають від банків і інших суб'єктів ринку інноваційного інвестування розробки принципово нових механізмів їхнього фінансування [354].

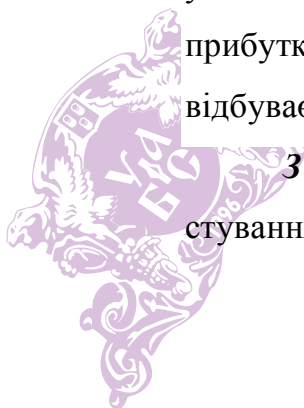
Орієнтація на інноваційний розвиток вимагає формування сучасних банківських структур, здатних одночасно вирішувати подвійне завдання: мобілізувати кошти для реальної економіки й створювати фінансові ресурси на основі нових фінансових технологій і добре організованого фінансового менеджменту. Важливим аспектом при фінансуванні інновацій є величина власних коштів банку, а залучення коштів юридичних і фізичних осіб за допомогою нових фінансових інструментів дозволить збільшити сукупний обсяг інвестицій і диверсифікувати джерела фінансування.

4.2. Суб'єктно-об'єктний взаємозв'язок банківської системи та ринку інноваційного інвестування

Необхідність активізації участі банків в інвестиційному забезпеченні інноваційної сфери впливає із *взаємозалежності успішного розвитку банківської системи й ринку інноваційного інвестування*.

З одного боку, банки, здійснюючи інвестиційні операції в інноваційному секторі економіки, зацікавлені в стабільному ринковому середовищі, що є необхідною умовою їхньої діяльності. Оскільки інтереси окремої кредитної установи як комерційної структури орієнтовані на одержання максимального прибутку при припустимому рівні ризику, їх участь в інвестуванні в інновації відбувається лише при наявності сприятливих умов.

З іншого боку, стабільність функціонування ринку інноваційного інвестування багато в чому залежить від надійності банківської системи, її ефек-



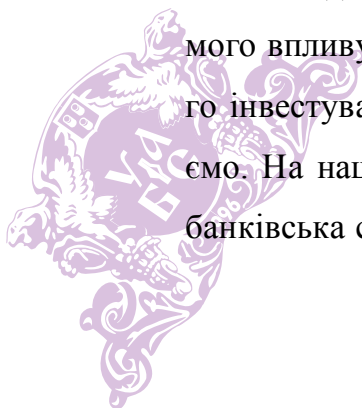
тивного функціонування. Саме банківська система відіграє провідну роль у нагромадженні інвестицій і їхньому перерозподілі між галузями національного господарства, у залученні коштів реальних і потенційних інвесторів.

Банківська сфера і ринок інноваційного інвестування – це підсистеми загального економічного простору, які здійснюють взаємний вплив одна на одну, що носить суб'єктно-об'єктний характер (банки є суб'єктами, що безпосередньо впливають на ринок інноваційного інвестування, який, у свою чергу, являє собою об'єкт – тобто частину сфери діяльності банків). Причому, вплив суб'єкта на об'єкт, як правило, завжди є набагато більш потужним, ніж в зворотному напрямку. Проаналізуємо суб'єктно-об'єктний взаємозв'язок ринку інноваційного інвестування і банківської сфери в обох напрямках.

Для початку з'ясуємо, у чому полягає вплив суб'єкта на об'єкт, тобто яким чином і якою мірою банки впливають на ринок інноваційного інвестування.

Участь банків у функціонуванні ринку інноваційного інвестування являє собою потужний фактор впливу на інвестиційні відносини в інноваційній сфері. Єдине, що напряму не залежить від банківської сфери – це *попит на інвестиційні ресурси*, оскільки базою для його формування є очікування попиту на товарних ринках, що і визначає необхідні обсяги вкладень в інноваційні товари та їх передбачувану граничну ефективність. Співвідношення між необхідними обсягами інвестицій і наявними у суб'єктів господарювання інвестиційними ресурсами, у свою чергу, визначає потенційний обсяг попиту на ринку інноваційного інвестування. Реальний попит формується виходячи з тієї частини інноваційних проектів, для якої гранична ефективність капіталу перевищує ринкову норму відсотка.

Не дивлячись на те, що розвиток банківської системи не здійснює прямого впливу на обсяги попиту на інвестиційні ресурси на ринку інноваційного інвестування, опосередкований взаємозв'язок ми все ж таки прослідковуємо. На нашу думку, можна стверджувати, що чим більш розвиненою буде банківська система в країні, тим більшим буде загальний рівень ділової акти-



вності, тим більше буде реалізовуватися заходів та проектів різної спрямованості, відповідно, тим скоріше буде вичерпуватися потенціал дохідності традиційних сфер інвестування капіталу. Іншими словами, кількість вільних ринкових ніш, які б могли забезпечувати надприбутки, буде скорочуватися, що буде обумовлювати підвищення інтересу до інноваційного бізнесу як до ризикової, але високодохідної сфери інвестування та спричинить підвищення попиту на інвестиційні ресурси, що є об'єктом купівлі-продажу на ринку інноваційного інвестування.

Що стосується *пропозиції інвестиційних ресурсів*, то слід зазначити, що банки, по-перше, як і будь-який інший тип суб'єктів ринку інноваційного інвестування, визначають кінцеві характеристики частини заощаджень, що формує пропозицію інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів, а по-друге – мають унікальний канал впливу на даний ринок через здійснення кредитної емісії грошей. Отже, вплив банківської системи на пропозицію на ринку інноваційного інвестування є суттєво більш значущим у порівнянні з аналогічним впливом з боку інших суб'єктів даного ринку. Головна причина цього полягає не в самій здатності банківської сфери нарощувати пропозицію на ринку інноваційного інвестування понад наявні ресурси, а в тім, що в цій частині пропозиції банки монопольно визначають усі її значущі характеристики, не втрачаючи при цьому аналогічної ролі в частині пропозиції на традиційному сегменті інвестиційного ринку.

Діяльність банків на ринку інноваційного інвестування характеризується пропозицією інноваційно орієнтованого грошового капіталу з боку банківської системи, що виступає як продавець, і попитом на цей капітал з боку потенційних учасників інноваційної діяльності, які виступають у ролі покупців банківських інвестицій. На цьому ринку формуються попит та пропозиція на банківські кредити, портфельні та інші інвестиції банківських установ. Завдяки банківським інвестиціям на досліджуваному ринку *забезпечується перехід фінансових ресурсів від одних суб'єктів інвестиційних відносин (інвесторів, кредиторів) до інших (позичальників), що призводить*



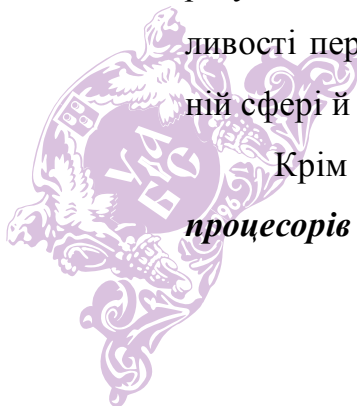
до вирівнювання норм прибутку від різних видів підприємницької діяльності й створює об'єктивні умови для реалізації тенденції формування середньої норми прибутку як в економіці в цілому, так і на конкретному досліджуваному ринку зокрема.

В рамках відтворювальної функції банківська система реалізує принцип збалансованості матеріальних і фінансових ресурсів на всіх стадіях кругообігу інноваційно орієнтованого інвестиційного капіталу в процесі його простого й розширеного відтворення. Кредитні ресурси банківських установ опосередковують рух цього капіталу, що призводить до збільшення або сповільнення швидкості його переливу у високоприбуткові сфери господарювання, якою і є інноваційна діяльність. Саме мобільність кредитних коштів на ринку інноваційного інвестування надає величині їхньої ринкової вартості функцію індикатора ділової інноваційної кон'юнктури.

В рамках розподільчої функції банківська система активно приймає участь у формуванні й використанні фондів грошових ресурсів, підтримці ефективної структури капіталу як з погляду грошово-кредитної політики держави на всіх рівнях економічного розвитку, так і фінансової стратегії суб'єкта інноваційної діяльності, форм ризикового фінансування, а також інших форм організації фінансових відносин.

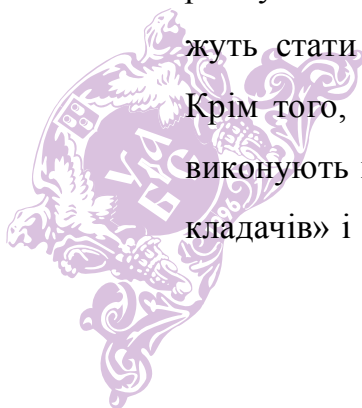
В рамках контрольної функції банківська система приймає безпосередню участь в здійсненні фінансового моніторингу за реальним грошовим обігом в інноваційній сфері, контролю за стратегією реалізації інновацій, їхнього фінансування, за зміною фінансових показників, станом платежів і розрахунків. Такого роду моніторинг дозволяє виявити співвідношення між структурою грошових фондів і намічених цілями інноваційної діяльності; корегує невідповідність між доходами й видатками інноватора, визначає можливість перетікання капіталу, тобто припинення фінансування в неефективній сфері й відкриття фінансування нових напрямків інноваційної діяльності.

Крім того, *банки відіграють роль найпотужніших інформаційних процесорів ринку інноваційного інвестування,* що, на наш погляд, незаслу-



жено залишається поза увагою більшості дослідників. Положення банків в економічному інформаційному полі є унікальним, оскільки вони поєднують у своїй діяльності комплекс послуг, який забезпечує найтісніший контакт з економічними суб'єктами, що обслуговуються – підприємствами-інноваторами. Саме тому банки стають власниками інформації про учасників інноваційних відносин, якісні і кількісні характеристики якої недосяжні для інших посередників досліджуваного ринку. Завдяки цьому банківська сфера відіграє роль сегмента інституціональної структури ринку інноваційного інвестування, що має пріоритетне значення в рішенні двох найважливіших задач, ступінь успішності рішення яких визначає ефективність функціонування цього ринку інноваційного інвестування в цілому: зниження гостроти проблеми асиметрії інформації та оптимізація характеристик пропозиції інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів відповідно до динаміки характеристик попиту на них.

Найбільш актуальним для рішення задачі підвищення активності банків як інформаційних посередників на ринку інноваційного інвестування є створення в Україні системи бюро кредитної інформації (бюро кредитної історії) з метою використання їх не тільки як центрів акумуляції і збереження інформації про кредитну історію інноваційно-активних позичальників, але і як джерела інформації про інноваційні проекти і пропозиції інвестиційних ресурсів. Крім того, багато експертів вважають за доцільне створення додатково до кредитних бюро ще і системи аналітичної обробки інформації, єдиного всеукраїнського центру рейтингових і експертних оцінок. Дійсно, сьогодні в Україні практично цілком відсутня ефективна система експертних, аналітичних і рейтингових агентств, яка була б здатна задовольняти запити учасників ринку інноваційного інвестування. Кредитні бюро в більшості випадків можуть стати лише джерелом інформації, придатної до подальшого аналізу. Крім того, банки здатні виступити в ролі інвестиційних консультантів, що виконують вкрай необхідні в поточних умовах функції інвестиційних «перекладачів» і систематизаторів інформації. Іншими словами, банки можуть по-



передньо обробляти інформацію, що надходить від підприємств-інноваторів як потенційних реципієнтів капіталу, систематизувати її, а вже потім передавати в кредитні бюро.

Слід зазначити, що в процесі *ціноутворення на ринку інноваційного інвестування* банки здійснюють більш суттєвий вплив на норму відсотка, ніж інші суб'єкти, оскільки мають великі можливості по формуванню імпульсів зміни норми відсотка монетарного характеру, а також у силу того, що саме банківська ставка відсотка загально визнано є одним з найпотужніших базових регуляторів у сучасній економіці, займаючи центральне місце в системі ринкових інвестиційних відносин і відіграючи роль ціни інвестиційних ресурсів, в тому числі – інноваційно орієнтованих. Вона виражає співвідношення між попитом на інвестиційні ресурси і їх пропозицією, виступає інструментом регулювання попиту на ринку інноваційного інвестування і використовується при оцінці інноваційних проектів. Вихідною причиною її існування виступає об'єктивна обмеженість капіталу, що змушує суб'єктів економіки у своїх розрахунках враховувати цей факт.

Однак, зв'язок відсоткової ставки і попиту на ринку інноваційного інвестування не може розглядатися як жорстко детермінована залежність за наступними причинами:

- через високу невизначеність одержання ефекту від інвестиційних вкладень в інноваційні об'єкти для того щоб впливати на попит у рамках ринку інноваційного інвестування, зміна відсоткової ставки повинна перевищити певний поріг чутливості;
- процентна ставка може впливати на попит, що формується на ринку інноваційного інвестування, через відмінності в характеристиках інноваційних проектів;
- вплив норми відсотка втрачає (збільшує) своє значення в умовах зростання (падіння) числа суб'єктів ринку інноваційного інвестування з високою забезпеченістю власними коштами;

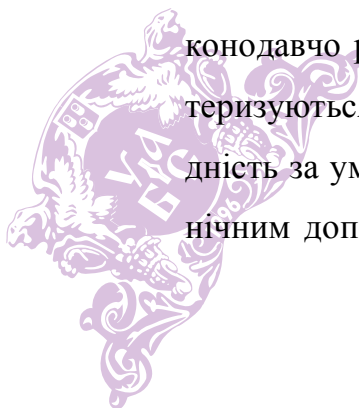


- психологічно для суб'єктів ринку інноваційного інвестування часто більш важливими є прогностні значення і динаміка відсоткової ставки, ніж її поточний рівень;
- крім норми відсотка і граничної ефективності інвестиційних вкладень, інвестори враховують також і прогнозований рівень їх ліквідності.

Крім того, суттєвим є вплив банків на *структуру ринку інноваційного інвестування* через співвідношення між його кредитною і фондовою складовими. Як відомо, на сьогоднішній день головною функцією банків є надання кредитів, однак не всі банківські ресурси можуть бути розміщені в даній формі за наступними причинами:

- велика частина кредитів неліквідна (особливо це стосується інноваційних кредитів), що для банків є джерелом суттєвого збільшення ризиків загальної втрати ліквідності через короткостроковість переважної частини залучених ресурсів;
- через досить високу імовірність неповернення з боку підприємств-інноваторів кредити відносяться до високоризикових банківських активів;
- для дрібних і середніх банків велика частка позичок, що видаються, пов'язана з певним регіоном, у результаті чого будь-яке значне зниження інноваційної активності в цьому регіоні погіршить якість кредитного портфелю банку;
- у багатьох країнах весь дохід від кредитних операцій підлягає оподатковуванню.

За наведеними вище, а також багатьма іншими причинами в останні роки банки усе активніше стали направляти значну частину свого портфелю активів (за оцінками фахівців – від 1/5 до 1/3 його загального обсягу) в інший важливий вид дохідних активів – у цінні папери (державні цінні папери і законодавчо регламентовані категорії акцій). Такі інвестиції, що також характеризуються набором серйозних ризиків, але мають незрівнянно вищу ліквідність за умови наявності розвинутого вторинного ринку, виявляються органічним доповненням кредитної частини інвестиційного портфелю банків. У



цьому випадку на перший план виходить проблема визначення інвестиційно-спрямованої частини ринку цінних паперів. Слід пам'ятати, що ринок цінних паперів обслуговує не тільки потреби виробництва. Фіктивний капітал, що відірваний від реального капіталу і здатний до самостійного обігу, створює умови для використання його в спекулятивних цілях навіть у випадку з цінними паперами, що випущені для задоволення потреби в інвестиційних ресурсах. Вкладення в цінні папери можуть бути визнаними інвестиційними тільки тоді, коли заощадження з їх допомогою беруть участь у процесі забезпечення виробництва інвестиційними ресурсами. На практиці виокремити інвестиційну частину серед широкого кола операцій з цінними паперами вдається лише умовно, тому що мотиви одного і того ж рішення в даному випадку можуть поєднувати в собі різні заплановані джерела одержання доходу. До інвестиційних прийнято відносити цінні папери з терміном до моменту погашення понад один рік, оскільки вони, як правило, не включаються у вторинний резерв ліквідних активів, і їх наявність у портфелі банку обумовлена, головним чином, бажанням одержання доходу у вигляді відсоткових виплат.

Крім того, можна виділити ще і такі напрямки впливу банківської системи на ринок інноваційного інвестування:

- підвищення активності банків в сфері інвестиційного забезпечення інноваційного розвитку підвищує рівень конкуренції на досліджуваному ринку, спонукає інших небанківських посередників (інвестиційні компанії та фонди, страхові компанії, фінансові компанії, венчурні фонди тощо) до активізації власних зусиль, формування більш ефективних фінансових механізмів інвестиційного забезпечення суб'єктів інноваційної діяльності;
- зростання обсягів банківського інвестування в інноваційному секторі вітчизняної економіки призводить до зміни форм та напрямків державного регулювання досліджуваного ринку, зниження обсягів прямого державного фінансування наукової сфери, змінює роль та місце держави на досліджуваному ринку тощо;



- зростання активності банківських установ на ринку інноваційного інвестування, набуття ними статусу організаторів фінансових схем інвестиційного забезпечення діяльності інноваційно-активних суб'єктів підприємництва призводить до більш тісної співпраці банків з науковими установами, промисловими підприємствами, фінансовими інституціями та відповідно – до інтенсифікації інтеграційних процесів на досліджуваному ринку та появи івестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань як самостійних гравців цього ринку;
- банківська система зменшує рівень трансакційних витрат ринку інноваційного інвестування, оскільки сприяє скороченню періоду часу, який потрібен для акумуляції та мобілізації розрізнених інвестиційних ресурсів. Процес акумуляції заощаджень від різних джерел капіталу, особливо, від індивідів, як відомо, займає достатньо великий проміжок часу, а банки, виконуючи ці функції, дозволяють суттєво його скоротити;
- банки підвищують загальну ефективність функціонування ринку інноваційного інвестування та забезпечують найбільш ефективний розподіл та використання обмежених інвестиційних ресурсів на цьому ринку, оскільки з метою кредитування обирають підприємницькі проекти з найвищим потенціалом успішного впровадження інновації. Це обумовлено об'єктивно більш високими вимогами банків до напрямків інвестування (як фінансовий посередник вони оперують переважно залученими коштами) порівняно з іншими суб'єктами господарської діяльності. Крім того, банки традиційно дуже ретельно ставляться до оцінки кредитоспроможності позичальника, оцінки ефективності інноваційних проектів, оцінки ризиків тощо.

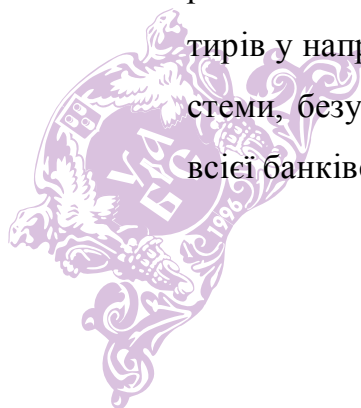
Як уже відзначалося вище, взаємний вплив банківської системи і ринку інноваційного інвестування носить суб'єктно-об'єктний характер. *Проаналізуємо тепер, у чому полягає зворотний взаємозв'язок між ринком інноваційного інвестування і банківською системою, дія об'єкта на суб'єкт, тобто визначимо, як ринок інноваційного інвестування впливає на діяль-*



ність банків. Відразу зауважимо, що виявити даний взаємозв'язок набагато складніше, ніж зворотній.

Ціна на інвестиційні ресурси, що формується на ринку інноваційного інвестування, може бути надійним індикатором вартості, яка відображає суспільно необхідні витрати економічної системи по формуванню й використанню інноваційно орієнтованого інвестиційного капіталу. Вона фіксує зміни в співвідношенні між попитом на інвестиційні ресурси та їх пропозицією, що відбуваються на фінансовому ринку взагалі, а на досліджуваному ринку зокрема. Банківський капітал в умовах нестабільної ринкової кон'юнктури формується з урахуванням вибірковості об'єктів інвестування, і на перше місце виходять певні вимоги щодо вартості інвестування й ціни залучених інвестиційних ресурсів у вигляді відсотка. Залежно від рівня своєї прибутковості кредитний капітал стрімко переміщається з однієї сфери інвестування в іншу, сприяючи при цьому вирівнюванню норми прибутку й стимулюючи пошук усе більше нових сфер вкладення. **Таким чином, можна стверджувати, що ціна на інвестиційні ресурси, яка формується на ринку інноваційного інвестування, поруч з іншими факторами (конкуренцією на ринку, активністю небанківських посередників досліджуваного ринку тощо) в певній мірі визначає напрямки спрямування банківського капіталу.**

Динаміка розвитку ринку інноваційного інвестування впливає на появу тенденцій спеціалізації банківських установ, обрання ними загальних стратегій інвестування тощо. Якщо послуги банківського фінансування діяльності суб'єктів інноваційного підприємництва дедалі будуть все більш затребуваними, то це, скоріш за все, призведе до формування та поширення спеціалізованих інноваційно-інвестиційних банківських установ, перетворення їх в значущих суб'єктів досліджуваного ринку. Поступова зміна орієнтирів у напрямку переходу від універсалізації до спеціалізації банківської системи, безумовно, накладе значний відбиток на загальні тенденції розвитку всієї банківської системи.



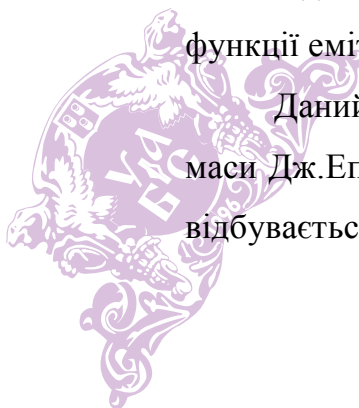
Активний розвиток ринку інноваційного інвестування та інтенсифікація інтеграційних процесів на ньому призводить до підвищення обсягів участі банківських установ в інтеграційних об'єднаннях всіх типів, починаючи від створення банківських корпорацій та холдингів, участі в програмах синдикуваного (консорціумного) кредитування, та закінчуючи більш широкими інтеграційними структурами, наприклад, ПФГ.

Активний розвиток ринку інноваційного інвестування разом з поживленням фондового ринку збільшують темпи та обсяги участі банківських установ в інвестиційних фондах різних типів, зокрема – в венчурних фондах. Крім того, це прискорює процеси формування внутрішніх банківських венчурів, накладає певний відбиток на структуру корпоративного управління в банках, визначає динаміку фондової складової банківського інвестування тощо.

На мікрорівні найбільше наочно зв'язок банківської сфери з ринком інноваційного інвестування можна простежити, аналізуючи роль, яку останній відіграє у формуванні банківських активів і пасивів. *Основними характеристиками ринку інноваційного інвестування, що здійснюють найбільший вплив на банки, варто вважати: попит на даному ринку, норму відсотка і конкуренцію з боку небанківських посередників даного ринку.* Ці фактори є екзогенними по відношенню до банківського бізнесу і впливають на такі мікроекономічні параметри діяльності банків, як специфіка активних операцій, структура банківського портфелю, його рентабельність тощо.

Аналізуючи вплив ринку інноваційного інвестування на діяльність банків на макрорівні, слід зазначити, що він не тільки впливає на банківську галузь, як і на інших посередників фінансового ринку, визначаючи характеристики її діяльності, а й напряду визначає можливості виконання банками їх функції емітентів кредитних грошей.

Даний висновок можна зробити на підставі теорії ендогенної грошової маси Дж.Епстайна [418], згідно з якою, емісія кредитних грошей найчастіше відбувається в обхід регулюючих функцій Національного банку у відповідь



на сигнали, що подаються економікою. Відповідно, і обсяг грошової маси змінюється під впливом внутрішніх економічних факторів, а не тільки в залежності від зовнішнього грошово-кредитного регулювання. З одного боку, це відбувається під впливом того, що попит на гроші виступає досить мінливою величиною (це обумовлено наявністю спекулятивного мотиву і мотиву обережності). З іншого боку, банківська система здатна задовольняти цей попит за рахунок кредитної емісії грошей, що пояснюється тим, що постійні коливання попиту на них приводять до перманентної невідповідності грошово-кредитної політики реальному стану сфери грошового обігу. Національний банк виявляється не в змозі оперативного реагувати на такі зміни попиту і не може принести стратегічні цілі грошового регулювання в жертву потребам оперативного впливу на грошовий ринок. Це обумовлює постійні коливання відсоткової ставки, зростання якої призводить до збільшення рентабельності кредитування і викликає прагнення банківської галузі задовольнити попит на гроші в рамках стратегії максимізації прибутку.

Попит на інвестиційні ресурси залежить від очікувань щодо прибутковості інвестицій, а нестабільність цих очікувань є основною причиною постійних коливань попиту на гроші. Безперервні коливання спонукають до інвестування створюють необхідне середовище для незалежної від Національного банку активності банків, спрямованої на емісію грошей за рахунок впровадження фінансових інновацій. Така активність і формує пропозицію інвестиційних ресурсів в економіці. Зворотнім боком цього взаємозв'язку виступає залежність реального обсягу інвестицій від поточного співвідношення між попитом на інвестиційні ресурси і здатністю банківської сфери його задовольнити.

Основною умовою ендогенізації грошової маси виступає фінансування довгострокових інвестиційних проектів за допомогою більш короткострокових запозичень, що призводить до підвищення активності щодо впровадження фінансових інновацій і створення нових платіжних засобів, однак одночасно з цим – до збільшення амплітуди коливань інвестиційних витрат. Зрос-



тання вартісних обсягів фінансових інновацій за рахунок короткострокового фінансування інвестицій відбувається через те, що пропозиція грошей зростає на підставі використання банками пасивів, що носять короткостроковий характер. Пропозиція довгострокових позик при цьому залишається екзогенною величиною, однак заміна довгострокового фінансування короткостроковим вирішує проблему відсутності свободи маневрування банківської системи в збільшенні пропозиції інвестиційних ресурсів.

Негативним ефектом такої ситуації виступає ризик масових банкрутств позичальників не через недостатню ефективність інноваційних проектів, а виходячи з різкої зміни в очікуваннях з приводу цієї ефективності. Під впливом цієї закономірності підсилюється амплітуда циклів всієї економіки й ускладнюється вихід зі стадії рецесії.

Схематично основні напрямки виявленого вище суб'єктно-об'єктного взаємозв'язку банківської системи і ринку інноваційного інвестування представлено на рисунку 4.12.

Підводячи підсумок, зазначимо, що описані вище форми взаємозв'язку банківської сфери і ринку інноваційного інвестування визначають зростання популярності банків у порівнянні з іншими суб'єктами даного ринку. Перехід до інноваційної моделі розвитку економічних систем призвів до прискорення темпів заміни виробничих фондів, зростання витрат на високотехнологічні інвестиції, усвідомлення необхідності якісних змін у виробництві на основі інновацій, що призвело до різкого зростання обсягу необхідних інвестиційних вкладень при незначному скороченні їх середніх термінів окупності. Те, що більшість новостворених інноваційних компаній мають малі або середні розміри і позбавлені доступу до ринку цінних паперів, а також те, що сьогодні обсяг інвестиційних вкладень є досить волатильною величиною, пояснюють неможливість задоволення всіх інвестиційних потреб інноваційного сектору економіки через механізми ринку цінних паперів або державного фінансування.



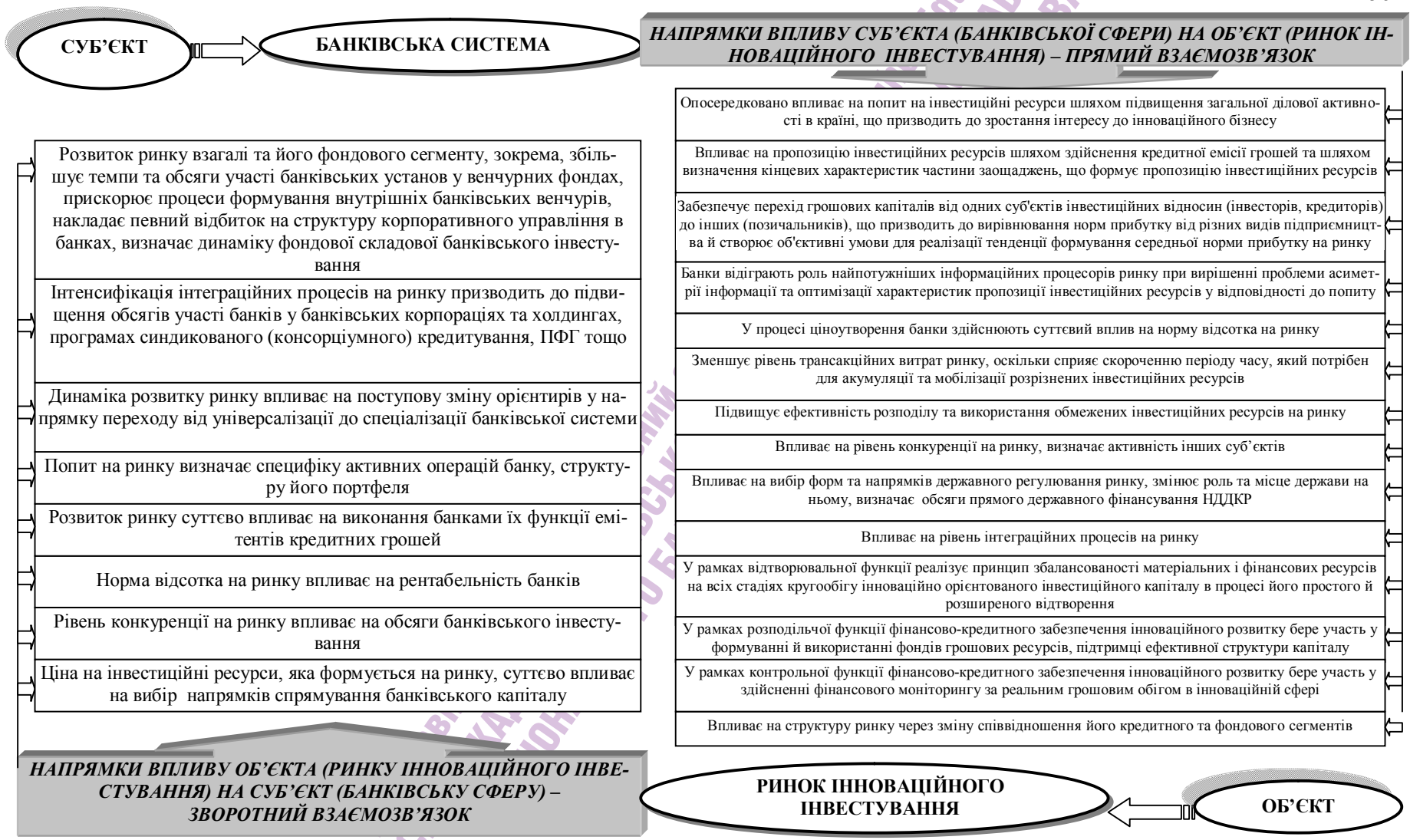
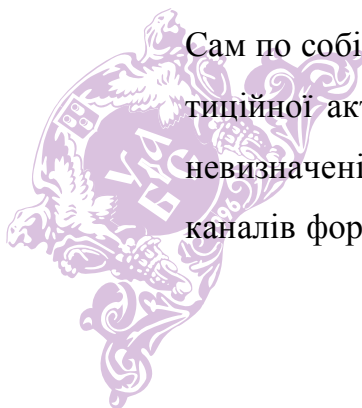


Рис. 4.12. Суб'єктно-об'єктний взаємозв'язок банківської системи й ринку інноваційного інвестування (власна розробка)

Саме банківські кредити, незважаючи на розвиток системи венчурного фінансування, виявляються сьогодні суттєвим джерелом зростання багатьох інноваційно-активних компаній на початковому етапі їх розвитку. Крім того, здатність до кредитної емісії робить банківську сферу унікальним регулятором обсягу доступних для інвестування коштів у відносно короткостроковому періоді.

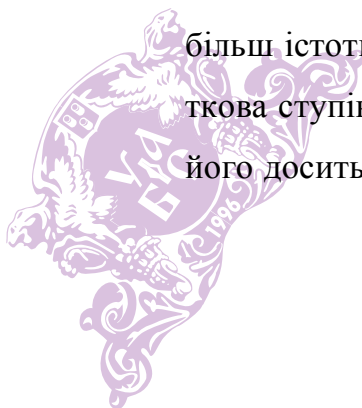
4.3. Основні напрямки державного стимулювання діяльності банків на ринку інноваційного інвестування

На нашу думку, обов'язковою умовою створення передумов для економічного зростання й стабільного економічного розвитку нашої країни є ефективна політика держави щодо стимулювання розвитку ринку інноваційного інвестування. Слід зазначити, що *здійснюваний останніми роками комплекс реформ щодо прямого державного впливу на інвестиційне забезпечення інноваційної сфери був розбалансованим, непослідовним й безсистемним*, єдина концепція розвитку досліджуваного ринку була відсутня, на сьогоднішній день державне регулювання в цій сфері зводиться до політики короткострокового тактичного керування. Країна дотепер не має чіткої інфраструктурної політики інвестиційного забезпечення інноваційного розвитку, комплексної стратегії залучення резервів фінансового ринку для вирішення досліджуваних проблем, ефективної програми заходів щодо міжнародного співробітництва в цій сфері й ефективної концепції реформування банківської галузі з точки зору її участі в фінансуванні інноваційного прориву. Сам по собі цей факт уже є значною перешкодою на шляху збільшення інвестиційної активності в інноваційному секторі економіки, тому що породжує невизначеність шляхів його розвитку, а, отже – виступає одним з основних каналів формування високого рівня системних ризиків на ринку інноваційно-



го інвестування. Закономірним результатом хаотичної участі держави в економічному розвитку країни (замість різкого звуження сфери прямого державного впливу на економіку при збереженні його ефективності) стала консервація занадто великої області державного регулювання з повною втратою його результативності [190]. В умовах низької ефективності фінансового ринку, практично не здатного до самоорганізації, це є причиною втрати можливостей корегування основних характеристик ринку інноваційного інвестування й поведження його учасників. Наслідком формування широкої сфери інтересів слабкої в економічному плані держави стало виникнення системи позаекономічних методів впливу державних органів на господарську діяльність, що призвело до виникнення системних ризиків, що носять рестрикційний характер відносно інвестиційної активності в інноваційному секторі економіки й полягають в превалюванні політичних інтересів і адміністративних важелів впливу над цивілізованими економічними інструментами державного регулювання.

Сучасні умови функціонування досліджуваного ринку в Україні не можуть бути кардинально змінені без активної участі держави. З одного боку, саме вона багато в чому несе відповідальність за тривале існування в країні реально не функціонуючого ринку інноваційного інвестування, одним з найбільш важливих наслідків чого стала слабкість небанківської інституціональної інфраструктури даного ринку – Україна виявилася позбавленою розвинутої системи інституціональних посередників, що включає в себе пенсійні фонди, страхові компанії, пайові інвестиційні фонди, венчурні фонди і ряд інших інститутів ринку. З іншого боку, не можна забувати, що Україна продовжує залишатися країною з транзитивною економікою, і тому вплив держави на економічну систему був, є і ще тривалий час буде залишатися набагато більш істотним, чим у країнах з розвинутими ринковими інститутами. Початкова ступінь розвитку ринку інноваційного інвестування в Україні визначає його досить слабку здатність до саморегулювання і забезпечення прийнятно-



го рівня ефективності інвестиційних відносин з урахуванням обмежень, що накладаються сформованими умовами [187].

На нашу думку, вплив держави на стимулювання діяльності банків на ринку інноваційного інвестування слід розглядати у трьох напрямках:

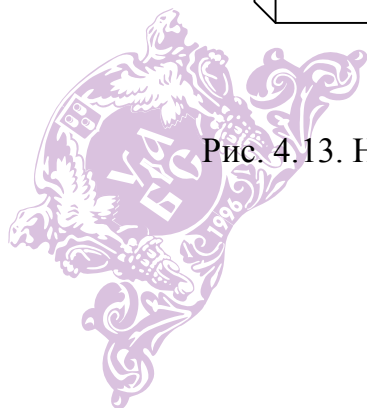
- ***як комплекс загальних заходів, спрямованих на підтримку стабільного розвитку досліджуваного ринку цілком***, його інфраструктури, забезпечення високого рівня конкуренції між його суб'єктами та умов їх раціонального поведіння на ринку, ефективного функціонування фінансово-кредитної системи, забезпечення достатньої інвестиційної підтримки інноваційного сектору економіки, формування сприятливого інвестиційного клімату в країні та регіонах, адаптивності структур інноваційного підприємництва до змін ринкового середовища, забезпечення платоспроможного попиту на інновації та інвестиційні ресурси, формування ефективно амортизаційної, бюджетної й податкової політики, підвищення рівня підготовки фахівців у сфері інвестиційної та інноваційної діяльності, забезпечення правового захисту інвесторів та інноваторів, оптимізація процесу здійснення державної експертизи інноваційних проектів, ефективна організація конкурсного відбору інноваційних проектів, регулювання грошової емісії в процесі забезпечення рівноваги ринку інноваційного інвестування, формування ефективно кредитної політики в державі, регулювання основних параметрів функціонування ринку цінних паперів тощо;
- ***як комплекс загальних заходів, спрямованих на забезпечення стабільного розвитку банківської сфери*** взагалі та вирішення загальних проблем підвищення ролі банків в інвестиційному забезпеченні потреб реального сектору економіки;
- ***як комплекс спеціалізованих заходів***, що формують мотиваційні механізми для стимулювання активізації банківської участі в інвестиційному забезпеченні суб'єктів інноваційної діяльності.

Схематично викладену вище пропозицію демонструє рис. 4.13.





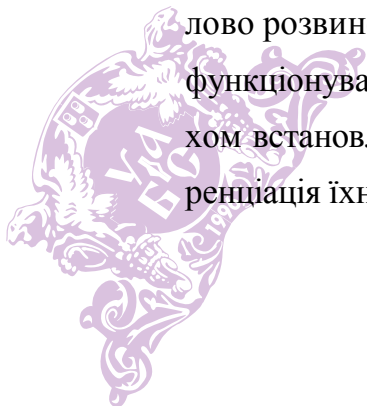
Рис. 4.13. Напрямки впливу держави на стимулювання діяльності банків на ринку інноваційного інвестування



Комплекс державних заходів в рамках першого та другого напрямків достатньо повно висвітлений в роботах вітчизняних та закордонних дослідників, тому в даній дисертаційній роботі ми не будемо розглядати їх окремо, а зосередимо свої зусилля лише на дослідженні деяких конкретних форм та механізмів державного стимулювання участі банків у функціонуванні ринку інноваційного інвестування в межах третього напрямку.

Ефективним інструментом державної підтримки банківського інвестування в інновації може стати *державне гарантування кредитів*, яке може здійснюватися за двома схемами: надання гарантій за кредитами підприємствам-інноваторам, які надаються всіма без виключення банками (як це поширено в Великобританії й Німеччині) або тільки спеціалізованими інноваційно-інвестиційними банками (як це прийнято у Франції). Дослідженню цієї проблеми присвячений цілий ряд наукових праць [429, 161, 403, 408, 134], але, на жаль, не всі пропозиції поки що впроваджені в практику банківської діяльності. На сьогоднішній день для того, щоб отримати гарантію за кредитом з боку НБУ, вартість застави за фінансованим проектом має складати більше 120% наданого кредиту (при розрахунку вартості застави НБУ враховує 100% вартості облігацій державної позики та 80% вартості майнових прав), а обсяг власних коштів банку, вкладених в проект – не менше 10% [139]. Авторський погляд на вибір напрямків реформування системи державного гарантування кредитів суб'єктам інноваційної діяльності демонструє рис. 4.14.

Ще одним напрямком підвищення активності банків на ринку інноваційного інвестування можна вважати впровадження *гнучкої й диференційованої системи регулювання банківської діяльності за допомогою економічних нормативів*. Установлені НБУ економічні нормативи максимально наближені до основних вимог, що висуваються до діяльності банків у промислово розвинених країнах. У той же час вони не враховують специфічних умов функціонування вітчизняних банків. Для забезпечення ліквідності банку шляхом встановлення нормативів в умовах вітчизняної економіки необхідна диференціація їхніх значень виходячи зі специфіки й значимості діяльності банку.



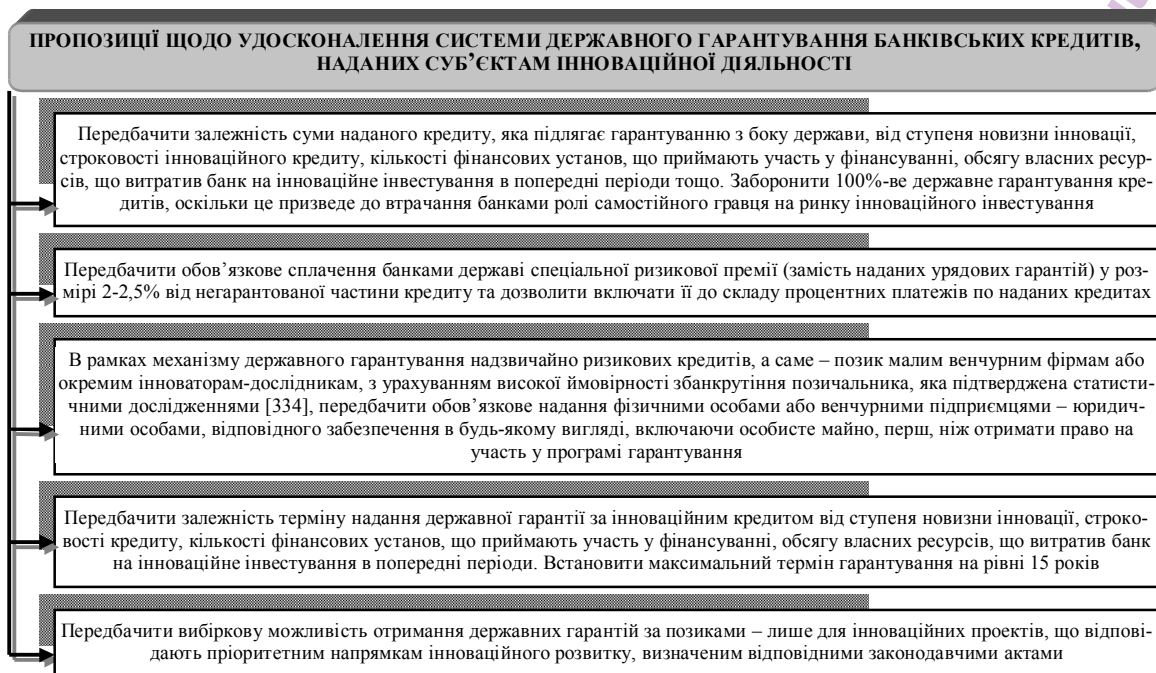


Рис. 4.14. Авторські пропозиції щодо реформування системи державного гарантування банківських кредитів, наданих суб'єктам інноваційної діяльності

Як відомо, банк може використовувати для розміщення в активи не весь обсяг залучень, оскільки частина залучених коштів (залежно від категорії терміновості) акумулюється на рахунках НБУ й служить страховим фондом для забезпечення ліквідності [21, 27, 8, 12]. Загальний рівень норми обов'язкового резервування в Україні суттєво перевищує це значення в більшості промислово розвинених країн. Так, наприклад, в Великобританії цей показник складає 0,51%, США – 3% [296], в той час як в Україні він є значно більшим, що демонструють дані таблиці 4.4.

Таблиця 4.4

Динаміка зміни норми обов'язкового резервування коштів банків у НБУ

Показник	Роки			
	1992-1994	1995-1997	1998-2000	2000-2005
Норма обов'язкового резервування коштів банків у НБУ, %	10-15	15-15	17-15	(6-14)-(6-8)

Цілий ряд пропозицій щодо реформування системи обов'язкового резервування розроблено в роботах [261, 22, 138, 433, 400, 133], але **більшість з них зводиться до загальної рекомендації щодо істотного зниження норми**

обов'язкового резервування ресурсів для банків, що здійснюють операції інноваційного кредитування. Цілком підтримуючи таку точку зору, ми, в той же час, підкреслюємо актуальність подальших наукових досліджень в цьому напрямку з метою розробки конкретних форм та механізмів реалізації визначеного вище завдання. На нашу думку, норми резервних вимог, застосовувані без диференціації по конкретних категоріях банків та типах кредитів, обумовлюють зміни в депонуванні частини зобов'язань банків, що відображається на їх фінансових результатах, і як результат – на виконуваних ними інвестиційних і інноваційних функціях в економіці. Для порівняння відзначимо, що норми обов'язкового резервування в більшості країн диференційовані в залежності від типу банківського рахунку. Так, наприклад, відповідні значення для поточних та строкових рахунків складають: в Німеччині – 12,1% та 4,95%, в Японії – 2,5% та 1,75% [296, 160]. Авторські пропозиції щодо удосконалення системи обов'язкового резервування банківських коштів, які сприятимуть зростанню зацікавленості банків у довгостроковому інвестуванні в інноваційну сферу, схематично представлені на рис. 4.15.

Доцільною можна визнати пропозицію щодо *резервування звільненого від податків реінвестованого прибутку, а також амортизаційних відрахувань суб'єктів інноваційної діяльності на спеціальних рахунках банків,* що надасть можливість підприємствам-інноваторам накопичувати кошти на інвестиційні цілі, а банкам – залучати додаткові ресурси для кредитування інновацій. Подібна практика є першим і досить важливим кроком до довгострокової інтеграції банківських і промислових капіталів. Банки будуть кредитувати відповідні підприємства в рамках конкретних інноваційно-інвестиційних програм протягом усього періоду їхнього здійснення, але тільки в міру накопичення коштів, наприклад, починаючи з того моменту, коли їхній розмір на інвестиційних резервних рахунках досягне 50% від передбаченого проектного бюджету. Одночасно вони зможуть здійснювати контроль за цільовим використанням коштів із цих рахунків. Такий порядок є досить привабливим для банків.



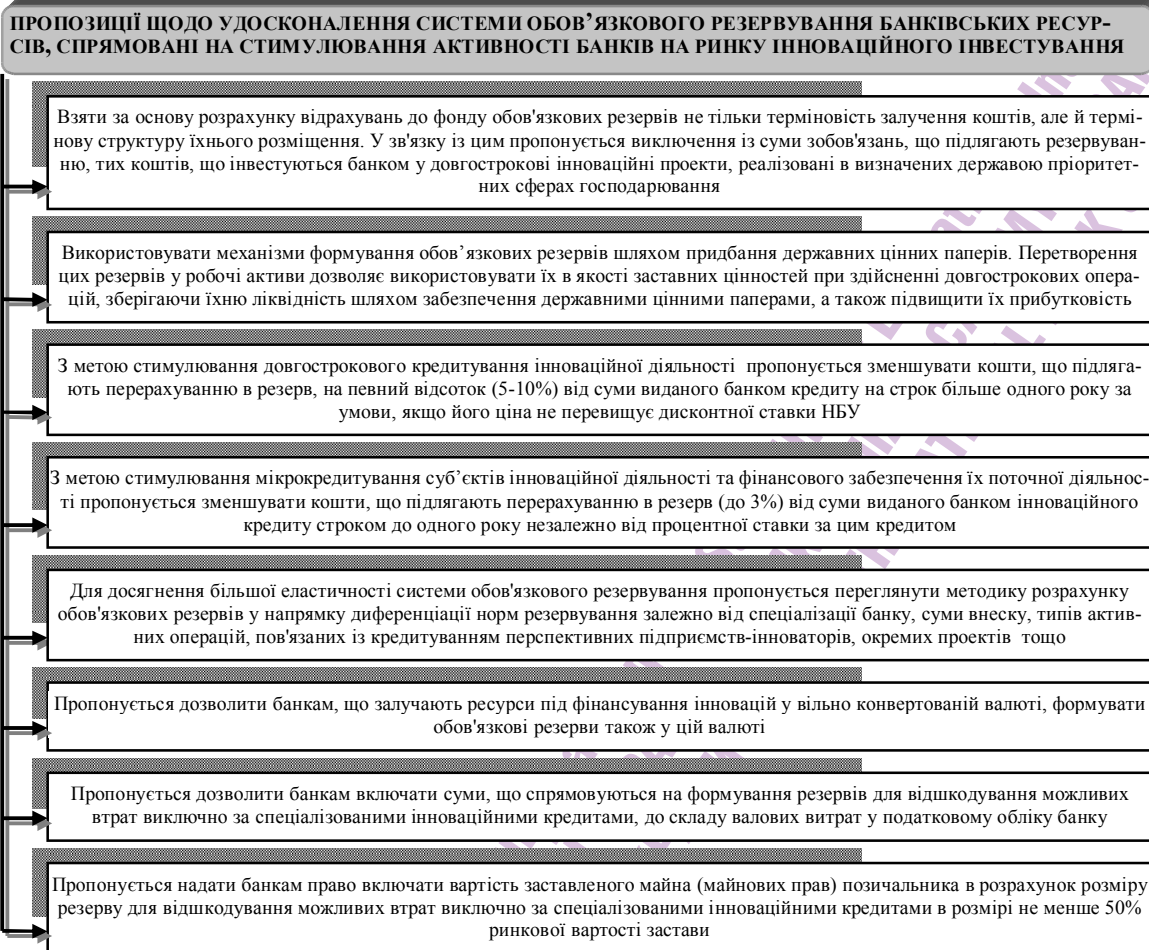


Рис. 4.15. Авторські пропозиції щодо реформування системи обов'язкового резервування банківських ресурсів у напрямку стимулювання банківського інвестування в інноваційну сферу

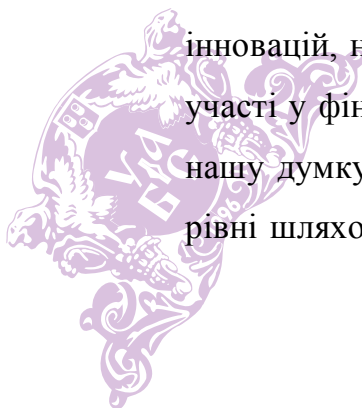
Справа в тому, що підприємства не можуть забезпечити фінансування інноваційного проекту за рахунок реінвестованого прибутку, отриманого за підсумками одного року. Виходить, вони змушені накопичувати його протягом ряду років, і до початку здійснення проекту ці кошти будуть перебувати в обороті банків, забезпечуючи їм додатковий дохід, розширюючи їхні інвестиційні можливості й виконуючи функцію гарантії повернення кредитів.

Світова практика функціонування банківського капіталу показує, що з метою обмеження ризику банкрутства банків і підтримки довіри до них необхідна певна *система державного регулювання величини капіталів банку*

[140]. Центральний банк кожної країни відповідно до конкретних умов установлює обов'язковий мінімальний розмір статутного капіталу, що повинен підтримуватися протягом усього життєвого циклу банку. Розглянемо, **в якій мірі державне регулювання розміру капіталу банків впливає на їхню інвестиційну активність в інноваційному секторі економіки.**

З одного боку, активізувати довгострокові вкладення банківської системи в високотехнологічний сектор економіки можна за рахунок підвищення концентрації капіталу банків, що здійснюється шляхом висування жорстких вимог до мінімального розміру їхніх власних коштів. Банки з більш високим ступенем капіталізації традиційно вважаються більш надійними, стабільними й конкурентоспроможними, такими, що мають більше можливостей для збільшення обсягів дохідних активних операцій, а відповідно – до участі у ризикових операціях, до складу яких, безперечно, відносить й інноваційне інвестування.

З іншого боку, статистичні дослідження часто свідчать, що положення середніх банків на ринку є помітно кращим, ніж найбільших представників банківського бізнесу. Виходячи з цього, можна дійти висновку щодо несправедливості пов'язування рішення проблеми дефіциту інвестиційних ресурсів в інноваційному секторі економіки з рівнем капіталізації банківської системи, тому що ніде у світі працюючи в зоні підвищеного ризику банки не беруть на себе функції основного джерела інвестицій в інновації (ці функції беруть на себе спеціалізовані ринкові інституції). Постійне підвищення рівня вимог до розміру й рівня достатності капіталу кредитних організацій змушує їх поєднуватися, формувати потужні й великі банківські об'єднання, не дає можливості розвиватися дрібним регіональним і місцевим банкам. Цілий ряд невеликих інноваційних проектів, що передбачає реалізацію поліпшуючих інновацій, найчастіше не представляє інтересу для великих банків з погляду участі у фінансуванні й залишається без належної фінансової підтримки. На нашу думку, зазначена проблема може бути вирішена лише на державному рівні шляхом **установлення НБУ диференційованих розмірів мінімального**



розміру статутного капіталу для різних категорій кредитних установ з метою недопущення закриття місцевих середніх і дрібних банків, роль яких в забезпеченні інноваційного розвитку регіону дуже важлива, але для яких загальні вимоги до мінімальної величини статутного капіталу є неприйнятними у зв'язку з обмеженим масштабом їхньої діяльності.

Ще одним з дієвих механізмів державного стимулювання активізації банків на ринку інноваційного інвестування можна вважати *удосконалення системи довгострокового цільового рефінансування НБУ банків з урахуванням наявності в позичальників високоефективних і стратегічних інноваційних проектів*. Що стосується системи рефінансування банків з боку НБУ, то особливу актуальність у цьому випадку здобуває вдосконалення нормативної бази, збільшення числа можливих форм забезпечення заборгованості банків і розширення спектра інструментів рефінансування. Це дозволить істотно збільшити реальну значущість ставки рефінансування при визначенні ринкової норми відсотка й підвищити гнучкість регулювання ліквідності в економіці. Останнє являє собою одне з умов підвищення ролі банківської системи на ринку інноваційного інвестування. Динаміка зміни процентної ставки рефінансування банків Національним банком України представлена в таблиці 4.5

Таблиця 4.5

Динаміка зміни процентної ставки рефінансування банків НБУ

Показники	Роки			
	1992-1994	1995-1997	1998-2000	2000-2005
Процентна ставка рефінансування банків НБУ (середньозважена по всіх інструментах), %	68,5-124,9	82,1-25,2	52,7-29,6	20,2-14,7
Процентна ставка рефінансування банків НБУ по окремих інструментах, % :				
– на кредитних аукціонах;	(...)-264,0	83,0-52,6	21,7-(...)	–
– по ломбардних кредитах;	–	110,0-31,4	54,4-30,9	–
– по операціях РЕПО;	–	(...)-21,8	54,1-28,0	22,0-12,0
– по кредитах «овернайт»;	–	–	–	16,5-12,9
– по кредитах, наданих шляхом проведення тендера;	–	–	–	16,5-12,9
– по інших механізмах.	(...)-115,2	60,4-19,7	47,8-(...)	21,0-(...)



Рівень ставки рефінансування визначає відповідний рівень облікової ставки в економіці. Динаміка зміни облікової ставки НБУ за останні роки представлена на рис. 4.16 та за попередні роки – в таблиці 4.6.

Таблиця 4.6

Динаміка зміни облікової ставки НБУ по періодах

Показник	Періоди			
	1992-1994	1995-1997	1998-2000	2000-2005
Облікова ставка НБУ, %	80,0-225,9	131,0-24,6	61,6-30,6	19,7-9,2

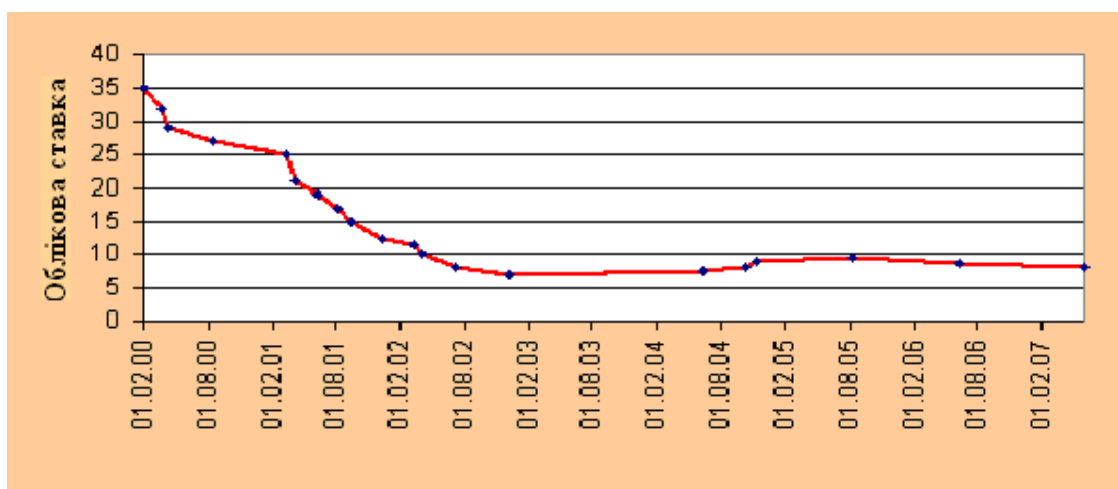


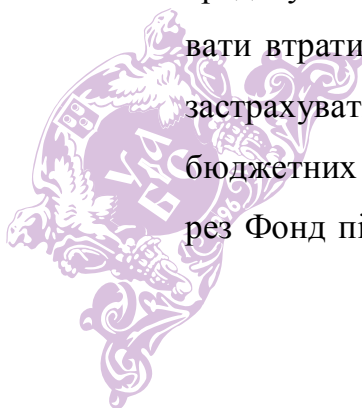
Рис. 4.16. Динаміка зміни облікової ставки НБУ за період з 01.02.2000 р. по 01.02 2007 р., %

У 2002 р. НБУ запровадив експеримент, який полягав у наданні пільгових кредитів банкам для кредитування ними довгострокових інноваційних проектів, який, на жаль, не мав значного успіху та не перетворився на регулярну практику, оскільки кредити надавалися за обліковою ставкою, яка в той час становила 8% та значно перевищувала рівень інфляції та середню рентабельність реального сектору економіки [139]. Починаючи з 2003 р. НБУ здійснює цілий комплекс заходів щодо розширення доступу банків до інструментів підтримки ліквідності з боку НБУ, у т. ч. до механізму довгострокового рефінансування банків, розробленого для підтримання довгострокової ліквідності банків, які здійснюють кредитування суб'єктів господарювання на дов-

готерміновій основі, але мають обмежену кількість довгострокових пасивів. Так, наприклад, станом на 2004 р. НБУ через механізм довгострокового рефінансування банків було надано довгострокових кредитів банківській системі на загальну суму 437 млн. грн. (у січні – липні 2004 р. їх питома вага в загальній сумі рефінансування банків становила 6,1% [229]).

На нашу думку, реальним кроком в досліджуваному напрямку можна вважати розширення практики рефінансування банків, що кредитують інноваційну діяльність вітчизняних підприємств, через розвиток системи обліку і переобліку їх векселів.

Одним із механізмів, який доцільно було б використати для поживлення процесів кредитування інноваційної діяльності в Україні, може бути застосування *дотацій до процентних ставок за кредитами*, які надаються державою банкам за умов інвестування коштів у науково-технічну та інноваційну діяльність пріоритетних галузей та виробництв. Таким чином, отримувачі кредитів – суб'єкти інноваційної діяльності сплачуватимуть кредитні відсотки за нижчою (порівняно з середньоринковою) ставкою, а процентна різниця буде відшкодовуватися банку з відповідного державного або місцевого позабюджетного фонду. Відповідно до ст.17 Закону України «Про інноваційну діяльність» [2] підприємствам-інноваторам може бути надана фінансова допомога шляхом повної або часткової компенсації (за рахунок Державного бюджету, бюджету Автономної Республіки Крим та місцевих бюджетів) відсотків, що сплачуються ними банкам та іншим фінансово-кредитним установам за інноваційними кредитами. Видача пільгових кредитів на фінансування інноваційної діяльності сприятиме її розвитку, але, враховуючи жорсткі умови, в які поставлено банки, а також високий рівень ризику такого кредитування, необхідно розробити механізм, який дозволив би компенсувати втрати банку від зниження ціни кредитних ресурсів, а також частково застрахувати їх від можливих втрат. Компенсація таких витрат за рахунок бюджетних коштів є нереальною, а тому можливе покриття таких затрат через Фонд підтримки малого бізнесу, бо саме малі щойно створені фірми на-



йшвидше входять до інноваційного бізнесу, крім цього, вони є джерелом створення новинки, розроблення та створення інновації. Дві основні умови, необхідні для розвитку інноваційної діяльності: стимулювання розвитку малого бізнесу та інноваційних процесів в Україні і отримання економічного ефекту від упровадження профінансованого таким чином проекту виконувалось би через кооперацію Державного венчурного фонду з банками [352, 373].

4.4. Форми діяльності банків на ринку інноваційного інвестування

Як було з'ясовано в підрозділі 4.1 даного дисертаційного дослідження, найбільш популярними операціями, що здійснюють банки на ринку інноваційного інвестування, можна вважати: надання суб'єктам інноваційної діяльності спеціалізованих кредитів, послуг інвестиційного банкінгу, участь у проектному та венчурному фінансуванні інновацій. В даному підрозділі дисертаційної роботи ми ставимо перед собою завдання здійснити комплексний порівняльний аналіз визначених вище типів форм діяльності банків на ринку інноваційного інвестування та дослідити фінансові механізми їх здійснення.

Перш за все, проведемо *порівняльний аналіз інвестиційної й кредитної діяльності банків на ринку інноваційного інвестування.*

Кредитна діяльність банків має немаловажне значення в рішенні питання щодо фінансової підтримки підприємств інноваційного сектору економіки, оскільки банківські кредити є найпростішою формою одержання залученого капіталу, не призводять до виникнення додаткових витрат, пов'язаних з емісією облігацій або акцій на фондовому ринку, а також характеризуються значно більше простими умовами залучення. Щодо вітчизняного ринку банківських послуг, то, на жаль, серед широкого кола різних операцій і послуг, які банки можуть надавати своїм клієнтам, процедура банківського

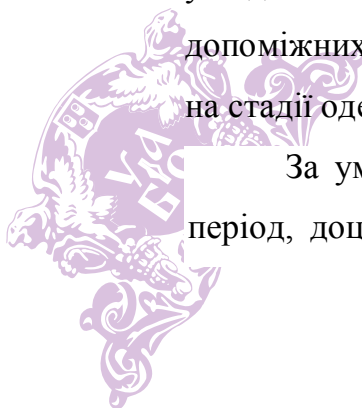


кредитування інноваційної діяльності займає на ньому особливе (відокремлене) місце у зв'язку зі своєю специфічністю й відносною нерозвиненістю.

З урахуванням певних особливостей інноваційних проектів, наприклад, непрогнозованості потоків руху готівки на значний період, можна стверджувати, що на ринку інноваційного інвестування можливості застосування **традиційних видів банківського кредитування вкрай обмежені**. Вважається, що прогноз руху потоків готівки тим менш надійний, чим більше ступінь новизни нововведення, виходячи з чого сфера кредитного фінансування звужується в міру зростання новизни інноваційного товару, з неї практично випадають стартові інвестиції в піонерні дослідницькі проекти. Саме це і обумовлює необхідність формування механізмів надання **спеціалізованих кредитів – інноваційних, розробки індивідуальних кредитних програм підтримки суб'єктів інноваційної діяльності, спеціалізованих банківських продуктів та форм обслуговування тощо**.

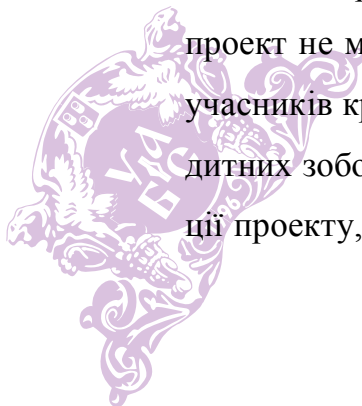
На нашу думку, гарні перспективи має використання технології **«пакування» довгострокового інноваційного проекту з короткостроковими комерційними проектами**, заснованого на принципах збалансованості й взаємоадаптованості. Використання такого підходу до формування активів банку може створити умови для «підживлення» довгострокових інвестицій доходами від реалізації короткострокових вкладень банку. Метод пакування проектів може знайти практичне застосування в банках, що здійснюють різноманітний спектр операцій і функціонують на принципах універсалізації. У той же час, застосування цього методу вимагає чіткого планування синхронізації притоку доходів по короткострокових комерційних проектах із графіком очікуваних видатків по довгостроковому інноваційному проекту. Ризик неузгодженості доходів і видатків може бути зменшений шляхом використання допоміжних прибуткових проектів з достатнім потенціалом їхньої тривалості на стадії одержання прибутків від їхньої реалізації.

За умови більших обсягів фінансування, розрахованого на тривалий період, доцільно практикувати так зване **«кредитування на замовлення»**.



Воно стимулює своєчасне одержання замовлень на виготовлення певних товарів і забезпечує рівномірне надходження коштів у розмірах, необхідних для своєчасної закупівлі підприємцями матеріалів і завантаження виробничих потужностей протягом усього робочого часу.

Досліджуючи кредитну функцію банків на ринку інноваційного інвестування, не можна не відзначити ще одну сучасну тенденцію: виходячи з того, що в останні десятиліття банки вкрай рідко поодиноці беруть участь у фінансуванні інвестиційної та інноваційної діяльності підприємств, а тим більше – в організації великомасштабних інноваційних проектів, на цьому ринку, останнім часом (починаючи з 1990-х років) широке поширення у світі одержала практика надання довгострокових інноваційних кредитів декількома банками (консорціумами) з обумовленим правом застосування регресу, тобто повернення наданих коштів у випадку, якщо позичальник не в змозі повернути кредит відповідно до встановленого графіка. Таким чином, механізмом, що дозволяє врегулювати протиріччя між обмеженими кредитними можливостями банків і значними фінансовими вимогами підприємств-інноваторів, може стати застосування *синдикованих банківських кредитів*, під якими традиційно розуміються кредити, видані банком позичальнику за умови укладення банком кредитного договору з третьою особою [165, 166]. При синдикованому кредитуванні інноваційних проектів учасники цього процесу діляться на організаторів синдикатів і безпосередніх кредиторів, яких називають провайдерами [216]. Організатори кредитування несуть додаткову відповідальність, оскільки, крім особистої участі, їм необхідно привертати увагу інших кредиторів, підтвердивши високу прибутковість інноваційного проекту. Формально в консорціумі ризики розподілені виходячи із частки участі, однак, на практиці банки-організатори є, умовно кажучи, буфером, без якого проект не може бути реалізований. Вони відповідальні за своєчасний підбір учасників кредитування, визначення можливого механізму забезпечення кредитних зобов'язань, їм необхідно також увесь час перебувати в курсі реалізації проекту, здійснюючи своєрідний моніторинг. У світі досить обмежена кі-



лькість банків-організаторів, у той час як учасників набагато більше. Синдиковане кредитування базується на цілому ряді принципів, основні з яких представлені на рис. 4.17 [141].

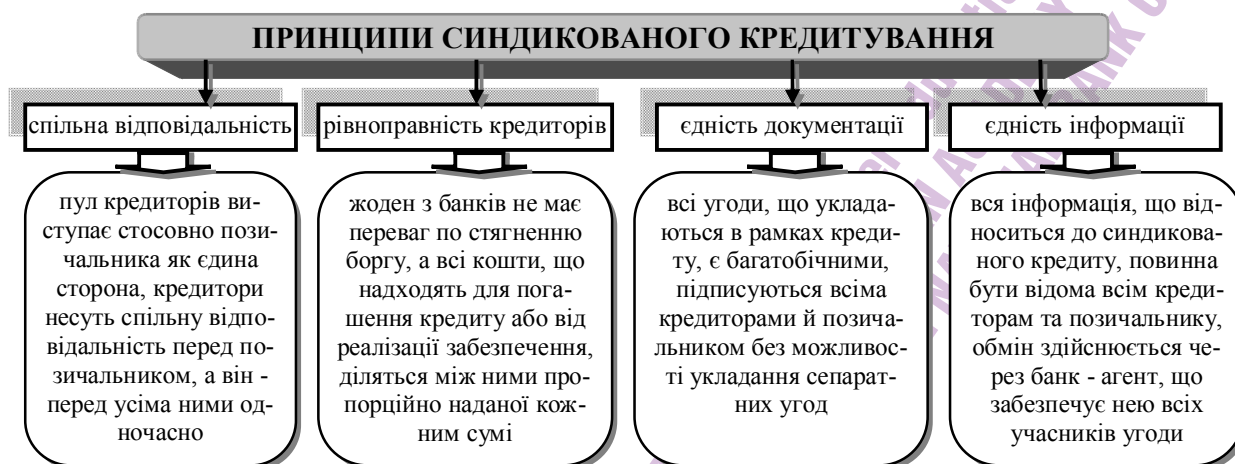
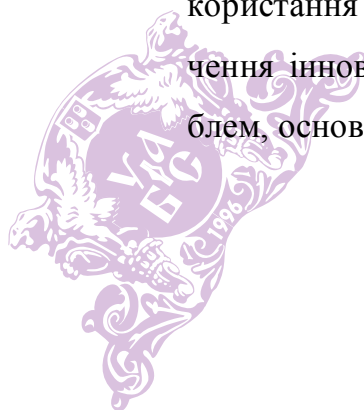


Рис. 4.17. Принципи синдикованого кредитування

На жаль, синдиковані кредити в Україні усе ще носять разовий характер. Дотепер відсутня чітка нормативна база – у нормативних документах НБУ зустрічаються згадування про синдикований кредит як про кредит, що надається одним банком позичальнику шляхом залучення коштів від банків на власний баланс і на умовах, аналогічних умовам договору з позичальником [151, 278]. Однак у реальності потреба в залученні стороннього запозичення виникає, як правило, у невеликих банків, не здатних (у чинність нормативів або недоліку ресурсів) надати достатній обсяг коштів своєму клієнту, зокрема – підприємству-інноватору. Тому банкам – учасникам синдикованого кредиту крім ризику позичальника доводиться розглядати ризик банку-оператора кредиту, що найчастіше виявляється значно вище. Відповідно й можливості таких банків організувати великий кредит істотно обмежені. Використання синдикованого кредитування як механізму фінансового забезпечення інноваційної діяльності в Україні зіштовхується із цілим рядом проблем, основні з яких виділені на рис. 4.18.



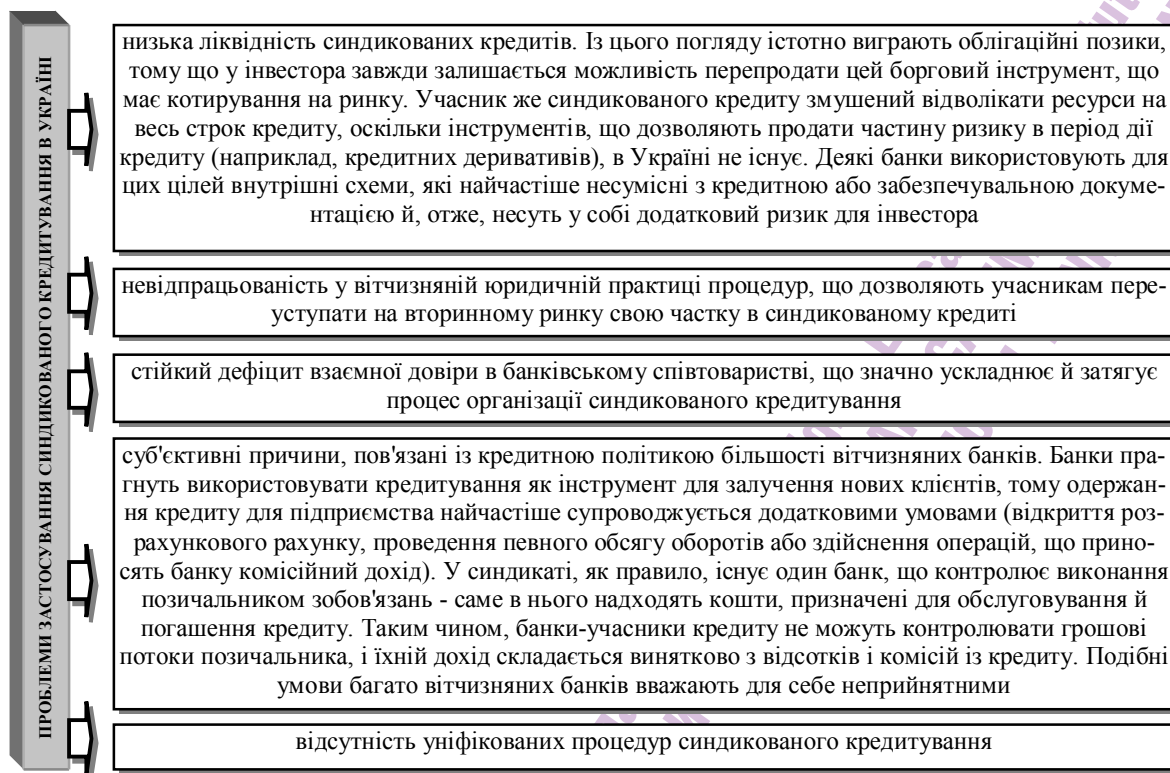


Рис. 4.18. Проблеми застосування синдікованого кредитування в Україні

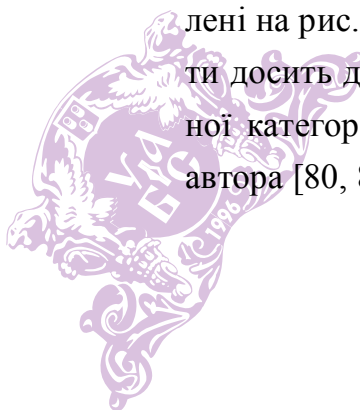
Однак, незважаючи на неминучі складності, практика показує економічну доцільність подальшого розвитку вітчизняного ринку синдікованих кредитів як одного з ефективних механізмів фінансово-кредитного забезпечення інноваційного розвитку економіки. Синдікований кредит, сполучаючи особливості публічного й приватного фінансування, дозволяє залучити суми, порівняні з випусками облігацій, однак при значно менших фінансових і часових витратах. У порівнянні із залученням стандартного двостороннього кредиту, синдікований кредит також має переваги: сума кредиту в цьому випадку не обмежена нормативами й можливостями одного банку, що має принципове значення у випадку надання кредитів під великомасштабні інноваційні проекти; всі умови кредиту однакові для кожного кредитора, що дозволяє позичальникові знизити трудовитрати на обслуговування боргу. Крім того, будучи, як і облігаційна позика, публічним продуктом, синдікований кредит дозволяє зміцнити кредитну історію й репутацію позичальника. Використання цього інструмента дає можливість залучати на ринку значні суми позико-

вих коштів, що відповідають запитам великих підприємств-інноваторов. У той же час синдигований кредит може бути організований тільки для стабільно працюючого підприємства, що має постійне джерело виручки, гарні виробничі показники й забезпечення, що робить досить проблематичним його використання для фінансування венчурних компаній.

Можна виділити цілий ряд факторів (умов), що забезпечують ефективне здійснення банками операцій кредитування інновацій, основні з яких систематизовані нами на рис. 4.19.

Розглядаючи *інвестиційну діяльність банків як окрему економічну категорію*, слід зауважити, що в більшості наукових праць [401, 329, 390, 237, 308, 275, 345, 384, 189, 209] акцент робиться на операціях банку на фондовому ринку, у зв'язку із чим інвестиційна діяльність банків розуміється як процес покупки фінансових інструментів (акцій, облігацій, векселів) з метою повернення максимального рівня прибутку з найменшим рівнем ризику втрат. Однак в широкому змісті поняття «інвестиційна діяльність банків» означає інвестування коштів банків не тільки у фінансові активи (цінні папери) на первинному або вторинному ринку, але й у реальні активи (землю, машини й устаткування, підприємства). У вітчизняній і закордонній літературі під банківськими інвестиціями розуміють вкладення коштів на певний строк з метою одержання доходів або прибутку, у зв'язку із чим *формально практично всі активні операції банків (у тому числі – кредитні) можна розглядати в якості інвестиційних* [264, 288, 50, 323, 131, 246, 374, 158, 277]. Найбільш поширені підходи до розуміння сутності досліджуваної економічної категорії проілюстровані на рис. 4.20.

Як відзначається в роботах вітчизняних і закордонних дослідників, банківські інвестиції мають цілий ряд специфічних особливостей, що відрізняють їх від інших (небанківських) видів інвестицій, основні з яких представлені на рис. 4.21, однак, на нашу думку, виділення деяких з них можна визнати досить дискусійним, що вимагає корегування визначення даної економічної категорії (детальні пояснення та обґрунтування представлені в роботах автора [80, 81]).



ОСНОВНІ ФАКТОРИ ЕФЕКТИВНОГО ЗДІЙСНЕННЯ ОПЕРАЦІЙ БАНКІВСЬКОГО КРЕДИТУВАННЯ ІННОВАЦІЙ

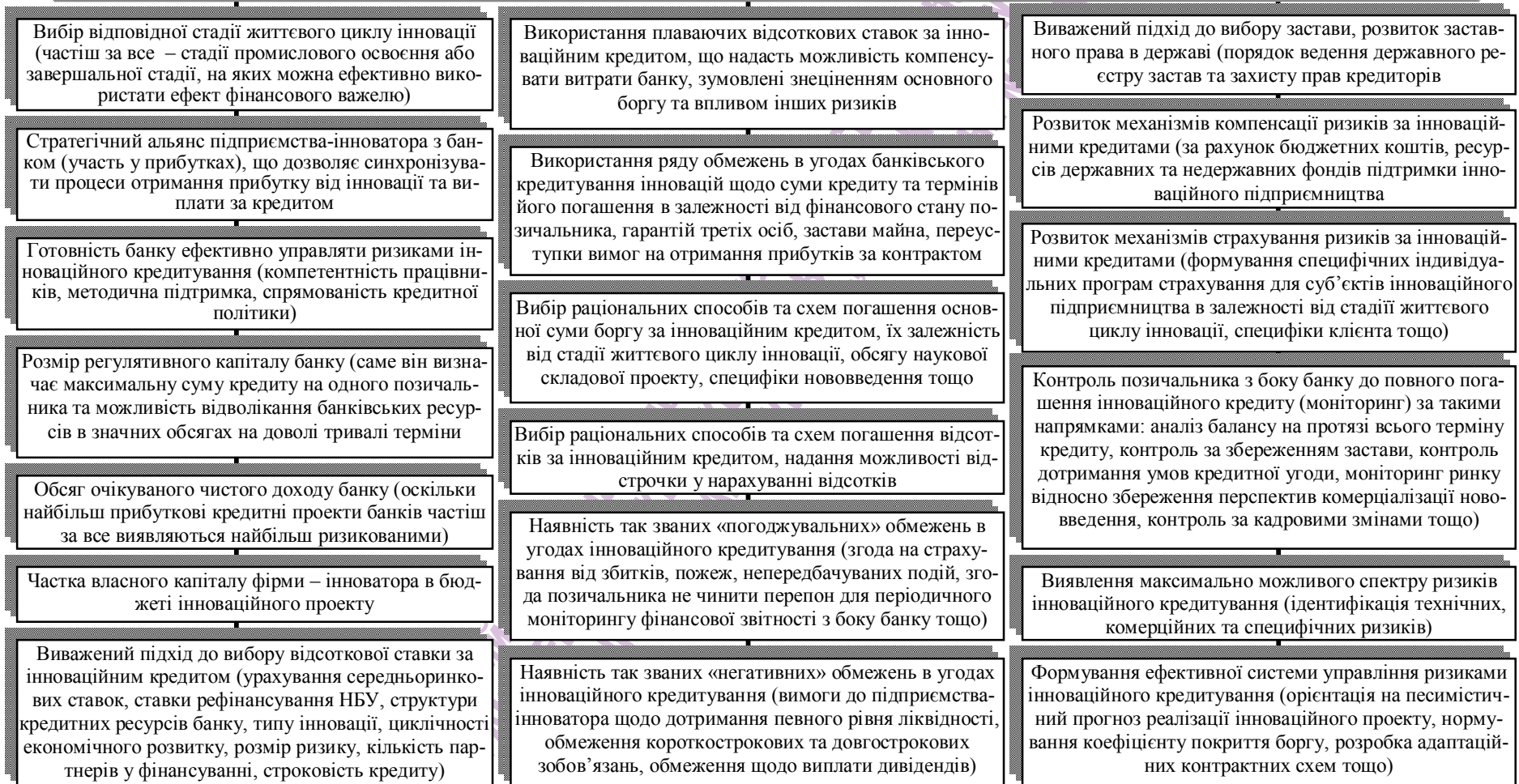


Рис. 4.19. Основні фактори ефективного здійснення операцій банківського кредитування інновацій

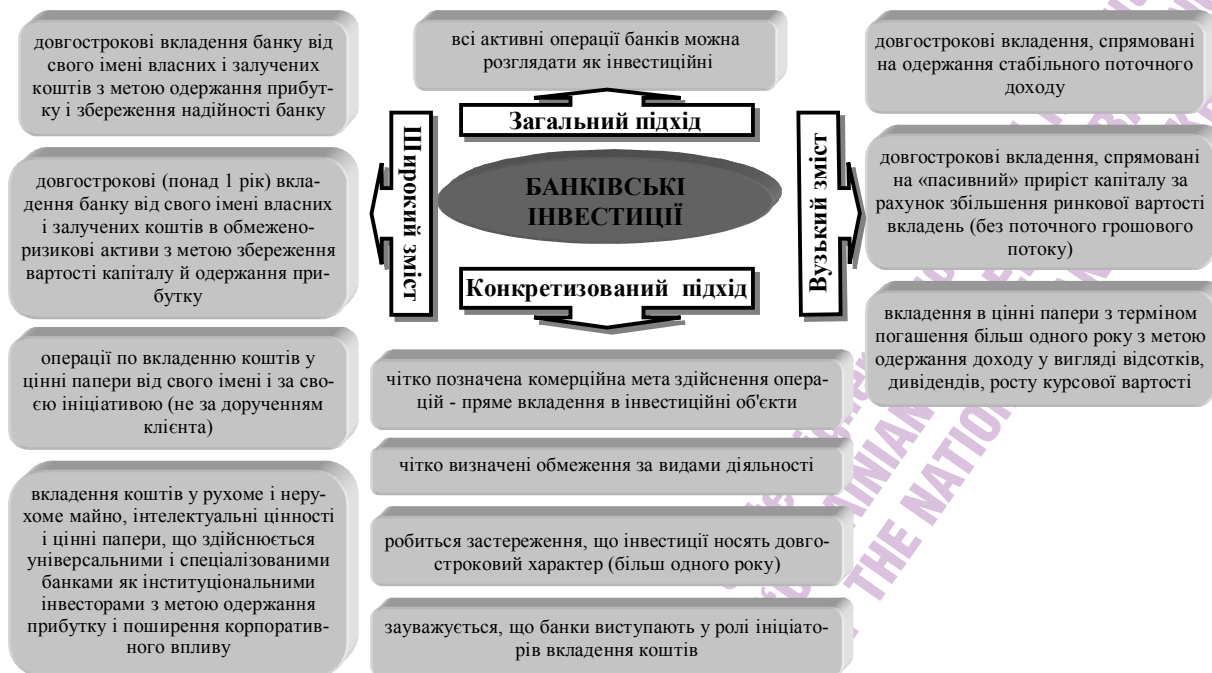


Рис. 4.20. Характеристика найбільш поширених наукових підходів до розуміння сутності економічної категорії «банківські інвестиції»

Визначимо сутнісні відмінності кредитної й інвестиційної діяльності банків на ринку інноваційного інвестування. Результати порівняльного аналізу, проведеного за авторською системою критеріїв, представлені в таблиці 4.7, а на рис. 4.22 представлена здійснена нами систематизація основних форм здійснення банками інвестиційної та кредитної діяльності.

Нажаль, в Україні сьогодні залишається невирішеним цілий ряд проблем законодавчого регулювання інвестиційної діяльності банків [291]. По-перше, у діючому вітчизняному законодавстві не визначений взаємозв'язок між інвестиційною й кредитною діяльністю, що обумовлює необхідність створення нової області права – «кредитно-інвестиційної». По-друге, наявні в інвестиційному законодавстві пробіли не дозволяють визначити, чи можуть довгострокові кредити, пов'язані з капіталовкладеннями, зараховуватися до категорії інвестицій. По-третє, існують певні протиріччя між міжнародними договорами, ратифікованими Україною, і внутрішнім законодавством відносно визначення видів іноземних інвестицій і їхнього економічного змісту.

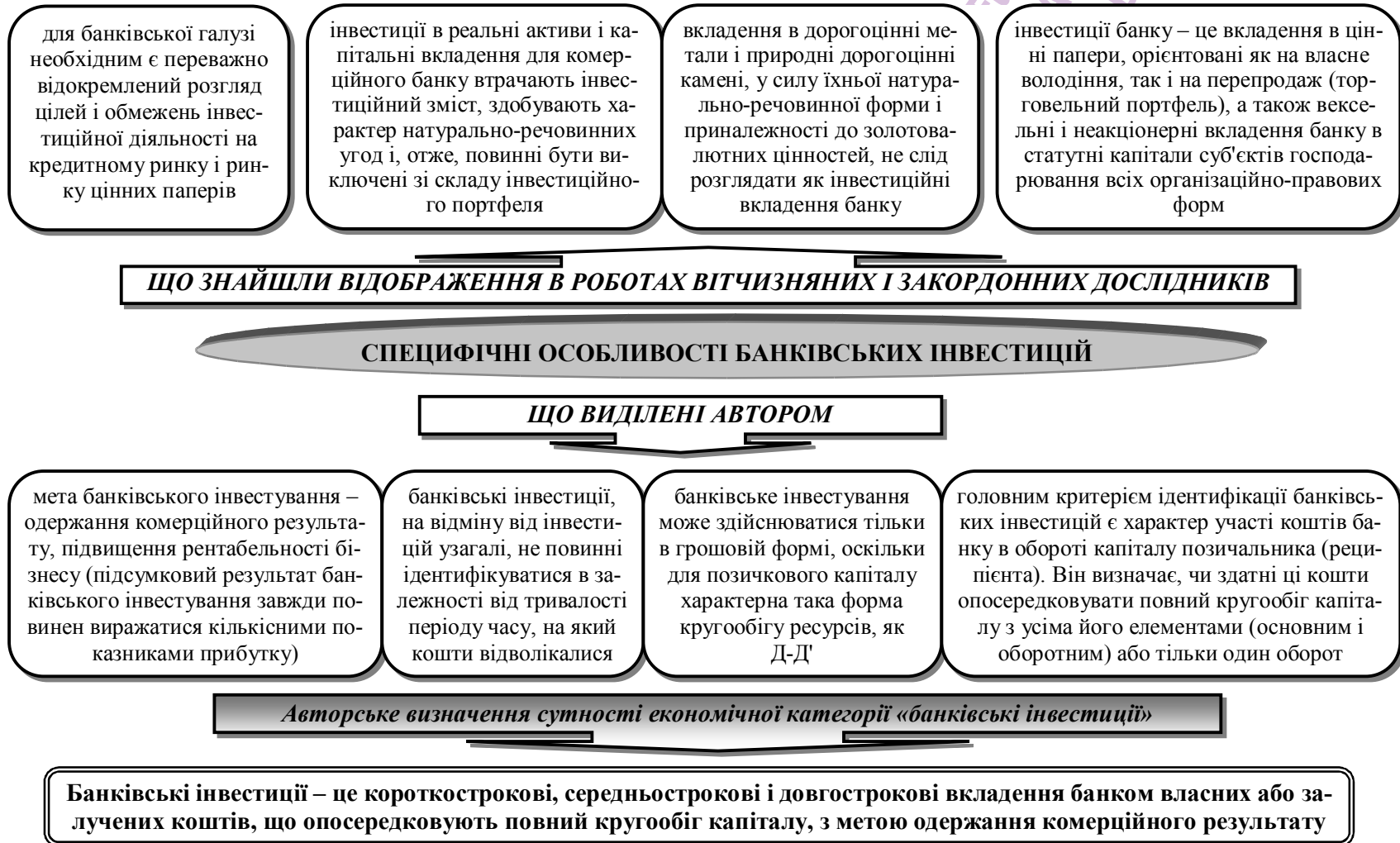


Рис. 4.21. Розходження між особливостями банківських інвестицій, що вивчаються в економічній літературі і виділені автором

Результати порівняльного аналізу кредитної й інвестиційної діяльності банків на ринку інноваційного інвестування за авторською системою критеріїв

<i>Критерій</i>	<i>Інвестиційна діяльність</i>	<i>Кредитна діяльність</i>
Ініціатива здійснення діяльності	ініціатором вкладення коштів є банк	ініціатива в одержанні кредитного ресурсу виходить з боку позичальника – суб'єкта інноваційної діяльності
Форма одержання доходу	дивіденди з прибутку	відсотки
Розмір одержуваного доходу	у більшості випадків – більший порівняно з кредитною діяльністю	у більшості випадків – менший порівняно з інвестиційною діяльністю
Мета здійснення діяльності	спрямована на отримання доходу з підприємства-інноватора або інноваційного проекту, у який були вкладені кошти	спрямована на отримання доходу безпосередньо із самих коштів, що надаються як кредит
	таким чином, досліджувані види діяльності	засновані на різній філософії управління коштами
Характер взаємин між банком і підприємством-інноватором	більш тісна співпраця, контроль за об'єктом інвестування, більш тривалі ділові відносини, ніж при просто кредитній угоді між двома контрагентами	більш формалізовані взаємовідносини, які не передбачають високого ступеню втручання банку в діяльність підприємства-інноватора
Гарантія повернення вкладених коштів	відсутня, оскільки повернення вкладених коштів цілком залежить від успішності функціонування інноваційного проекту й носить імовірнісний та більш нестабільний характер порівняно з кредитуванням; реалізація інвестиційних активів не завжди представляється можливою	одержання доходу гарантовано умовами кредитного договору, наявністю ліквідного забезпечення (застави) і страховим покриттям угоди
Форма виконання банком інвестиційних функцій	банк – безпосередній інвестор (розміщає власні або залучені кошти в акції й інші цінні папери, що приносять йому дохід)	банк – опосередкований інвестор, тобто кредитор інвестора (банк дає кредит підприємству-інноватору, яке розміщає позикові кошти у виробництво або в цінні папери для одержання доходу, тобто інвестором є не банк, а підприємство, а банк лише кредитує інвестування)
Термін повернення вкладених коштів	термін повернення вкладених коштів може бути істотно змінений у часі при зміні деяких параметрів реалізації інноваційного проекту, в середньому є довшим, ніж при кредитуванні	термін повернення вкладених коштів заздалегідь чітко визначений, в середньому є коротшим, ніж при заморожуванні грошей в інвестуємому об'єкті
Загальний рівень ризику	порівняно значно більший	порівняно значно менший
Наявність інших учасників угоди	при інвестуванні банк є одним з цілого ряду інвесторів, що вкладають кошти в цінні папери підприємства-інноватора, особливо якщо вони вільно обертаються на фондовому ринку	при кредитуванні банк найчастіше, хоча далеко й не завжди, виступає в ролі єдиного (головного) кредитора
Роль особистих відносин банку з підприємством-інноватором	інвестування являє собою знеособлену через різні види цінних паперів багатьох підприємств і установ діяльність банку	кредитування прямо пов'язано з особистими відносинами банку з позичальником





Рис. 4.22. Основні форми кредитного та інвестиційного забезпечення банками діяльності підприємств-інноваторів

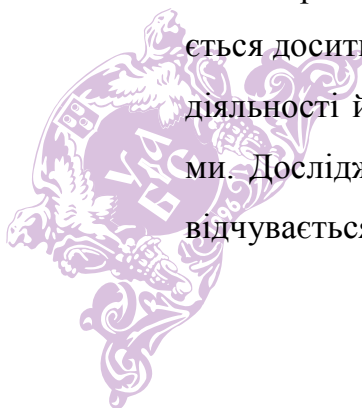
Далі порівняємо між собою такі форми діяльності банків на ринку інноваційного інвестування, як венчурне фінансування, проектне фінансування та кредитування інновацій.

Як найбільш динамічний і перспективний вид сучасної фінансової діяльності **проектне фінансування** сьогодні стало невід'ємним елементом системи фінансового забезпечення інвестиційного процесу в багатьох країнах,

знайшло активне застосування в організації фінансування інвестиційних проєктів у капіталомістких областях промисловості, а останнім часом – зайняло належне місце і як своєрідна форма забезпечення інноваційного бізнесу. **Операції проєктного фінансування не можна однозначно віднести ні до інвестиційних, ні до кредитних банківських операцій.** Вони являють собою синтетичний банківський продукт, що має змішану природу й сполучить у собі елементи багатьох традиційних банківських операцій. Проєктне фінансування дозволяє синхронізувати економічні інтереси кредиторів і позичальників, тому що з його допомогою можна забезпечити оптимальне співвідношення між акціонерним і кредитним фінансуванням проєкту [289, 293]. **Особливістю участі банків в операціях проєктного фінансування** є те, що вони стають не тільки позикодавцями, а безпосередніми учасниками інноваційного проєкту, здобуваючи пакет акцій позичальника або вводячи в раду директорів свого представника для безпосереднього контролю за цільовим використанням коштів, що є додатковою гарантією повернення кредиту. У цьому випадку банк одержує незаперечну інформаційну перевагу, оскільки жодне скільки-небудь істотне управлінське рішення не буде прийняте без його відома [64].

Терміну «проєктне фінансування», яке міститься у документах Базельського комітету [70], відповідає термін «кредитування під інвестиційний проєкт» (довгострокове кредитування інвестиційних проєктів під майбутні доходи, отримані від реалізації цих проєктів), який введено до переліку кредитних операцій банків України відповідно до Змін до Положення «Про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків», затверджених постановою Правління Національного банку України від 19.03.2003 р. № 119 [23].

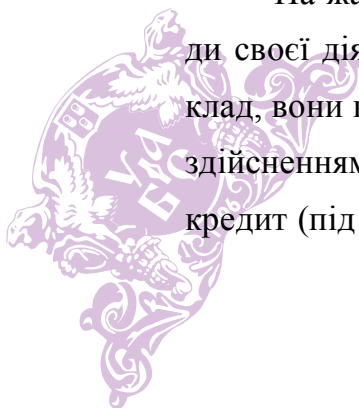
Проєктне фінансування в інноваційній сфері за кордоном використовується досить широко, однак в Україні є порівняно новим видом інвестиційної діяльності й, на жаль, на сучасному етапі розвивається недостатніми темпами. Досліджувана операція доступна не всім вітчизняним банкам, оскільки відчувається нестача: по-перше – відповідних інтелектуальних, організацій-



них, інформаційних, технологічних і інших ресурсів, а по-друге – капіталу (як ми вже відзначали вище, нижня межа її ефективності становить 10-15 млн. дол. США, тому зіставивши норматив власного капіталу з цією сумою, можна зробити висновок, що коло банків, які можуть виступати на ринку надання даної послуги як самостійні гравці, є дуже вузьким). Крім того, проблема концентрації кредитних ризиків на одного позичальника при даному виді фінансування стоїть більш гостро, ніж при традиційних банківських кредитах, а портфель проектного фінансування повинен бути більш диверсифікованим, ніж при наданні відносно надійних традиційних позик [290]. Як відзначають вітчизняні дослідники, причини незадовільного стану ринку проектного фінансування в Україні полягають не тільки в певних недоліках інституціонального середовища, але й у невідповідності ряду положень банківського законодавства потребам подальшого розвитку цієї банківської операції.

Сьогодні проектним фінансуванням активно займаються Укргазпромбанк, Інтербанк, Український кредитний банк, «Хрещатик» та ін., проте з позиції класичного підходу схеми фінансування, запропоновані ними, здебільшого відповідають методу проектного кредитування зі збереженням його принципів та особливостей [280]. Частіш за все вітчизняні банки приймають участь у проектному фінансуванні тільки тих проектів, які реалізуються на приналежним або підконтрольній їм підприємствах, бюджет яких перебуває в діапазоні 500 тис. – 5 млн. дол. США, строк реалізації обмежується 5 роками, а власна участь спонсорів у фінансуванні становить від 15% до 30%. Фінансування з частковим регресом на ініціаторів, а тим більше, без регресу, коли забезпеченням виступає тільки сам проект, застосовуються в сучасних вітчизняних умовах тільки як виняток, а більшість банків віддає перевагу проектному фінансуванню з повним регресом.

На жаль, досить часто вітчизняні банки помилково називають деякі види своєї діяльності проектним фінансуванням. Таке має місце, коли, наприклад, вони надають певний спектр послуг клієнтам, пов'язаний з розробкою й здійсненням інноваційного проекту, надають позичальникові інноваційний кредит (під заставу устаткування, нерухомості, акцій; гарантії, поручительст-



ва та ін.), у ролі ініціатора проекту й позичальника виступає одна юридична особа, облік коштів ведеться на балансі позичальника. Як видно, при організації зазначених угод простежується ряд невідповідностей основним класичним канонам проектного фінансування, а саме:

1. Хоча банки й декларують свої наміри здійснювати повернення боргу з коштів, що утворюються в результаті реалізації проекту, не відволікаючи фінансові ресурси від інших видів діяльності компанії, більшість із них у реальності вимагають як забезпечення заставу основних засобів, акцій підприємств, поручительства клієнтів банку тощо.

2. Приймаючи рішення про участь у проектному фінансуванні, банки в обов'язковому порядку перевіряють можливість компанії обслуговувати кредитну заборгованість із поточної комерційної діяльності, не пов'язаної з реалізацією проекту, в той час як проектне фінансування передбачає орієнтацію тільки лише на грошовий потік проекту.

3. Більшість банків, приймаючи рішення про участь у проектному фінансуванні, виставляють фірмі-організатору умову, відповідно до якої реальні активи компанії повинні перевищувати вартість кредитованого проекту (зазвичай – не менш, ніж у два рази).

4. Ще одною відмінною рисою вітчизняного проектного фінансування інновацій є той факт, що, як правило, не засновується проектна компанія. З одного боку, виділення проекту в спеціальну компанію є юридичним механізмом економічного відокремлення проекту, одним з інструментів поділу ризиків між його учасниками (в Україні необхідність у цьому інструменті відповідає через неготовність більшості банків приймати на себе ризики проекту, відокремлюючи їх від кредитоспроможності спонсорів). З іншого боку, причиною виділення проекту в окрему фірму звичайно є використання контрактної системи як основи розподілу ризиків. У вітчизняних умовах більшість банків прагнуть до спрощення контрактних схем, тому що складна структура контрактів з великою кількістю учасників в Україні довела свою низьку ефективність, і в окремих випадках замість зниження загального ризику проектного фінансування для банку може привести до його підвищення за рахунок додаткових правових ризиків.



У вітчизняній і закордонній літературі запропонований цілий ряд класифікацій проектного фінансування, основні з яких представлені на рис. 4.23.

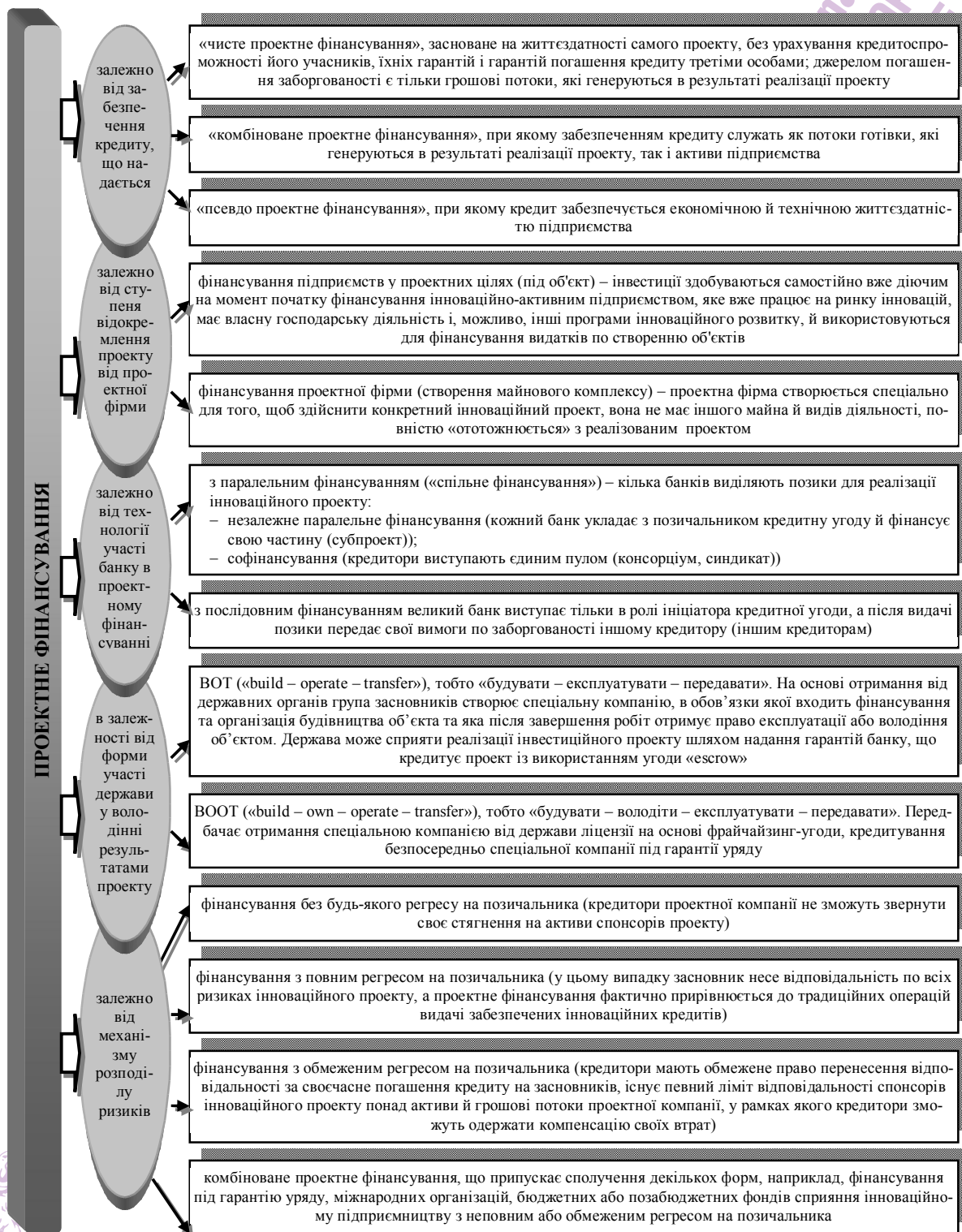


Рис. 4.23. Класифікація проектного фінансування (систематизовано автором)

З точки зору участі банку в операціях проектного фінансування інновацій найбільший інтерес становлять такі його види, як паралельне та послідовне, фінансування «під об'єкт» та створення проектної компанії. Взаємодія сторін при кожному з цих типів операцій продемонстрована на рис. 4.24.

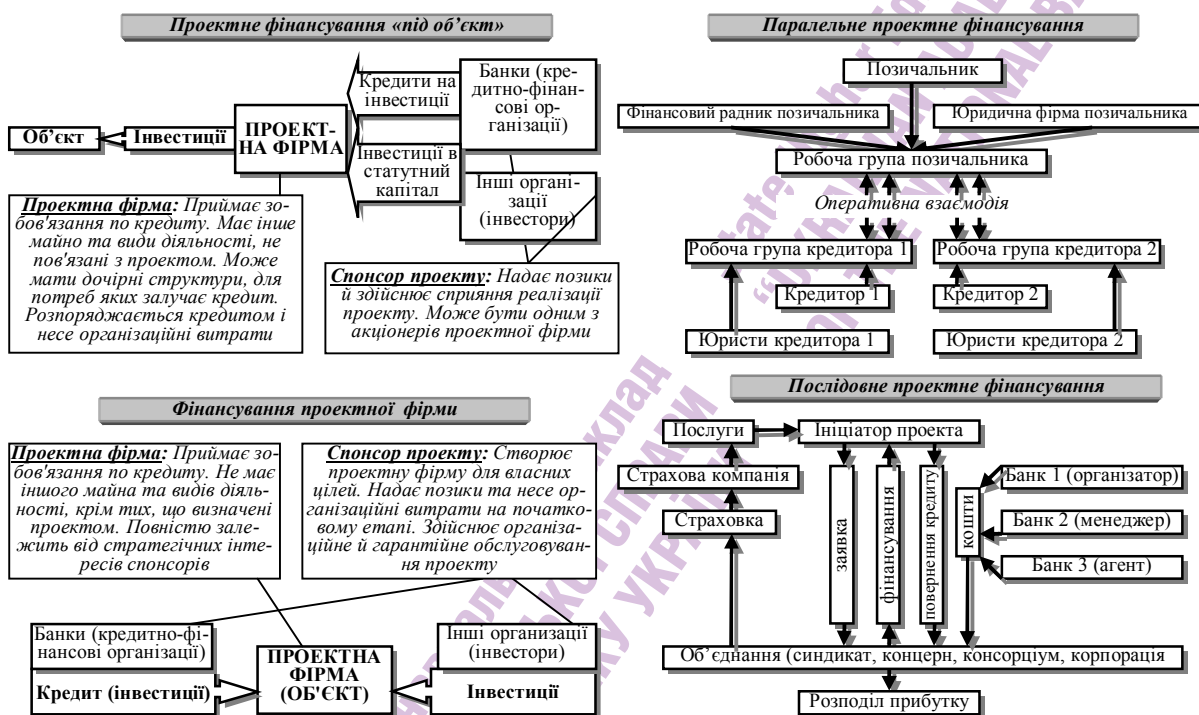


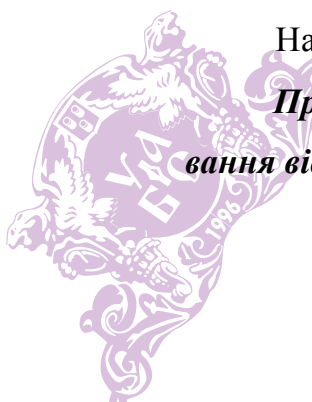
Рис. 4.24. Схеми взаємодії сторін при різних видах проектного фінансування

Детально ці та інші схеми проектного фінансування досліджені автором в роботі [81].

Результати порівняльного аналізу венчурного фінансування, проектного фінансування, банківського кредитування за авторською системою критеріїв демонструє табл. 4.8.

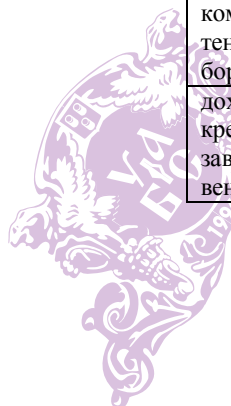
Надамо певні пояснення до цієї таблиці.

Проаналізуємо основні відмінності механізму венчурного фінансування від традиційних банківських операцій кредитування інновацій.



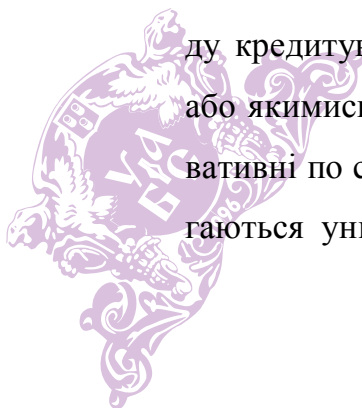
Порівняльний аналіз венчурного фінансування, проектного фінансування, банківського кредитування (складено автором)

<i>Порівняльний аналіз венчурного фінансування з операціями банківського кредитування інновацій</i>		<i>Порівняльний аналіз венчурного фінансування з операціями проектного фінансування інновацій</i>	
БАНКІВСЬКЕ КРЕДИТУВАННЯ ІННОВАЦІЙ	ВЕНЧУРНЕ ФІНАНСУВАННЯ	ПРОЕКТНЕ ФІНАНСУВАННЯ ІННОВАЦІЙ	
обов'язкова наявність ліквідної застави	кошти надаються під перспективну ідею без гарантованого забезпечення або застави	здійснюється спеціалізованими структурами (венчурними фондами, корпоративними венчурами, бізнес-анголами тощо), що мають досвід фінансування проектів з високими ризиками	може здійснюватися неспеціалізованими структурами, інвесторами можуть бути суб'єкти різних форм кредиту - комерційного, банківського, державного, лізингового й т.п., поширене субординоване кредитування
не передбачається участь банку в управлінні проектом	передбачається активна участь венчурних інвесторів в управлінні проектом на всіх етапах його здійснення	джерело повернення коштів – прибуток від продажу акцій підприємства після початку їх вільного котування на фондовому ринку	джерело повернення коштів – потік грошових коштів від реалізації проекту
небажання фінансувати високоризикові проекти	спеціалізація на фінансуванні наукомістких розробок з високим ступенем ризику	застосовується для фінансування інноваційної розробки, незалежно від того, чи сформований на неї комерційний попит на ринку	застосовується для тих продуктів, на які вже сформований комерційний попит на ринку
обов'язкова вимога банків – щорічні або щоквартальні виплати відсотків	венчурні інвестори не вимагають щорічних виплат дивідендів	заздалегідь передбачені припустимі норми збитків	для учасників проектного фінансування збиток є неприйнятним
орієнтація на короткострокове й середньострокове кредитування	можливість фінансування протягом досить тривалого терміну	при здійсненні фінансування використовується індивідуальний набір специфічних виробничих, фінансових та управлінських технологій	при здійсненні фінансування перевага надається апробованим виробничим, фінансовим та управлінським технологіям
страхування своїх ризиків	прийняття інвесторами венчурного капіталу на себе всього фінансового ризику невдачі реалізації проекту	переважають ризики науково-технічного характеру й комерційні ризики	переважають проектні ризики (затримки запровадження в дію об'єкта; перевищення кошторису по будівництву й т.п.)
у випадку несприятливого розвитку подій, банк може подати позов до суду та при оголошенні компанії банкрутом претендувати на погашенні боргу	у випадку несприятливого розвитку подій венчурний інвестор втрачає інвестований капітал, оскільки він є добровільним діловим партнером компанії	при розрахунку очікуваного прибутку враховується, що частина з певної кількості інвестованих проектів, що входять до портфелю, виявиться збитковою	інвестування здійснюється розраховуючи на прибутковість конкретного реалізованого проекту
доход банку від операції кредитування інновацій завжди менше, ніж при венчурному фінансуванні	доход венчурного інвестора завжди перевищує доход банків від операцій кредитування	подібність венчурного й проектного фінансування полягає в підвищеному рівні ризику, принципах його поділу й довгостроковому характері вкладень	



У рамках венчурного фінансування необхідні кошти можуть надаватися під перспективну ідею без гарантованого забезпечення наявним майном, заощадженнями або іншими активами високотехнологічних компаній, у яких на ранніх етапах розвитку просто немає ліквідних активів (вони з'являються тільки на пізніх етапах, коли венчурне підприємство стає рентабельним і здобуває певну вагу на ринку), в той час як банки найчастіше виділяють інвестиції лише під ліквідну заставу. В обмін на реальні кошти венчурний інвестор спочатку одержує на досить тривалий час лише їх умовний еквівалент у вигляді частки ще не існуючої високотехнологічної компанії, причому у формі акцій, які не можуть бути відразу виміняні на реальні гроші, оскільки такі цінні папери ще не котируються на фондовому ринку, у зв'язку з тим, що компанії не зареєстровані на біржі. Тобто отримані інвестором акції є мало ліквідними або взагалі не ліквідними. Крім того, вони розподілені між акціонерами, якими є фізичні або юридичні особи.

Механізм венчурного фінансування, на відміну від банківського кредитування, припускає активну участь венчурних інвесторів в управлінні фінансованими проектами на всіх етапах їх здійснення, починаючи з експертизи ще “сирих” підприємницьких ідей і закінчуючи забезпеченням ліквідності акцій новоствореної фірми. Венчурні фонди, як жоден інший інвестор (хіба що за винятком держави) готові вкладати кошти в нові наукомісткі розробки, навіть за умови, що їм супроводжує високий ступінь невизначеності [170]. Венчурні фонди не вимагають щорічних (а іноді й щоквартальних) виплат по відсотках, що є однією з неодмінних вимог банків. Банки, на відміну від венчурних фондів, воліють не давати кредити на занадто тривалий строк. Інвестори венчурного капіталу приймають на себе весь фінансовий ризик невдачі, в той час як банки, як правило, страхують свої ризики або забезпечують угоду кредитування відповідною заставою (або активами самого підприємства або якимись іншими ліквідними активами). Банки більш обережні й консервативні по своїй природі й тому, на відміну від венчурних капіталістів, намагаються уникати зайвих ризиків. Банк може виступати ініціатором оголо-



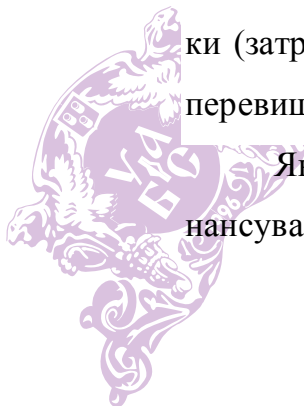
шення компанії банкрутом, якщо вона не виконує в строк узяті на себе зобов'язання, або перспективи розвитку компанії стають несприятливими, і подати позовну заяву в суд, в той час як при венчурному фінансуванні засновник компанії і її інвестор стають добровільними діловими партнерами, що мають свою частку в акціях компанії, матеріальна винагорода яких прямо залежить від успішності розвитку компанії, а тому всі претензії із приводу меншого, чим очікувалося, прибутку вони можуть пред'являти тільки самим собі.

Однак, немає ніяких підстав розглядати банківське й венчурне фінансування нових компаній як альтернативні форми фінансово-кредитного забезпечення інновацій, оскільки венчурний капітал може використовуватися не тільки як альтернатива, але і як доповнення до середньострокового й довгострокового кредитного фінансування.

Порівняємо такі форми участі банків у реалізації інноваційних проєктів, як проєктне фінансування й венчурне фінансування.

Банківське венчурне фінансування, що характеризується підвищеними ризиками, має цілий ряд схожих зовнішніх ознак із проєктним фінансуванням, однак ці механізми фінансування багато в чому принципово відрізняються один від іншого. Венчурне фінансування банків здійснюється лише за рахунок фондів, спеціально сформованих для фінансування проєктів з високими й дуже високими ризиками. Як правило, ці проєкти пов'язані з розробкою нових технологій і нових продуктів, оскільки в банківському венчурному фінансуванні переважають ризики науково-технічного характеру й комерційні (ринкові) ризики. Проєктне фінансування має справу, у більшості випадків, з більш-менш відомими технологіями, а даний тип проєктів орієнтований на випуск традиційних товарів і послуг або впровадження поліпшуючих інновацій, тому в проєктному фінансуванні переважають проєктні ризики (затримки запровадження в дію об'єкта; низька якість будівельних робіт; перевищення кошторису по будівництву й т.п.).

Якщо венчурний капітал може бути використаний для організації фінансування наукової діяльності на її будь-якому етапі навіть без чітко визна-



ченого ринку, то організатор проектного фінансування не може йти на такий ризик інвестування, тому у випадку проектного фінансування в його чистому вигляді єдиним джерелом повернення проектного кредиту буде потік коштів від реалізації проекту. Важливою відмінністю між інноваційним венчурним бізнесом і проектним фінансуванням є й те, що проектне фінансування застосовується для тих продуктів, на які вже сформований комерційний попит на ринку (тобто комерційний успіх у принципі є досяжним). Інакше кажучи, сфера діяльності венчурного підприємства поширюється на розвиток нових технологій, у той час як при здійсненні проектного фінансування застосовуються апробовані технології.

Розходження проектного й венчурного фінансування полягає також і в тому, що при венчурному фінансуванні фірма-інвестор скуповує більшу частину пакета акцій нової фірми, стаючи, таким чином, акціонером, а не кредитором. Основна форма доходу венчуру – прибуток від продажу акцій підприємства після початку їхнього вільного котирування на вільному ринку.

У венчурному фінансуванні банки закладають припустимі норми збитків, які для учасників проектного фінансування є неприйнятними. Наприклад, для венчурного фінансування вважається нормальним, якщо внаслідок збитків від реалізації інноваційного проекту списується 50 і більше відсотків капіталу фонду. Аналітики стверджують, що проектні кредити розраховані на повернення 97% суми коштів, що позичаються, тоді як венчури – тільки 40-60%. Для учасників проектного фінансування, насамперед банків, результати реалізації таких проектів дуже впливають на їхній фінансовий стан, а в певних випадках можуть привести до банкрутства.

Таким чином, банки будуть фінансувати інноваційні проекти тільки в тому випадку, якщо будуть мати необхідні ресурси й умови для формування фондів ризикового (венчурного) фінансування.

Незважаючи на високі ризики, властиві в багатьох випадках проектам, реалізованим через механізм проектного фінансування, його не можна плутати з венчурним фінансуванням. Останнє припускає інвестування коштів



одночасно в кілька проектів, з очікуванням того, що частина цих проектів виявиться збитковою. На відміну від венчурного фінансування, проектне фінансування завжди здійснюється розраховуючи на прибутковість конкретного реалізованого проекту.

Проектне фінансування зближає з венчурним фінансуванням принцип поділу ризиків. Так, при обох позначених формах фінансування інвестиційно-інноваційної діяльності на різних стадіях проектного циклу роль окремих учасників у покритті ризиків міняється. Так, на інвестиційній стадії банк, що кредитує, як правило, знімає із себе відповідальність за якісне й своєчасне завершення будівельно-монтажних робіт. Ризики, пов'язані з якістю об'єкта й строками його введення в експлуатацію, покладають на спонсорів, підрядників, постачальників машин і устаткування. На етапі експлуатації об'єкта банк звичайно бере на себе частину комерційних, валютних ризиків, ризику країни тощо.

Останнім етапом здійснюваного в даному підрозділі дисертаційної роботи дослідження є порівняння таких форм діяльності банків на ринку інноваційного інвестування, як проектне фінансування та кредитування інновацій. Результати такого аналізу, здійсненого за авторською системою критеріїв, представлені в таблиці 4.9.

На нашу думку, проектне фінансування необхідно розглядати окремо від традиційних механізмів і способів фінансування інноваційних проектів, зокрема – від операцій кредитування. Як відомо, *основними принципами здійснення класичних кредитних операцій* є принципи зворотності, терміновості, платності, диференційованості й забезпеченості. Всі вони тією чи іншою мірою не сумісні зі специфікою проектного фінансування, що й визначає розходження цих фінансових механізмів. Так, *принцип зворотності коштів* у рамках проектного фінансування порушується за рахунок участі банку у власному капіталі проектної компанії.



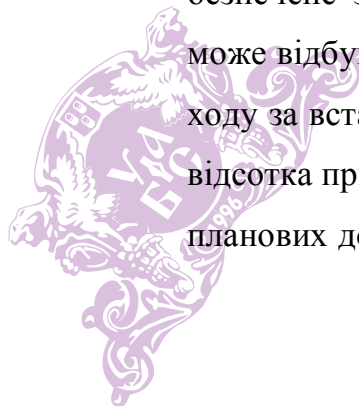
Результати порівняльного аналізу традиційних операцій кредитування інновацій і механізму проектного фінансування

<i>Критерій порівняння</i>	<i>Традиційні операції кредитування інновацій</i>	<i>Механізм проектного фінансування інновацій</i>
Сфера застосування	всі типи інноваційних проектів, особливо – невеликі	великомасштабні, капіталомісткі і довгострокові інноваційні проекти
Етапи життєвого циклу інноваційного проекту, на яких застосовується	будь-яка стадія життєвого циклу, але найчастіше – експлуатаційна	передінвестиційна стадія, оскільки рішення про використання проектного фінансування є визначальним при формуванні організаційно-економічного механізму реалізації інноваційного проекту
Організаційні аспекти здійснення угоди	проект реалізується в рамках уже існуючих компаній	створюється спеціальна компанія (проект відокремлюється від основної діяльності підприємства-інноватора)
Склад кредиторів	найчастіше – один банк, якщо проект великомасштабний – консорціум банків	поєднуються різні форми кредиту – комерційний, банківський, державний, лізинговий тощо, створюються консорціуми
Мінімальна межа ефективності	бюджет проекту становить менше 10-15 млн. дол. США	коли потреба в інвестиціях перевищує розміри застав, які готові надати інвестори
Гарантія повернення банку вкладених фінансових ресурсів	стійке фінансове становище позичальника (оператора проекту), а також обсяг і ступінь ліквідності забезпечення кредиту	майбутня платоспроможність проекту без урахування кредитоспроможності його учасників і гарантії погашення кредитів третіми особами
Забезпечення наданого банком фінансування	застава, сформована в результаті всієї комерційної діяльності підприємства-інноватора, а не тільки пов'язана з фінансованим інноваційним проектом	доходи, отримані в результаті реалізації інноваційного проекту, банк обмежений у своєму праві використовувати як заставу всі інші активи учасників проекту
Ризик для банку	загальний рівень ризику менше	банк приймає на себе більший ризик
Розподіл ризиків	ризик банку диверсифіковані по всьому портфелю його активів, деякі ризики можуть бути перерозподілені за рахунок спеціальних інструментів	ризик банку повністю пов'язані з ризиками проекту, однак банк приймає на себе тільки ті ризики, які найбільшою мірою може контролювати
Вплив результатів реалізації проекту на фінансовий стан його учасників	грошові потоки й активи учасників проекту, що відносяться до різних видів бізнесу, об'єднані, тобто вони відповідають за своїми зобов'язаннями за рахунок інших своїх активів	відповідальність інвесторів обмежена лише їхнім вкладом у статутний фонд проекту, зобов'язання по поверненню залучених коштів є зобов'язаннями проектною компанією, а не спонсорів проекту
Взаємини банку й позичальника	відносини банку з позичальником – переважно формалізовані	довгострокове партнерство, тісна співпраця, спільні плани, координація дій
Участь банку в управлінні проектом	банк просто надає ресурси, не приймаючи участі в управлінні проектом	банк виконує цілий ряд додаткових управлінських функцій
Оперативність угоди	висока, оскільки власні кошти й інші активи компанії можуть бути швидко мобілізовані й використані	низька, що обумовлено високими трансакційними витратами та необхідністю структурування фінансування
Гнучкість угоди	менший рівень гнучкості угоди	більша гнучкість й варіативність елементів
Розподіл вільного грошового потоку	грошовий потік від всіх проектів компанії поєднується й розподіляється відповідно до корпоративної політики	вільний грошовий потік розподіляється серед спонсорів проекту пропорційно внеску кожного учасника
Трансакційні витрати	порівняно невеликі	великі (більш складна підготовча робота)
Час на організацію угоди	період організації угоди порівняно більш короткий	тривалий (наявність цілого комплексу довгострокових і складних контрактів)
Вартість угоди	характеризується порівняно більше низькою вартістю	перевищує вартість операцій кредитування на 0,4 – 0,6%
Умови надання боргового фінансування	баланс, надані позичальником гарантії, обсяг і рівень ліквідності всього портфеля активів компанії, кредитоспроможність позичальника	акценти зміщені з суб'єкта кредитування на об'єкт – оцінюється не кредитоспроможність позичальника, а перспективи успішної реалізації проекту

Продовження таблиці 4.9

<i>Критерій порівняння</i>	<i>Традиційні операції кредитування інновацій</i>	<i>Механізм проектного фінансування інновацій</i>
Обсяг залучення боргового фінансування	позиковий капітал – 50-70%, власний капітал організаторів проекту – 30-50%	позиковий капітал – до 90%, власний капітал організаторів проекту – до 10%
Вплив проекту на баланс організаторів проекту	кредит відображається в балансі компанії – позичальника, погіршуючи при цьому його фінансове становище	кредитний борг відноситься на баланс спеціальної компанії, менший збиток балансу й платоспроможності засновника
Можливість регресу на позичальника	здійснюються з повним (рідше – обмеженим) регресом на позичальника	у кредиторів є мінімальні права регресу відносно засновників – ініціаторів проекту
Взаємодія з іншими банками	інші банки виступають, як правило, у ролі гарантів або поручителів	варіанти взаємодії з іншими банками: 1) кожен банк укладає з позичальником кредитну угоду й фінансує свою частину проекту; 2) кредитори виступають єдиним пулом (консорціум, синдикат), укладається єдина кредитна угода, а обов'язки розподіляються (організатор, агент, менеджер); 3) банк-організатор виступає тільки в ролі ініціатора угоди, а після видачі позики передає свої вимоги іншим банкам
Виконання документарних функцій	всі операції по підготовці кредитної угоди й документації, веденню обліку, здійсненню розрахункових операцій і контролю за виконанням договорів здійснюються чинностями співробітників банку-кредитора	банк-менеджер здійснює підготовку й підписання кредитної угоди, ведення обліку, банк-агент – контроль за його здійсненням і необхідними розрахунковими операціями, спеціалізовані юридичні компанії – готують кредитну документацію
Вимоги до банку – організаторові угоди	наданням інноваційних кредитів можуть займатися практично всі банки	достатній рівень власних коштів, висока репутацією в міжнародному банківському світі, досвід організації великомасштабних фінансових угод та ін.
Методологія оцінки ефективності проекту	банк оцінює винятково ефективність власної участі в проекті	банк повинен розраховувати й оцінювати ефективність проекту в цілому
Часовий характер оцінок, що використовуються	необхідною передумовою є достатність прибутку від поточної діяльності для обслуговування кредитної заборгованості. При цьому оцінка здатності обслуговувати заборгованість ґрунтується на даних минулих періодів	на перший план виходить проблема оцінки не реального, а гіпотетичного попиту, основний акцент робиться на призначенні кредиту, тобто оцінюється не поточна діяльність компанії-організатора, а перспективи розвитку проекту в майбутньому

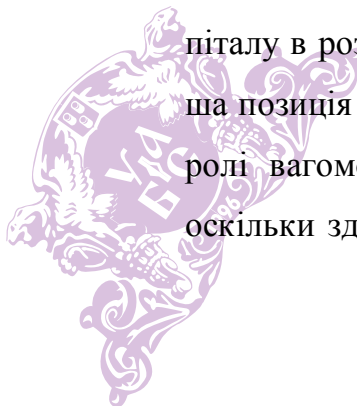
Принцип терміновості означає, що кредит повинен бути не просто повернутий, а повернутий у строго визначений термін, у той час як при проектному фінансуванні здатність позичальника виконувати платіжні зобов'язання повністю залежить від доходів проекту, а дотримання графіка платежів при відхиленні від планових (прогнозних) значень доходів не може бути забезпечене за рахунок залучення інших джерел. Погашення заборгованості може відбуватися у вигляді відрахувань заданого відсотка від проектного доходу за встановлені інтервали часу. У багатьох угодах величина фіксованого відсотка притоку готівки ставиться в залежність від величини прогнозних або планових доходів проекту. У випадку різкого падіння доходів проекту нижче



заданого рівня може передбачатися підвищення фіксованого відсотка відрахувань від доходу аж до 100% [217]. Кредитний договір, що включає подібні умови, має істотну відмінність від класичного кредитного договору: у ньому відсутній фіксований строк погашення боргу банку. **Принцип платності** припускає сплату позичальником кредитору винагороди у формі банківського відсотка. Структура відсотка, що стягується в операціях проектного фінансування, відрізняється від структури відсотка в традиційному кредитуванні. Частка премії за ризик істотно вище, тому що банк приймає на себе високі ризики, в наслідок чого й вартість проектного фінансування значно підвищується. Можна сказати, що банк розраховує на одержання не тільки відсотка, але й підприємницького доходу. Нарешті, застосовуються так звані угоди «роялті», які фактично є вже не банківським відсотком, а формою участі в прибутках: кредитор може одержувати певний відсоток від чистого проектного виторгу за обумовлений термін. Економічна доцільність і технічна обґрунтованість інноваційного проекту, якість його пропрацьованості не є забезпеченням у традиційному розумінні. Будь-яке кредитування без регресу або із частковим регресом навіть під проект із найкращою комерційною життєздатністю буде у відповідності з існуючими методиками віднесено до категорії бланкових позичок.

Висновки до четвертого розділу

1. Дослідження механізмів фінансового забезпечення інноваційної діяльності дозволяє виділити дві позиції щодо визначення ролі банківського капіталу в розвитку інновацій та нових високотехнологічних виробництв. Перша позиція полягає у неможливості закріплення за банківськими установами ролі вагомого джерела фінансового забезпечення інноваційних процесів, оскільки здебільшого фінансування довгострокових активів здійснюється за



рахунок короткострокових пасивів, що загрожує ліквідності банку. Друга ґрунтується на аналізі динаміки банківських інвестицій у промислово розвинених країнах, відзначаючи зростання ролі банківського сектора як постачальника інвестиційних ресурсів для інноваційної діяльності.

2. В дисертації виділено дві форми впливу банків на функціонування ринку інноваційного інвестування: безпосередній та опосередкований. Безпосередній вплив здійснюється через власну інвестиційну діяльність банку та його інвестиційне посередництво. Опосередковано впливати на функціонування ринку інноваційного інвестування банки можуть впливаючи загалом на грошову масу, зміну її характеристик, структуру грошових агрегатів тощо.

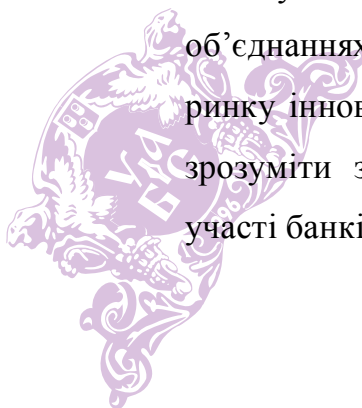
3. Виходячи з розуміння вагомості ролі банківської системи в розвитку інноваційного підприємництва, виділено та конкретизовано функції банку як суб'єкта ринку інноваційного інвестування, що дало можливість констатувати ряд об'єктивних особливостей у діяльності сучасних банків і розглядати їх як специфічного, відмінного від інших фінансових установ учасника досліджуваного ринку, який має ряд переваг, зокрема, гнучкість та можливість акумулювання значного обсягу ресурсів тощо. Аналіз діяльності банківських установ з позицій макроекономічного та мікроекономічного підходів дозволив систематизувати фактори, що визначають поведження банків на ринку інноваційного інвестування, а також описати характер та форми взаємодії банків з іншими суб'єктами цього ринку.

4. З метою виявлення можливості участі банківських установ в інноваційному інвестуванні на різних етапах життєвого циклу інновації досліджено динаміку ефекту від інвестування у поєднанні з аналізом можливих ризиків, які виникають на відповідних етапах життєвого циклу. Це дало можливість обґрунтувати застосування певних форм участі банків у фінансовому забезпеченні інновації на кожному етапі її життєвого циклу. Однак, достатньо високий рівень ризику, притаманний інноваційному інвестуванню, об'єктивно обумовлює можливість використання деяких форм фінансування інновацій



лише певними категоріями банків, зокрема такими, які, виходячи зі своєї специфіки, здатні знижувати ризики інноваційного інвестування.

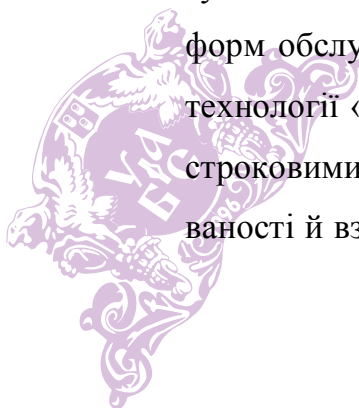
5. Функціонування банківської сфери та ринку інноваційного інвестування характеризується значним взаємним впливом, який носить суб'єктно-об'єктний характер: банки є суб'єктами, що безпосередньо впливають на ринок інноваційного інвестування, який, у свою чергу, являє собою об'єкт – тобто частину сфери діяльності банківської галузі. Такий характер взаємозв'язку завжди передбачає набагато більш потужний вплив суб'єкта на об'єкт, ніж вплив у рамках їх зворотного зв'язку, що вимагає ґрунтовного аналізу. Дослідження впливу банківської системи на ринок інноваційного інвестування дозволили виділити найбільш суттєві напрямки такого впливу: формування пропозиції інвестиційних ресурсів на ринку інноваційного інвестування; ціноутворення на ринку інноваційного інвестування; інформаційне забезпечення ринку інноваційного інвестування, зокрема часткове вирішення проблеми асиметрії інформації та оптимізація характеристик пропозиції інвестиційних ресурсів відповідно до динаміки характеристик попиту на них; структура ринку інноваційного інвестування, що визначається співвідношенням між його кредитною та фондовою складовою. Зворотний зв'язок між банківською системою та ринком інноваційного інвестування є менш очевидним, однак досить вагомим, особливо в умовах посилення ролі інновацій як чинника економічного зростання. Основними індикаторами, що дозволяють виявити такий вплив є ціна на інвестиційні ресурси та попит на ринку інноваційного інвестування. Крім того, загальна динаміка ринку інноваційного інвестування визначає тенденції розвитку банків, зокрема, обумовлює темпи та обсяги їхньої участі у інвестиційних фондах, формує загальну стратегію інвестування, впливає на участь банківських установ в інтеграційних об'єднаннях. Описані в роботі напрямки впливу процесів, що протікають на ринку інноваційного інвестування, на банківську сферу дозволяють глибше зрозуміти закономірності її сучасного розвитку та виявити перспективи участі банків у фінансуванні інновацій.



6. Стимулюючий вплив держави на функціонування ринку інноваційного інвестування є об'єктивною необхідністю для сучасної економіки України, і потребує цілісної узгодженої системи заходів, яка має включати: комплекс загальних заходів, спрямованих на підтримку стабільного розвитку ринку інноваційного інвестування в цілому, комплекс загальних заходів, що мають забезпечити стабільний розвиток банківської сфери та комплекс спеціалізованих заходів, що формують мотиваційні механізми для стимулювання активізації банківської участі в інвестиційному забезпеченні суб'єктів інноваційної діяльності. В дисертації досліджено інструменти регулювання діяльності банків з позиції їх застосування для державної підтримки банківського інвестування в інновації. Як найбільш ефективні запропоновано: державне гарантування кредитів, диференціація економічних нормативів діяльності банків, реформування системи обов'язкового резервування. Викладені обґрунтування щодо необхідних напрямків їхнього реформування.

7. Формування теоретичних основ дослідження діяльності банку як суб'єкта ринку інноваційного інвестування вимагає ґрунтовного аналізу фінансових операцій, що здійснюються ними на досліджуваному ринку: надання спеціалізованих кредитів, інвестиційний банкінг, участь у проектному та венчурному фінансуванні тощо. Виявлення специфіки фінансових механізмів реалізації відповідних операцій дозволить сформулювати рекомендації щодо їхнього застосування у сучасній практиці українських банків.

8. Специфіка інноваційної діяльності пов'язана з труднощами довгострокового прогнозування руху грошових потоків. Саме цей факт обумовлює необхідність формування механізмів надання спеціалізованих кредитів – інноваційних, розробки індивідуальних кредитних програм підтримки суб'єктів інноваційної діяльності, спеціалізованих банківських продуктів та форм обслуговування тощо. Серед таких доцільно відзначити використання технології «пакетування» довгострокового інноваційного проекту з короткостроковими комерційними проектами, заснованого на принципах збалансованості й взаємоадаптованості, а також застосування синдікованих банківсь-



ких кредитів, які дозволяють врегулювати протиріччя між обмеженими кредитними можливостями банків і значними фінансовими вимогами підприємств-інноваторів.

9. З метою усунення змістовно-термінологічних протиріч, що виникають в дослідженні інвестиційної та кредитної діяльності банків, в роботі запропоновано критерії, які дозволяють провести порівняльний аналіз відповідних видів банківської діяльності та виявити сутнісні відмінності у їх визначенні. Систематизація теоретичних підходів до трактування банківських інвестицій у поєднанні з результатами проведеного порівняльного аналізу дозволить усунути розбіжності у визначенні досліджуваних категорій, в тому числі і ті, які містяться у чинному законодавстві України.

10. Дослідження специфіки проектного фінансування дозволяє класифікувати його як специфічний банківський продукт, що поєднує у собі елементи багатьох традиційних банківських операцій, застосування якого як елемента системи фінансового забезпечення інвестиційного процесу є традиційним у закордонній практиці.

11. Результати порівняльного аналізу венчурного фінансування, проектного фінансування та банківського кредитування дозволили виявити найбільш суттєві відмінності у механізмах їх здійснення, що може скласти теоретичне підґрунтя для вибору тієї чи іншої форми фінансування інновацій сучасними українськими банками.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором в роботах [81, 83, 80, 344, 284, 425, 119, 120, 122, 106, 116, 123, 82, 103, 104, 102, 107, 114, 108, 97, 98, 126, 112, 113, 99].



РОЗДІЛ 5

ФОРМАЛІЗАЦІЯ ОКРЕМИХ ТЕНДЕНЦІЙ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВ НА РИНКУ ІННОВАЦІЙНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

5.1. Спеціалізація банківських установ на ринку інноваційного інвестування

5.1.1. Концептуальні засади спеціалізації банківських установ на ринку інноваційного інвестування

Процес глобалізації економіки, що розпочався в ХХ столітті, визначив необхідність прискорення процесів мобілізації фінансових ресурсів, що призвело до істотних трансформацій у кредитно-банківських системах промислово розвинених країн. Основні тенденції цих трансформацій виразилися, зокрема, у посиленні концентрації й централізації кредитних інститутів, зростанні груп банків-гігантів, що діють як трансконтинентальні утворення й, як наслідок – у процесах універсалізації банків. *Універсальними традиційно вважаються такі банки, які здійснюють всі або майже всі види банківських операцій: надання як короткострокових, так і довгострокових кредитів, операції із цінними паперами, прийом внесків всіх видів, надання всіляких послуг тощо.* Тенденція до універсалізації характерна для кредитних систем всіх розвинених країн.

Разом з тим чітко виокремилася ще одна глобальна тенденція – домінування моделі фінансування економіки, що базується на фондовому ринку при одночасному послабленні ролі традиційного банківського кредитування. Розвиток фінансових інститутів, що спеціалізуються на інвестиційних операціях, їх вторгнення в традиційні банківські ринкові ніші, злиття, що об'єднують фінансовий та корпоративний сектори економіки, призвели до розмивання



межі між банківськими та небанківськими ринковими сегментами. В цих умовах посилюється спеціалізація в діяльності банків, зокрема – укріплюються позиції інвестиційних банків, особливо з урахуванням здійснюваної модернізації їх структури та функцій, які поєднують в собі «зони відповідальності» класичного банку, інвестиційної компанії та брокера. У промислово розвинутих країнах, в тому числі й тих, які мають універсальну структуру кредитної системи, важливе місце (незважаючи на деяке зниження їхнього числа) займають спеціалізовані банки. Спеціалізовані банки сьогодні – це приватні й державні кредитні інститути з особливими завданнями, що виконують ряд функцій по стимулюванню певних сфер національної економіки [208]. Вони, у свою чергу, класифікуються за різними критеріями спеціалізації, відображеними на рис. 5.1. В окремих країнах банківське законодавство перешкоджає або просто забороняє банкам здійснювати широке коло операцій.

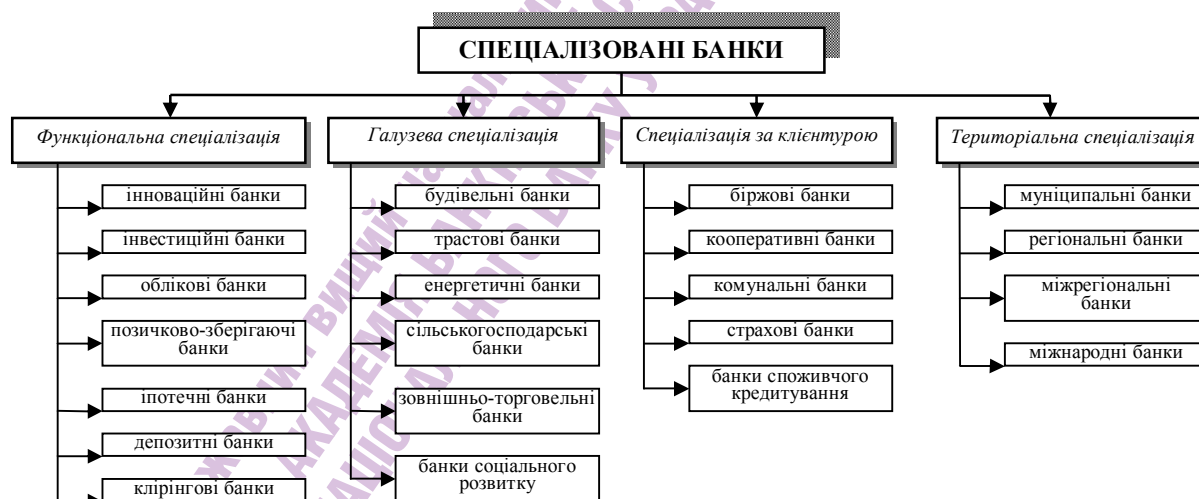


Рис. 5.1. Класифікація спеціалізованих банків [351]

У світовій практиці набули поширення *дві основні моделі побудови кредитно-банківських систем*: сегментована (англосаксонська, американська) і універсальна (континентальна, німецька), порівняльний аналіз яких представлений в таблиці 5.1. Основні відмінності даних моделей полягають в ступені універсалізації і спеціалізації кредитних інститутів, формах і дже-

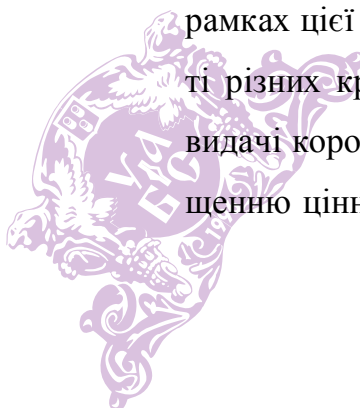
релах фінансування реального сектора, рівнях диверсифікованості інвестиційних портфелів банків і підприємств.

Таблиця 5.1

Результати порівняльного аналізу моделей побудови кредитно-банківських систем

<i>Критерій порівняння</i>	<i>Універсальна модель</i>	<i>Сегментована модель</i>
Роль банків у процесі нагромадження й розміщення капіталу у всіх галузях економіки, а також у забезпеченні необхідних умов економічного зростання	визначальна	незначна
Характер діяльності банків	універсальний (одночасно здійснюються комерційні й інвестиційні операції й послуги)	спеціалізований (банки переважно відіграють роль інвестиційних посередників, що обслуговують інфраструктуру ринку)
Концептуальні підходи до мінімізації ризиків інвесторами	встановлення контролю над діяльністю корпорацій у цілому й над ходом реалізації окремих інвестиційних проєктів	диверсифікованість вкладень і ретельний контроль за зміною курсів акцій і боргових зобов'язань
Участь банків у контролі над суб'єктами господарювання	значна (завдяки розвинутій системі кредитування)	незначна (оскільки фінансове забезпечення суб'єктів господарювання здійснюється, в основному, за рахунок фондового ринку)

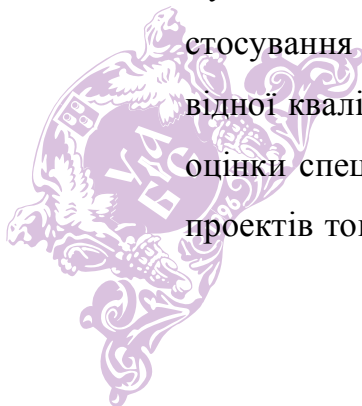
Сегментована модель передбачає високий рівень розвитку функціональної спеціалізації на фінансовому ринку, була вперше запроваджена в США із введенням в 1933 р. у практику господарювання концепції поділу універсальних банків на комерційний і інвестиційні (так званий Закон Гласса-Стігала). Відповідно до цієї концепції комерційним банкам було заборонено здійснювати деякі непрофесійні операції із цінними паперами (наприклад, інвестування в недержавні цінні папери), які являють собою основне джерело ризику, а також деякі види професійної діяльності, що несуть підвищений ризик (наприклад, дилерську). Тим самим держава страхує клієнтів банків від ризику операцій з цінними паперами, які в силу свого спекулятивного характеру загрожують стабільній роботі банків із грошовими заощадженнями. В рамках цієї моделі законодавство чітко розділяє сфери операційної діяльності різних кредитних інститутів, банківські операції по прийому депозитів і видачі короткострокових кредитів відділені від операцій по випуску й розміщенню цінних паперів промислових корпорацій, надання інвестиційних кре-



дитів і деяких інших видів фінансових послуг (операції з нерухомістю й ін.). Прийняття Закону Гласса-Стігала в свій час позитивно позначилося на розвитку стабільності й надійності в банківському секторі й послужило стимулом для розвитку фондового ринку США. Але протягом останніх десятиліть у США, Великобританії, Канаді та інших країнах, де набула поширення концепція універсалізації банківської системи, були переглянуті базові норми цього закону, спостерігається «розмивання» границь між інвестиційними й комерційними банками шляхом прийняття цілого ряду законодавчих актів, насамперед – банківських нормативів «Базель-2», що розширюють компетенцію комерційних банків, а також шляхом впровадження нових видів банківських операцій (особливо – з похідними фінансовими інструментами), які прямо не попадають під існуючі обмеження.

У рамках другої моделі, що передбачає універсалізацію банків, яка набула поширення в Японії, Росії, Німеччині, Австрії, Франції, Італії й більшості європейських країн, банкам відкритий вільний доступ на ринок фіктивного капіталу, дозволено сполучити звичайні банківські операції (депозитно-позичкові й розрахункові) з більшістю інвестиційних операцій на ринку цінних паперів [49]. Відповідно до цього підходу обмеження ризиковості банківських інвестиційних операцій повинне здійснюватися не «хірургічними» мірами прямого поділу функцій, а шляхом введення спеціальних «вбудованих» обмежників, що дестимулюють надмірні інвестиції банків у цінні папери, шляхом належного державного контролю за банківською діяльністю, а також підвищеної уваги до проблеми конфлікту інтересів при операціях на фінансових ринках.

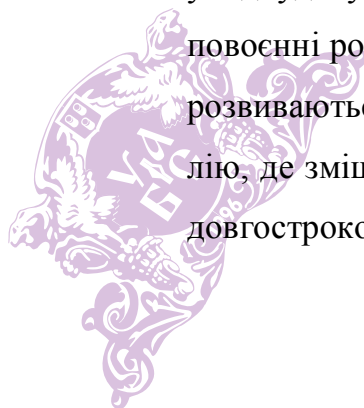
На нашу думку, інноваційний бізнес з точки зору банківського інвестування є вкрай специфічною сферою вкладення капіталу, що вимагає застосування особливих технологій, інструментів та схем фінансування, відповідної кваліфікації банківського персоналу, методичного забезпечення щодо оцінки специфічних ризиків інновацій та оцінки ефективності інноваційних проектів тощо. Крім того, з урахуванням низького рівня розвиненості інфра-



структурної підтримки інвестування інноваційної діяльності підприємств (практичної недієздатності кредитно-рейтингових бюро, проблем у розвитку депозитарної мережі, дефіциту якісних послуг щодо маркетингового аналізу успіху інновації на ринку, послуг інвестиційного проектування тощо), універсальні банківські установи край неохоче надають фінансові ресурси інноваторам, оскільки ризики банків при фінансуванні та участі в управлінні інноваційними проектами є вкрай високими. **Перераховані вище фактори формують передумови для спеціалізації банківських установ на ринку інноваційного інвестування.**

До початку 1990-х років перетерпіла змін десятка лідерів світового фінансового ринку з числа найбільших глобальних фінансових інститутів. Від тих пір вона складається не із комерційних, як раніш, а виключно з інвестиційних банків, які контролюють близько 80% цього ринку [174]. Як зазначається в роботі [239], термін «інвестиційний банк» не є загальноприйнятим: у Великобританії, Сінгапурі подібні інститути називають торговими банками, у Південній Кореї – багатогалузевими фінансовими інститутами, в Японії – фірмами з торгівлі цінними паперами, у Франції – діловими банками.

В літературі розглядають два типи інвестиційних банків [177]. **Банки першого типу** займаються виключно торгівлею та розміщенням цінних паперів корпоративного сектору економіки, приймають участь у злиттях, поглинаннях та реорганізації бізнесу. Такі банки набули поширення у ряді країн, а саме в США, Канаді, Англії, Австралії, де фактично складають інституціональну основу ринку цінних паперів, особливо первинного, тому що обслуговують більшу частину операцій, пов'язаних як із емісією цінних паперів, так і з біржовою торгівлею. **Банки другого типу** відіграли важливу роль у відбудовуванні економіки континентальних країн Західної Європи в перші повоєнні роки, а також в утворенні галузей та інфраструктури ряду країн, що розвиваються. Особливо треба виділити Францію, Італію, Іспанію, Португалію, де змішані або державні інвестиційні банки забезпечили високий рівень довгострокового кредитування промисловості та утворення в ній нових галу-



зей. Вони спеціалізуються переважно на довгостроковому кредитуванні різних галузей господарювання, а також наданні спеціальних цільових проектів, пов'язаних з впровадженням новітніх технологій.

За кордоном спеціалізовані інвестиційні банки набули певного поширення. Так, наприклад, в Австрії в 1957 р. було засновано 7 банків інвестиційного кредиту, які не тільки надають кредити приватним господарствам, а фактично стали центрами акумуляції цінних паперів і створення синдикатів для емісії позик, тобто інвестиційними центрами. В Італії поширена спеціалізація банків в залежності від строкості надання кредитів, а найбільшим спеціалізованим інститутом є «Інститут ов мобіліаре Італіано», що надає, головним чином, інвестиційні позики підприємствам [260].

У країнах Східної Європи функції інвестиційних банків і банків довгострокових вкладень виконують народні, національні, а також державні банки (Болгарія, Угорщина) або спеціалізовані банки (Румунія), причому структура й функції цих банків систематично перетерплюють зміни. Лише в окремих країнах, що розвиваються, в яких ринкова інфраструктура є більш розвинутою, створені спеціалізовані інвестиційні банки. Ресурси інвестиційних банків і інвестиційних компаній, що існують у деяких країнах, що розвиваються, формуються за допомогою випуску цінних паперів, розміщених на біржі або через банківську систему, рідко – безпосередньо серед населення. Ресурси банків розвитку країн, що розвиваються, формуються в основному за рахунок бюджетних коштів і зовнішніх позик у міжнародних фінансових інститутів (Міжнародного банку реконструкції й розвитку, регіональних банків розвитку) і в меншому ступені – на міжнародних ринках капіталу [147, 254].

Розглядаючи спеціалізацію банківських установ на ринку інноваційного інвестування, ми вважаємо доцільним поєднати функції інвестиційних банків першого та другого типу в широке коло фінансових операцій та визначати його як спеціалізований інноваційно-інвестиційний банкінг.

Через високу потребу інноваційного сектору економіки в інвестиціях, а отже – і учасниках досліджуваного ринку, що працюють професійно в цій сфері,



розвиток спеціалізованого інноваційно-інвестиційного банкінгу на сьогоднішній день є досить перспективним видом діяльності. На нашу думку, сьогодні його можна вважати найбільш затребуваним з боку суб'єктів інноваційної діяльності й одночасно складним для банків з широким колом послуг, пов'язаних з управлінням активами підприємства-інноватора (первинним розміщенням його цінних паперів, з операціями з його цінними паперами на вторинному ринку), наданням йому послуг розрахунково-касового обслуговування, кредитування (у різних формах, в тому числі: синдикованого, консорціумного тощо), проектного фінансування (включаючи консалтингові послуги та послуги щодо управління інноваційним проектом, який інвестується), здійснення фінансової підтримки цього підприємства за рахунок коштів внутрішнього банківського венчуру.

Ми пропонуємо розглядати спеціалізацію банківських установ на ринку інноваційного інвестування у трьох наступних напрямках:

- *як спеціалізацію в рамках окремого банку без створення нової юридичної особи*, тобто виокремлення відповідних структурних підрозділів, що займаються виключно обслуговуванням суб'єктів інноваційної діяльності, в рамках універсальних банків;
- *як спеціалізацію в рамках окремого банку зі створенням нової юридичної особи*, тобто покладання функцій щодо обслуговування суб'єктів інноваційної діяльності на певні філіали великих системних банків або створення ними відповідних дочірніх товариств. Цей напрямок розвитку концепції спеціалізації банківських установ на ринку інноваційного інвестування – поділ різних банківських функцій по різних філіях і дочірніх товариствах – передбачає дотримання принципів добровільності й самостійності у виборі банківської стратегії на підставі законодавчо закріпленої можливості при необхідності сполучити різні банківські операції в рамках однієї юридичної особи;
- *як спеціалізацію банківської установи цілком*, тобто створення окремого інноваційно-інвестиційного банку, виокремлення для нього від-



повідної ніші на ринку інноваційного інвестування. В рамках цього напрямку спеціалізації пропонується розглядати:

- ✓ державні спеціалізовані інноваційно-інвестиційні банки, що здійснюють в загальнонаціональних масштабах лише *аккумуляцію коштів*, придатних для здійснення інвестиційних вкладень, пріоритетних з точки зору стратегії інноваційного розвитку країни, *без їх безпосереднього розміщення в конкретні інноваційні проекти*;
- ✓ державні або державно-приватні спеціалізовані інноваційно-інвестиційні банки, що здійснюють в загальнонаціональних масштабах *аккумуляцію коштів*, придатних для здійснення інвестиційних вкладень, пріоритетних з точки зору стратегії інноваційного розвитку країни, *з їх безпосереднім розміщенням в конкретні інноваційні проекти*;
- ✓ *приватні спеціалізовані інноваційно-інвестиційні банки, що входять до складу промислово-фінансових груп* відповідної спрямованості (ПФГ створюється у секторі високих технологій з метою інвестування в інноваційно-активні підприємства, діяльність яких відповідає сфері інтересів власників ПФГ);
- ✓ *приватні спеціалізовані інноваційно-інвестиційні банки, що сформувалися на галузевій основі* й обслуговують потреби інноваційного сектору відповідної галузі;
- ✓ *філії міжнародних спеціалізованих інноваційно-інвестиційних банків, банків реконструкції і розвитку* тощо;
- ✓ *спеціалізовані банки, які створюються з метою вирішення специфічних фінансово-інноваційних проблем малого підприємництва, кредитування дрібного інноваційного бізнесу на регіональному або місцевому рівні* (регіональні та місцеві інноваційно-інвестиційні банки, регіональні банки реконструкції і розвитку, банки проектного фінансування, кооперативні банки тощо).

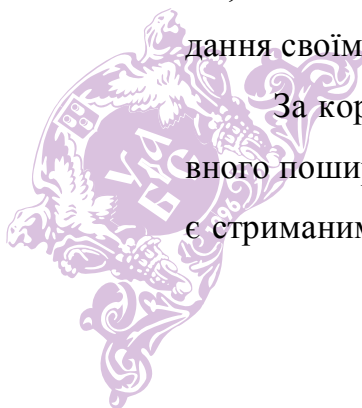


В перших двох випадках мова йде про універсальні банки, що розвивають напрямок інноваційного інвестування поряд зі стандартними банківськими послугами. У зв'язку з тим, що цей бізнес для них є не профільним, а супутнім, то звичайно вони віддають пріоритет якомусь одному фінансовому інструменту, наприклад, облігаціям, брокерським послугам та ін.

У третьому випадку мова повинна йти про всі фінансові інститути, що надають інвестиційно-банківські послуги, тобто не тільки про спеціалізовані інноваційно-інвестиційні банки, а й про відповідні спеціалізовані інноваційно-інвестиційні компанії. Можливість поєднувати інвестиційну й банківську діяльність призвела до створення сучасних інвестиційних компаній, які також проводять банківські операції і є серйозними гравцями на ринку інвестиційного кредитування. І ті й інші позиціонують себе на ринку як інвестиційні банки, відрізняючись лише тим, що в перших є банківська ліцензія, а другі працюють на основі ліцензії державної служби по фінансових ринках.

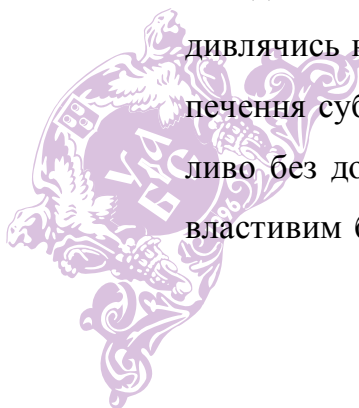
Розглянемо більш детально особливості формування спеціалізованих інноваційно-інвестиційних банків. На нашу думку, вони являють собою специфічний тип фінансово-кредитних установ, виділених за критерієм функціональної спеціалізації, що визначає характер їхньої діяльності і відособлене місце на ринку інноваційного інвестування. За авторською пропозицією **спеціалізованим інноваційно-інвестиційним банком пропонується вважати** банк, який спеціалізується на здійсненні портфельних і реальних інвестицій в інноваційний сектор економіки на комісійній основі або за власний кошт шляхом проведення операцій із цінними паперами (випуск, розміщення, придбання), довгострокового кредитування окремих інноваційних проєктів, емісійно-засновницької діяльності підприємств-інноваторів, а також надання своїм клієнтам ряд супутніх інвестиційних послуг.

За кордоном спеціалізовані інноваційно-інвестиційні банки набули певного поширення лише в окремих країнах. Так, наприклад, європейські банки є стриманими щодо фінансування інноваційних підприємств і проєктів, фак-



тично концентруються на ефективному адмініструванні ризиків. Фінансовим забезпеченням малих суб'єктів підприємництва в повній мірі займається лише Європейський інвестиційний банк (EIB – European Investment Bank). В Ізраїлі на підтримці інноваційного бізнесу спеціалізуються Луомі Банк (Luomi Bank) та Ізраїльський дисконтний банк (Israel Discount Bank), в Канаді – Банку розвитку бізнесу (BDC – Business Development Bank of Canada), в Німеччині – Заклад кредитування відновлення (KfW – Kreditanstalt für Wiederaufbau). Щодо банків розвитку, то їх створення найчастіше є результатом політичної ініціативи, виділення відповідної суми з бюджету держави для капіталу банку і окреслення владою його завдань. Загалом в Європі банки розвитку переважно являють собою гуртові банки, які опрацьовують продукти, а потім шукають посередників (переважно – інші фінансові інституції), за допомогою яких відбувається кінцева дистрибуція. В Канаді банки розвитку безпосередньо контактують з кінцевими клієнтами, що забезпечує глибокий аналіз потреб клієнтів. В Німеччині широко впроваджується практика тісної співпраці приватного сектору і банків розвитку в рамках складних форм фінансування інновацій, причому успіх в значній мірі залежить від активності посередників і їх навичок у галузі фінансування інновацій.

Слід зауважити, що ми не поділяємо думку певного кола дослідників [262, 274, 77], які вважають, що інвестиційні (або в контексті даного дослідження – інноваційно-інвестиційні) банки як спеціалізовані структурні одиниці фінансового ринку мають здійснювати виключно інвестиційні банківські операції. Якщо розуміти інвестиційні операції як операції щодо вкладання коштів в ті чи інші об'єкти фінансового або реального інвестування, виникає логічне питання – звідки банк буде отримувати кошти для здійснення цих вкладень. Виходячи з цього, ми вважаємо за необхідне підкреслити, що, не дивлячись на те, що спеціалізацією даного типу банків є інвестиційне забезпечення суб'єктів інноваційної діяльності, здійснення цієї діяльності неможливо без добре організованої й розвиненої роботи із всіх інших напрямків, властивим банку. Інноваційно-інвестиційні банки, хоча й позиціонують себе



як спеціалізовані гравці досліджуваного ринку, але все-таки насамперед є фінансовими інституціями, що, поміж іншим, виконують класичні банківські операції. Особливість же даних банків полягає в тому, що вони спеціалізуються на акумуляції коштів на тривалі строки, у тому числі за допомогою випуску облігаційних позик і надання довгострокових позик, орієнтовані на обслуговування й участь в емісійно-засновницькій діяльності компаній інноваційного сектору економіки [50, 253]. Купуючи й випускаючи цінні папери, вони відіграють істотну роль як агент на ринку інноваційного інвестування, однак їх не можна віднести до інституціональних інвесторів, єдиною діяльністю яких є операції із цінними паперами, тому що інноваційно-інвестиційний банк – це насамперед установа, що здійснює активні й пасивні операції (за допомогою перших банк мобілізує фінансові ресурси, за допомогою других здійснює їхнє розміщення).

Авторське розуміння основних особливостей спеціалізованих інноваційно-інвестиційних банків та переліку основних послуг, які вони можуть надавати своїм клієнтам (за умови розвинутого фондового ринку) продемонстровані на рис. 5.2.

Одним із найбільш перспективних напрямків розвитку спеціалізації банківських установ на ринку інноваційного інвестування можна вважати формування спеціалізованих суб'єктів ринку, що забезпечують фінансово-кредитну підтримку інноваційного підприємництва на місцевому та регіональному рівнях. В даному випадку мова може йти про створення регіональних і місцевих інноваційних банків, банків реконструкції і розвитку, банків проектного фінансування, завданням яких може бути залучення коштів різних позабюджетних фондів (пенсійного, соціального страхування й ін.) і використання їх для довгострокового інвестування в інновації. Дані банки можуть фінансувати інноваційні програми відповідного рівня (інноваційні розробки, спрямовані на підвищення екологічної безпеки визначеної території, реалізацію інноваційних підходів до розвитку міської інфраструктури, житлового будівництва й ін.).

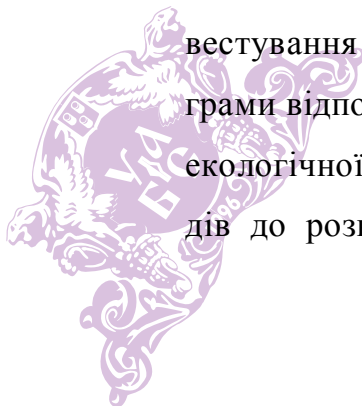




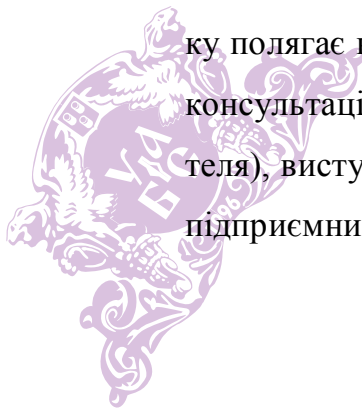
Рис. 5.2. Основні особливості та послуги спеціалізованих інноваційно-інвестиційних банків (власна розробка)



Вони можуть розміщати цільові кредити, у тому числі й отримані із-за кордону, здійснювати середньо- і довгострокові інвестиції. Завдання збільшення обсягу кредитних ресурсів можна вирішити за допомогою залучення коштів населення під державні гарантії їхнього повернення і підвищені процентні ставки, одночасно знижуючи резервні вимоги по довгострокових позичках.

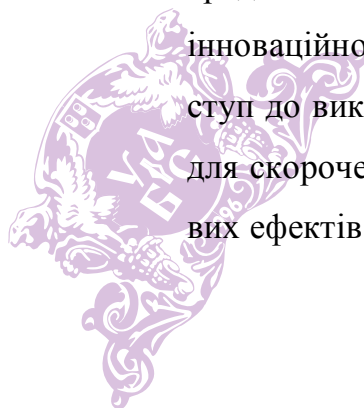
Саме на спеціалізовані регіональні інноваційно-інвестиційні банки слід покладати основні надії щодо фінансового забезпечення інноваційного розвитку в регіоні, оскільки: по-перше, вони в найбільшій мірі зацікавлені в розвитку того регіону, в якому здійснюють свою інвестиційну діяльність, оскільки самі повністю економічно від нього залежні; по-друге, вони вкладають кошти в тому самому регіоні, де їх залучають, на відміну від загальнодержавних банків розвитку, які інвестують в ті регіони, де інвестиційний клімат є найсприятливішим, що призводить до диспропорцій в інвестиційному забезпеченні інноваційного розвитку в країні; по-третє, на відміну від загальнонаціональних банків розвитку, регіональні банки добре знають інвестиційну та інноваційну кон'юнктуру в даному регіоні та враховують її особливості при розробці власної інвестиційної політики, працюють з наперед визначеною клієнтурою та застосовують індивідуальні підходи до неї.

Особливо слід підкреслити необхідність співпраці держави та приватних інвесторів при формуванні місцевих або регіональних спеціалізованих інноваційно-інвестиційних банківських установ. Наявність місцевих або регіональних органів влади в числі акціонерів банку може полегшити пошук компромісу між прибутковістю об'єктів інвестування та їхньою соціальною значимістю. Дані банки можуть виступати в ролі органа, уповноваженого замовниками інноваційного проекту контролювати хід і якість робіт, відповідати за цільове й ефективне використання інвестицій. Їхня роль у цьому випадку полягає не в тім, щоб самим кредитувати проект, а в тім, щоб, виконуючи консультативно-агентські функції (а можливо, і функції гаранта або поручителя), виступати як проміжна ланка між органом влади регіону, якою-небудь підприємницькою структурою, що виділяє фінансові ресурси на інноваційні



заходи, і організацією, що безпосередньо реалізує інноваційний проект. Надання коштів може здійснюватися під конкретну програму робіт, причому їхня експертиза, що підтверджує доцільність вкладення капіталу, може проводитися експертами банку, або іншими фахівцями, яких залучають на договірній основі. Дана схема передбачає одержання банком комісійної винагороди за свої послуги. Надалі банк може придбати за рахунок своїх власних ресурсів профінансовані з його технічною допомогою інноваційні проекти (наприклад, викуповуючи їх у державної установи, яка стимулювала виконання робіт, прийняла на себе пов'язані з цим ризики і тепер прагне повернути гроші, у тому числі і для інвестування їх в інші проекти). При цьому банк має на меті самостійне розміщення коштів, участь в організації акціонерних товариств під ці проекти (сам проект може виступати як внесок банку). Реалізація даної схеми інвестування фінансових ресурсів може стати ефективним механізмом стимулювання інновацій.

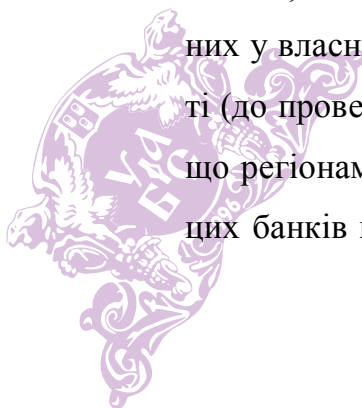
В основі функціонування взаємодії спеціалізованого регіонального або місцевого банку реконструкції і розвитку та місцевої адміністрації лежить так званий механізм функціональної інтеграції, сутність якого полягає в тому, що банк і місцева адміністрація в процесі цілеспрямованої діяльності по реалізації інновацій у рамках Комплексної програми інноваційного розвитку регіону інтегрують (залучають, організують взаємозв'язок і взаємодію) внутрішні і доступні зовнішні ресурси, використовують їх у відповідності до своїх задач, а також взаємодіють по сполучених напрямках. З метою залучення банківських ресурсів і послуг, необхідних для реалізації інноваційних програм, місцева адміністрація надає банку свої можливості позичальника, гаранта, контрагента по інших операціях, іншу підтримку [370]. Банк, що надає кредит і інші послуги, орієнтовані на конкретні механізми реалізації програм інноваційного розвитку території, інтегрується в ці механізми, одержує доступ до використання можливостей адміністрації й інших учасників системи для скорочення ризиків, збільшення обсягу послуг, доходів і інших фінансових ефектів при проведенні кредитних і інших операцій. Загальний потенціал



взаємодії спеціалізованого регіонального інноваційного банку і місцевих органів влади складається як сукупність можливостей адміністрації регіону і пов'язаних з нею інших структур, наприклад, позичальників, поручителів, покупців інших послуг банку й інших. Формування, розширення й ефективне використання в операціях регіонального банку реконструкції і розвитку даного потенціалу стає умовою ефективної діяльності банку в сфері фінансово-кредитної взаємодії з органами влади окремої території.

Спеціалізовані місцеві або регіональні інноваційно-інвестиційні банки можуть утворюватися також і як кооперативні. Запорукою успіху **кооперативних кредитних установ** є колективна відповідальність членів за взятий кредит і нетрадиційний розподіл (пропорційно до взятого кредиту, а не до накопиченого паю). Кредитна кооперація виникає там, де потреби місцевого малого інноваційного бізнесу стикаються з відсутністю відповідних джерел фінансування. Кооперативні банки не замінюють, а доповнюють банківську систему країни. У міру розвитку ринкової економіки кооперативні банки «вростають» в існуючу банківську систему. У країнах з перехідною економікою кооперативні банки якийсь час можуть відігравати роль «соціальних амортизаторів», особливо в сільській місцевості, традиційно непривабливої для банківського капіталу.

В контексті дослідження особливостей функціонування регіональних та місцевих спеціалізованих інноваційно-інвестиційних банків, певний інтерес становить досвід Російської Федерації, де набуває поширення програма розвитку регіональних банків реконструкції та розвитку [242, 58, 238]. Цією програмою передбачено, що основними гарантійними заставами для них виступатимуть зведені воєдино (консолідовані) частина місцевих бюджетних коштів, пакети цінних паперів, природних ресурсів, інших активів, закріплених у власності суб'єктів Федерації, довгострокова оренда землі і нерухомості (до проведення земельної реформи), податкові пільги й інше забезпечення, що регіонам дозволяється надавати в рамках їхньої компетенції. До функцій цих банків віднесено: здійснення капіталовкладень, технічна і консультацій-

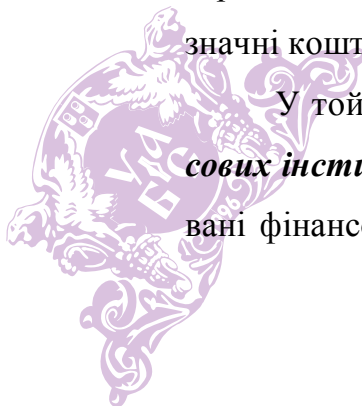


на підтримка, обслуговування місцевих бюджетів, здійснення комерційних, експортно-імпортних постачань, організація облігаційних позик, створення розрахунково-клірингових центрів, допомога у проведенні приватизації, сприяння організації в регіоні *фінансових*, страхових, аудиторських, комерційних фірм, усіх можливих видів банків, бірж, депозитаріїв, клірингових палат, пенсійних фондів, товариств взаємного кредиту, ощадно-позичкових кооперативів.

5.1.2. Розвиток спеціалізованих інвестиційно-інноваційних банків в Україні

В Україні сьогодні розвиток банківської системи здійснюється в напрямку формування європейської моделі універсалізації банківських установ. Більшість експертів відзначають, що тенденція до розвитку принципів універсалізації банківської справи, що склалася сьогодні в Україні, має як свої недоліки, так і певні переваги [157]. З одного боку, універсалізацію можна розглядати як гарантію стабільності банку незалежно від масштабу, місця розташування, множинності зв'язків і т.д. Недоліки обумовлені, насамперед, тим, що в цьому випадку зростає ризикованість банківських операцій: вкладення в інвестиційні проекти здійснюються в безпосередньому зв'язку з основною банківською діяльністю, що, у свою чергу, містить у собі погрозу зниження ліквідності банківських вкладень – проблему, яка сьогодні набуває особливого значення для вітчизняних банків. Ризик операцій банку значною мірою залежить від стану справ у найбільших клієнтів, в обігу яких задіяні значні кошти банку.

У той же час, *розвиток вітчизняних банків як універсальних фінансових інститутів багато в чому носить вимушений характер*: спеціалізовані фінансові установи ще мають пройти тривалий шлях у своєму форму-



ванні в якості стійких фінансових установ, що не тільки складно саме по собі, але й вимагає додаткового часу для подолання сформованого скептичного відношення до інвестиційних фінансових інституцій. Як зазначають провідні експерти [145, 146], в умовах перехідної економіки найбільшою стабільністю можуть володіти банки, які поєднують універсальність із предметно-галузевою й предметно-проблемною спеціалізацією.

Визнання ролі й пріоритетності інноваційної діяльності, перенесення форм конкуренції з області цін в сферу науково-технічного суперництва, необхідність формування інвестиційної компоненти інновацій створюють необхідність для впровадження інноваційно-інвестиційної спеціалізації в діяльність кредитних інститутів. Але, нажаль, нерозвиненість правової та інституціональної інфраструктури інвестиційного ринку України, низький рівень розвитку спеціалізованих фінансових інститутів, недосконалість правових засад застосування ряду банківських та фінансових технологій, форм та інструментів в сфері інвестування, в значній мірі стримують зростання обсягів інвестування взагалі, а в тому числі – і в інноваційному секторі вітчизняної економіки.

З урахуванням авторських пропозицій щодо напрямків спеціалізації банків ринку інноваційного інвестування, викладених в підрозділі 5.1.1 дисертаційного дослідження, сьогодні в Україні мова повинна йти про створення системи спеціалізованих інноваційно-інвестиційних банківських установ, що продемонстровано на рис. 5.3.

Визначимо основні проблеми та перспективи створення спеціалізованих інноваційно-інвестиційних банків в Україні.



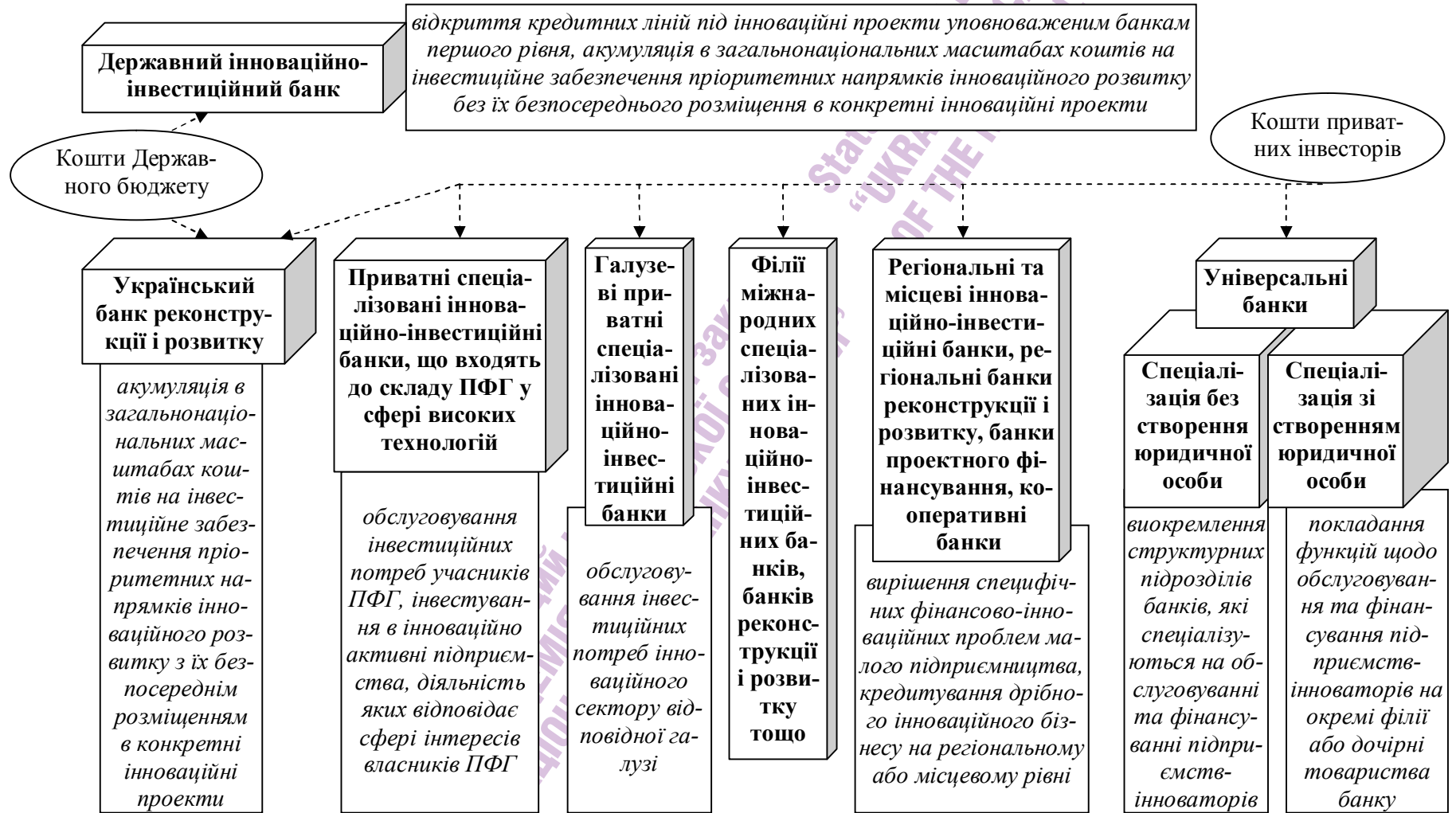
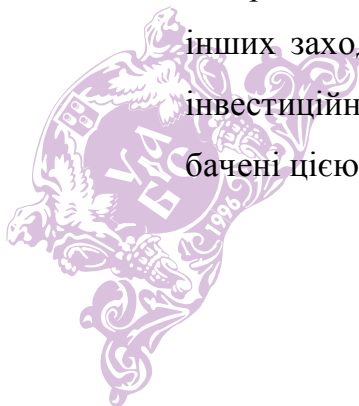


Рис. 5.3. Система спеціалізованих інноваційно-інвестиційних банківських установ в Україні (власна розробка)

Розглядаючи *організаційні механізми формування спеціалізованих інвестиційно-інноваційних банків*, можна виділити чотири можливих варіанта їх утворення:

1. Наділити функцією фінансово-кредитного забезпечення інноваційної діяльності банк, який цілком буде перебувати у державній власності. З одного боку, державна форма власності, безумовно, спростить процес функціонування даного банку як інноваційного, тому що в цьому випадку набагато простіше буде вирішити питання державної підтримки банку як активного учасника ринку інноваційного інвестування (наприклад, шляхом часткової компенсації ризиків за рахунок державних і недержавних фондів підтримки інноваційного бізнесу, надання державних гарантій по виданих кредитах, використання диференційованої системи визначення норм обов'язкового резервування у залежності від спеціалізації банку, суми кредиту, типів операцій банку, пов'язаних із кредитуванням інновацій, тощо). У той же час акумуляція коштів у державних банках може привести до того, що наукові установи та суб'єкти інноваційного підприємництва, що є основними клієнтами інвестиційно-інноваційного банку, не будуть мати контролю за діяльністю банку і не зможуть розпоряджатися прибутком, що одержаний за рахунок обігу своїх коштів. На нашу думку, цілком в державній власності може перебувати лише спеціалізований банк першого порядку. В умовах України – це державний інноваційно-інвестиційний банк, створення якого передбачено концептуальною схемою, представленою на рис. 5.3 та відповідає концепції Державної цільової економічної Програми модернізації ринків капіталу в Україні [15]), розробленої на замовлення Держінвестицій та схваленої розпорядженням Кабінету Міністрів України [26]. В рамках цієї програми передбачається створення державного інноваційно-інвестиційного банку, а також цілий ряд інших заходів в напрямку активізації процесів формування спеціалізованих інвестиційних банківських установ. Прогнозні результати та витрати, передбачені цією Програмою в даному напрямку, продемонстровані в таблиці 5.2.



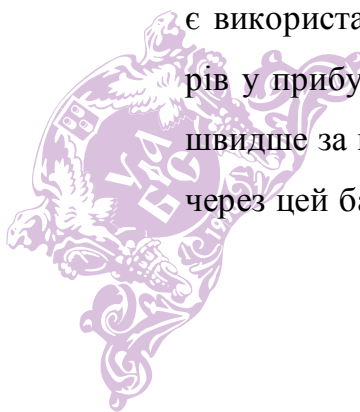
На нашу думку, саме на державний інноваційно-інвестиційний банк мають бути покладені функції державного стимулювання діяльності банків на ринку інноваційного інвестування, які були запропоновані в підрозділі 4.3 даного дисертаційного дослідження, наприклад, надання кредитів за пільговими ставками для банків – найбільш активних учасників досліджуваного ринку, гарантування кредитів для підприємств-інноваторів, що видаються такими банками, участь у програмах страхування таких кредитів (окремі аспекти), часткова компенсація витрат банків, консультативна підтримка таких банків тощо. Таким чином, за авторською пропозицією всі ці функції мають бути передані від НБУ до державного інноваційно-інвестиційного банку, що значно зменшить функціональне навантаження на Національний банк та дозволить зосередити весь комплекс визначених специфічних функцій в одній спеціалізованій банківській установі.

Таблиця 5.2

Прогнозні результати та витрати в рамках заходів щодо формування спеціалізованих банківських установ, передбачених Державною цільовою економічною Програмою модернізації ринків капіталу в Україні [15]

Прогнозні результати та витрати	Прогнозні результати та обсяги фінансування, 2008-2012 рр., млн. грн.					
	всього	У тому числі за роками, млн. грн.				
		2008	2009	2010	2011	2012
Прогнозні витрати на впровадження заходів						
Витрати щодо формування статутного капіталу державного інноваційно-інвестиційного банку (за рахунок державного бюджету)	250,0	75,0	50,0	50,0	50,0	25,0
Витрати на дослідження і розробку проектів законів України «Про інвестиційні банки», «Про інвестиційні компанії», «Про венчурні фонди», «Про внесення змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування»	0,4	0,2	0,2			
Прогнозні результати від впровадження заходів						
Сукупні активи інвестиційних банків, інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, на кінець року		100027	180718	339004	740991	1877219

2. Діяльність по фінансуванню інновацій може здійснювати який-небудь вже функціонуючий комерційний банк. Перевагами даного способу є використання готової банківської структури і можливість участі інноваторів у прибутках банку. Що стосується недоліків, то можна припустити, що, швидше за все, фінансування наукових організацій і підприємств-інноваторів через цей банк буде запізнюватися, оскільки йому буде необхідно підтриму-

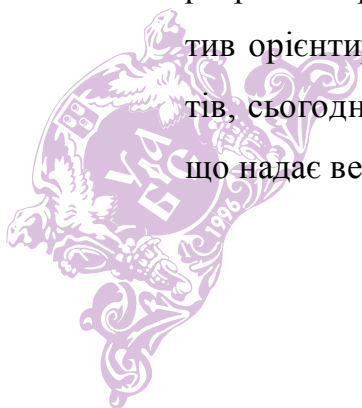


вати обіговість своїх фінансових ресурсів шляхом кредитування не тільки інноваційних заходів, але і вигідних комерційних проектів, надання традиційних посередницьких банківських послуг. Крім того, з урахуванням того, що інноваційні проекти, як правило, характеризуються вкрай високим рівнем ризику і тривалим життєвим циклом, то імовірність виникнення ситуації неплатоспроможності такого банку в умовах відсутності держави в складі його засновників, підвищується. Передача бюджетних асигнувань у комерційну структуру навіть при повному реінвестуванні всього одержуваного прибутку в науку не виключає можливість створення ризикової ситуації і втрати бюджетних коштів.

В роботі [194] зазначається, що в Україні не створено жодного повноцінно функціонуючого інвестиційного банку довгострокового кредитування. Відсутність спеціалізованих банків негативно позначаються на роботі всієї банківської системи, оскільки на комерційні банки перекладаються невластивні їм функції. У відповідності до Закону України «Про банки і банківську діяльність» в нашій країні продекларовано функціонування інвестиційних банків, до яких відносяться банки, більш 50% активів яких є активами одного виду, у даному випадку інвестиційними кредитами та цінними паперами [8], але з огляду на структуру активів банківських установ можна стверджувати, що в Україні цим вимогам не відповідає жоден з банків [375].

В якості спеціалізованих приватних інноваційно-інвестиційних банків себе позиціонують наступні вітчизняні банківські установи:

1. Укрінбанк (у період з 1989 по 1991 рр. здійснював діяльність, спрямовану на розрахунково-касове обслуговування новостворених комерційних структур і кредитування інноваційних проектів (пошук науково-технічних розробок і фінансування їхнього введення у виробництво), після 1991 р. змістив орієнтири у бік обслуговування зовнішньоекономічної діяльності клієнтів, сьогодні позиціонує себе як універсальну кредитно-фінансову установу, що надає весь спектр традиційних і інноваційних послуг [316]).



2. Інпромбанк (інноваційно-промисловий банк, що з 2002 р. є правонаступником АБ «Андріївський», спеціалізується на кредитуванні й фінансуванні інноваційних проектів, сприянні широкому застосуванню науково-технічних розробок – від проектування до впровадження у виробництво, бере участь у створенні спільних виробництв, насамперед з українськими технопарками й високотехнологічними концернами, орієнтований й на короткострокові, і на довгострокові кредити строком 5-7 років [298]).

3. Акціонерний комерційний інноваційний банк "УкрСиббанк", який, на жаль, попри заявлену в назві «інноваційність» практично не працює в цій сфері, але, в той же час, є загально визнаним лідером в сфері надання послуг інвестиційного банкінгу в Україні. Він спеціалізується на наданні наступних видів послуг: організація випуску та розміщення цінних паперів, здійснення операцій з векселями, торгівля цінними паперами, послуги зберігача цінних паперів, аналітична підтримка клієнтів, займає лідируючі позиції в рейтингах торговців корпоративними й муніципальними облігаціями ПФТС, рейтингах андеррайтерів спеціалізованого агентства Cbonds і ділового щотижневика «Компаньйон», рейтингу зберігачів цінних паперів ПАРД. Серед реалізованих банком проектів варто виділити випуски облігацій ЗАТ «Київстар Дж.Ес.Ем.», ГМА «Бориспіль», ЗАТ «АВК», ЗАТ «Київ-Конті», ЗАТ «Сармат», ВАТ «Азот», Прокредит Банку й Київської, Харківської й Запорізької міських державних адміністрацій [317].

Щодо спеціалізованих інвестиційних банків в Україні, то слід відзначити такі установи, як АБ «Перший інвестиційний банк», комерційний промислово-інвестиційний банк «Промінвестбанк», ВАТ «Акціонерно-комерційний кредитно-інвестиційний банк», АБ «Національні інвестиції» тощо.

За кордоном спроби створення комерційних спеціалізованих інноваційних банків мали місце неодноразово. Зокрема, у Росії такими банками були Менатеп, Інкомбанк, Мосбізнесбанк, Московський індустріальний банк та ін. У Росії створений венчурний фонд, що заснований на кошти великих російських комерційних банків. Однак, незважаючи на те, що дані банки пози-



ціювали себе на фінансовому ринку як спеціалізовані інноваційні фінансово-кредитні установи, насправді частка інвестицій, що направляються цими банками на фінансування інновацій, складала 1-2% [50]. Більшість аналітиків вітчизняного банківського ринку вважають, що спроби створення чисто комерційного інноваційного банку в Україні не дадуть бажаних результатів.

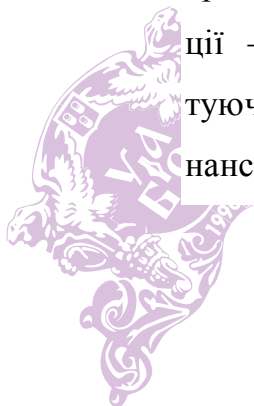
3. Створити спеціалізовану фінансово-кредитну установу, в якій як засновники візьмуть участь наукові й інноваційні організації. Цей варіант дозволяє забезпечити повний контроль за діяльністю банку, орієнтацію його діяльності на інвестування в інноваційну сферу (незважаючи на зниження прибутковості порівняно з іншими банками). При цьому весь прибуток залишається в розпорядженні наукових і інноваційних організацій, у тому числі і у спеціалізованому банку, як суб'єкті конкретного інноваційного процесу. Крім того, досить цікавим може стати створення акціонерного інноваційного банку за умови, що контрольний пакет акцій належить установам науки й інноваційним організаціям.

4. Створити спеціалізовану фінансово-кредитну установу, в якій як засновники візьмуть участь як держава, так і приватні інвестори. Прикладом такого банку в Україні є УБРР – *Український банк реконструкції і розвитку*, який був створений відповідно до Постанови Кабінету Міністрів України №655 від 5 травня 2003 р. Він зареєстрований Національним банком України 19 березня 2004 року як акціонерне товариство закритого типу (реєстраційний номер №292) [383], тобто він не має статусу державного банку, оскільки частка держави не складає 100%.

Даний банк було створено у формі акціонерного банку першого порядку, за ініціативою і силами Української державної інноваційної компанії (УДІК), яка є утримувачем контрольного пакету його акцій (99,99%) та віднесена до сфери управління Державного агентства України з інвестицій та інновацій. Проте УДІК лише на першому етапі формування УБРР володіла такою кількістю його акцій, сьогодні у складі його акціонерів є цілий ряд недержавних вітчизняних і іноземних інвесторів, розпочато відкритий продаж



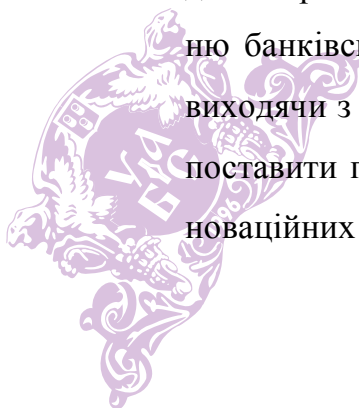
його акцій [342]. У 2004 р. УДІК заявляла про плани щодо продажу 49% акцій УБРР іноземному інвестору, але ця ідея так і не була реалізована. В 2007 р. переговори щодо придбання контрольного пакету УБРР вела малазійська фінансова група Hong Leong, яка має намір прийняти участь у фінансуванні інноваційних та інфраструктурних проектів (в сфері будівництва та транспорту) в Київській області. Також в 2007 р. Укрексімбанк заявив про свої наміри увійти до капіталу УБРР шляхом прийняття участі у додатковій емісії (50% акцій + 1 акція) з метою отримання контролю над ним [180]. Коментуючи ці наміри, співробітники Міністерства економіки України зазначають, що, на жаль, сьогодні в Україні державні фінансові структури формуються „під конкретних осіб”, тому цей процес не є прозорим і не дає можливості учасникам ринку впливати на нього. Сприяння розвитку та підтримка експорту – це різні функції, які передбачають різні форми формування капіталу та роботи на ринку. УБРР повинен фінансувати нові проекти, а експортно-імпортний банк – підтримувати експортні можливості існуючих підприємств. Об'єднання цих функцій в одному банку призведе до конфлікту державних інтересів. Крім того, УБРР сформовано як звичайний комерційний банк (до його складу входять фізичні особи – В.Рижов, М.Стеблинський, І Марголіч, що мають по три акції – 0,00185% капіталу). Виходячи з цього, така реструктуризація не дасть йому можливості виконувати спеціальні функції: акумулювати кошти на кредитування проектів розвитку економічної інфраструктури. Цільова є емісія акцій банку здійснюється виключно для УДІК. На думку експертів ЄБРР, якщо б цей банк був створений цілком як державна кредитна установа, то він виявився б неієздатним та дуже швидко припинив би свою діяльність [154]. На жаль, проти створення банку реконструкції як кредитного банку першого рівня виступили міжнародні фінансові організації – МВФ і Світовий банк, оскільки існує думка, що західні банки, інвестуючи в УБРР, витіснять ці фінансово-кредитні установи з вітчизняного фінансового ринку [201, 402].



УБРР має спеціалізацію інвестиційно-промислового банку, основними завданнями якого є забезпечення фінансової підтримки інновацій в їх просуванні на ринки, бюджетне кредитування інноваційних заходів, надання суб'єктам інноваційної діяльності недорогих і, найголовніше, – великих ресурсів. В уставі УБРР зазначено, що його місія полягає в створенні сприятливих умов для розвитку економіки України через сприяння розвитку інноваційної та інвестиційної діяльності і підтримку вітчизняного товаровиробника, дотримуючись при цьому оптимального балансу інтересів клієнтів, акціонерів та самого банку. УБРР створений з метою надання кредитних ресурсів фізичним та юридичним особам під фінансування та впровадження наукових розробок Українською державною інноваційною компанією, що є його засновником. Вітчизняні аналітики стверджують, що якщо банк виправдає покладені на нього надії, то в країні з'явиться ще один монополіст: УБРР разом з УДІК будуть найбільш вагомими гравцями на ринку інноваційного кредитування, оскільки витримати конкуренцію з державним гігантом, що оперує дешевими та «довгими» коштами, дуже складно.

Передбачається, що кошти УДІК, отримані від повернення кредитів, будуть розподілятися наступним чином: 30% – на фінансування розробки інноваційних проектів, 70% – на придбання акцій УБРР, що випущені в рамках цільової емісії (їх вартість УБРР та УДІК визначають щоквартально). Для здійснення своєї діяльності УБРР залучає переважно ресурси іноземних банків, однак, як і будь-який інший банк, використовує й кредитні кошти НБУ.

План роботи цього банку чітко сформований на період з 2004 р. по 2009 р., причому, якщо у 2004 р. статутний капітал цього банку становив 200 млн. грн., то до кінця 2009 р. його планується збільшити до 500 млн. грн. У довгостроковій перспективі (за 15 років) УБРР має перетворитися на могутню банківську структуру з капіталом близько 1 млрд. дол. США. Нажаль, виходячи з таких розмірів статутного капіталу досліджуваного банку, можна поставити під сумнів його здатність до фінансування великомасштабних інноваційних заходів в економіці, адже, згідно з нормативами НБУ, максима-



льний розмір кредиту в одні руки при розмірі статутного фонду в 200 млн. грн. станове лише 50 млн. грн. Розуміючи це, НБУ, тим не менш, не надає УБРР будь-яких поступок щодо зміни нормативів. УБРР позиціонується як невеликий банк, станом на 01.10.2006 р. його активи склали 51,3 млн. грн. Збільшення капіталізації банку планується здійснювати тільки за рахунок коштів УДК, без використання бюджетних коштів (єдине виключення – викуп Фондом державного майна України цільової емісії УБРР).

На жаль, останнім часом в УБРР виник цілий ряд проблем. Так, наприклад, в 2007 р. Фонд гарантування вкладів фізичних осіб перевів УБРР в категорію тимчасових учасників, а НБУ в кінці 2006 р. заборонив цьому банку приймати вклади від фізичних та юридичних осіб у зв'язку з невиконанням вимог НБУ щодо ліквідності [150].

Серед вітчизняних експертів існує думка, що УБРР повинен змінити існуючу схему свого функціонування, тобто діяти як банк першого порядку – видавати кредити позичальникам не прямо, а шляхом відкриття кредитних ліній під інноваційні проекти уповноваженим (відібраним за певними критеріями) комерційним банкам. Вважається, що в такому випадку частину ризиків УБРР буде перекладено на діючі банки, збережеться конкуренція і не буде безпосереднього контакту держави та бізнесу (саме за таким принципом ЄБРР кредитує малий і середній бізнес) [194].

На нашу думку, з огляду на сучасне положення банків: відсутність достатніх фінансових ресурсів для проведення операцій кредитування інноваційної діяльності, наявність більш вигідних альтернативних сфер інвестування (короткострокові кредити, «короткі» гроші, валютні операції і т.д.), реальним кроком по удосконаленню фінансово-кредитного механізму забезпечення переходу України на інноваційний шлях розвитку можна вважати підвищення ефективності функціонування саме цього банку. За свідченням провідних вітчизняних дослідників, джерелами коштів для УБРР можуть бути: частина бюджетних видатків, емісійні та кредитні кошти НБУ, частина коштів від реалізації державних цінних паперів, частина коштів, одержаних від при-



ватизації державного майна, частина вільних коштів комерційних банків (при умові наявності надлишкової ліквідності на ринку міжбанківського кредитування) у вигляді купівлі або участі в розміщенні серед своїх клієнтів довгострокових боргових цінних паперів, емітованих УБРР [339].

Зважаючи на значну частку держави у капіталі УБРР, надійність його фінансових інструментів практично не буде поступатися довгостроковим державним цінним паперам, але завдяки впровадженню їх постійного двостороннього біржового котирування, наприклад, через інститут маркет-мейкерів на ПФТС, цінні папери з фіксованою дохідністю УБРР будуть користуватися значно більшим попитом серед широкого кола інвесторів (як банків, так і небанківських установ). Банки при цьому можуть використовувати облігації УБРР як ліквідну заставу при здійсненні операцій рефінансування зі сторони НБУ поряд з державними та ПДВ-облігаціями [195]. Крім того, одним з нових напрямків діяльності УБРР може бути залучення в державний сектор приватних інвестицій шляхом розміщення гібридних фінансових інструментів державних підприємств, наприклад, деяких специфічних видів корпоративних облігацій, ще розповсюджених сьогодні на вітчизняному ринку цінних паперів, облігацій з правом голосу, конвертованих облігацій та облігацій зі змінним відсотком [231,232].

Але для налагодження ефективної роботи УБРР слід вирішити цілу низку проблем, в тому числі, здійснити реформу банківської системи, яка б передбачала наявність крім універсальних, також і спеціалізованих банків, що вимагає не тільки зміни відповідного законодавства, а й диференціацію підходів НБУ до банківського нагляду, оскільки «вузька» банківська спеціалізація передбачає більші ризики, ніж в універсальних комерційних банках. Крім того, функції УБРР не повинні дублювати функції іншої державної банківської установи – Ощадбанку, тобто мова повинна йти про розробку оптимальної схеми їх взаємодії, наприклад, Ощадбанк може залучати кошти, які через УБРР потім вкладаються в перспективні високотехнологічні галузі, причому за користування залученими коштами УБРР платить Ощадбанку таку проце-

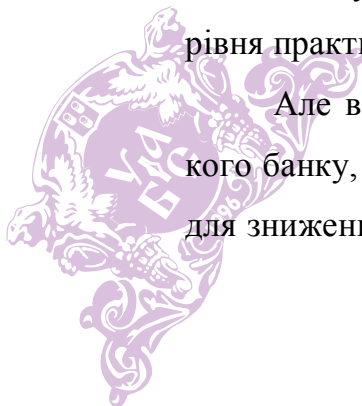


нтну ставку, яка дасть змогу останньому бути конкурентоспроможним на ринку депозитів. УБРР міг би продавати пули своїх кредитів шляхом емісії цінних паперів, які повинна гарантувати держава. Таким чином, могла б бути створена надійна, постійно діюча система залучення грошових ресурсів в економіку [205].

Ініціатором створення іншого банку – **Українського банку сприяння розвитку (УБСР)** – є Національний банк України, Кабінет Міністрів України та німецька банківська група KfW. Його статутний капітал складе близько 20 млн. євро. Цей банк має бути створений на основі Німецько-українського фонду, що дозволить заощадити кошти державного бюджету. Цікавим є той факт, що цей фонд є «віртуальною» структурою, працівників у ньому взагалі немає, а безпосередньо рішення про управління його коштами приймає сам НБУ, точніше група управління проектами міжнародних кредитних ліній Нацбанку. Проте визначати стратегію Німецько-українського фонду НБУ сам не може, оскільки цей фонд створюється спільно з німецькою Кредитною установою з відновлення (KfW).

Планується, що УБСР стане кредитором останньої інстанції для банків, які просувають програми мікрокредитування, візьме на себе частину функцій зі стимулювання мікрокредитування, які досі в Україні виконували ЄБРР і НУФ, прийме участь у компенсації відсоткових ставок і надання гарантій суб'єктам малого і середнього бізнесу. УБСР міг би щороку направляти на рефінансування таких кредитів до 40 млн. грн. для того, щоб ставка за гривневими кредитами для кінцевих позичальників не перевищувала 15-17%. Цей банк сприймається громадськістю як спроба формування держбанку другого рівня, завдяки якому вдасться знизити вартість банківських кредитів для малого бізнесу. Зниження вартості мікрокредитів за допомогою установ другого рівня практикується в багатьох країнах.

Але вітчизняні банкіри неоднозначно сприймають ідею створення такого банку, зазначаючи, що, з одного боку, рефінансування банків необхідне для зниження вартості кредитів для клієнтів, а з другого – ринок є досить са-



морегульованим, виходячи з чого банки можуть прийти до зниження ставок і за рахунок конкуренції, яка вже зараз змушує їх спрощувати процедури і вимогу до застав. Гарантії держави і компенсація ставок не завжди дають позитивний ефект. Якщо у позичальника немає особистої зацікавленості у погашенні кредиту виходячи з наявності поручительства, може постраждати якість обслуговування кредиту. Дискусійною є і ефективність компенсації ставок, оскільки банкірам буде складно пропонувати ринкові ставки клієнтам, які звикли до такої компенсації. Не можна стверджувати, що банкам при цьому вдасться залучити більше клієнтів, оскільки сьогодні набагато важливіші оперативність, якість обслуговування та довіра до банку.

Український банк сприяння розвитку, на відміну від УБРР, може бути організовано лише у разі прийняття парламентом відповідного закону, в розробці якого мають брати участь фахівці з KfW. Крім того, передбачено надання йому на певний період пільг щодо оподаткування прибутку банку, який планується спрямовувати на збільшення капіталу УБСР. На відміну від Українського банку реконструкції і розвитку, даний банк планується як банк другого рівня, який не кредитує економіку безпосередньо, а працює через уповноважені банки. Його завданням є обслуговування бюджетного дефіциту, виходячи з чого він не є акціонерним та прибутковим.

Для порівняння відзначимо, що в Росії банк розвитку створений ще в 1999 р., причому, на відміну від України, 100% його акцій належать державі в особі Російського фонду федерального майна. Основний напрям діяльності банку складає довгострокове кредитування реального сектора економіки. Метою діяльності Російського банку розвитку уряд Російської Федерації визначає як практичне сприяння реалізації державної інвестиційної політики шляхом кредитування реального сектора економіки в пріоритетних сферах, визначених урядом Російської Федерації. Пріоритетними вважаються інноваційні проекти, фінансування імпортозаміщуючих галузей промисловості, фінансування модернізації основних фондів підприємств. Слід



зауважити, що на сьогодні цей банк входить в «двадцятку» найбільших банків Росії [357, 236].

Схематично розглянуті вище організаційні форми утворення спеціалізованих інвестиційно-інноваційних банків представлені на рис. 5.4.

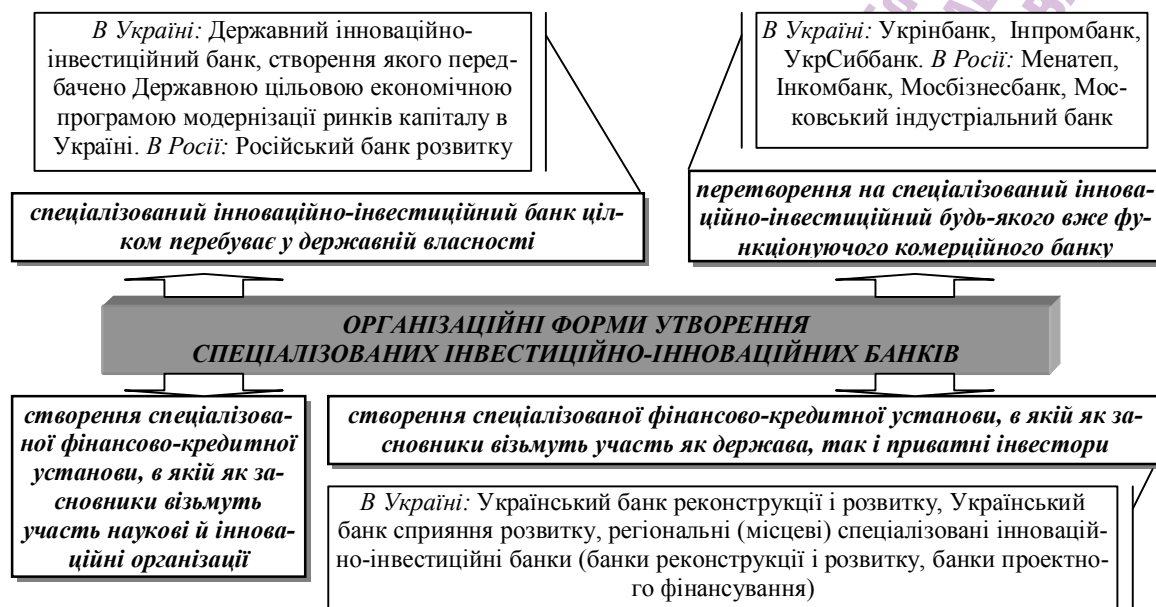


Рис. 5.4. Організаційні форми утворення спеціалізованих інвестиційно-інноваційних банків

Підводячи підсумок, зазначимо, що розглянуті вище спеціалізовані інноваційно-інвестиційні банки, на нашу думку, *мають скласти інституціональну основу ринку інноваційного інвестування*. Відносна обмеженість власних коштів спонукає такі банки під час реалізації великих інноваційних проектів утворювати синдикати та консорціуми банків, а також приймати участь в інших інтеграційних об'єднаннях на досліджуваному ринку, про що буде йти мова в наступному підрозділі дисертаційного дослідження.

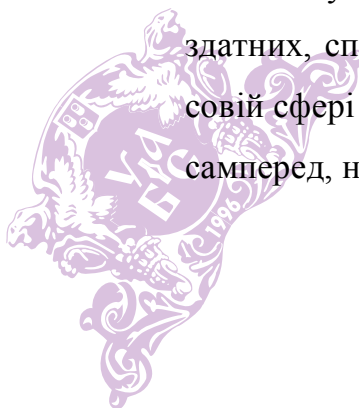


5.2. Участь банківських установ в інтеграційних процесах на ринку інноваційного інвестування

5.2.1. Методологічне забезпечення участі банків в інтеграційних об'єднаннях на ринку інноваційного інвестування

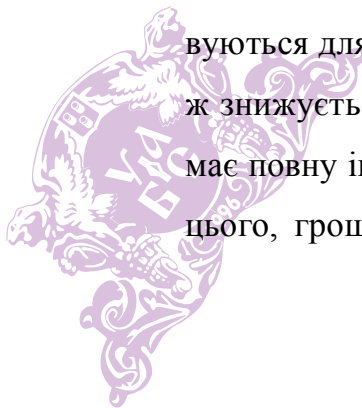
Сучасний світ існує в епоху глобалізації. В умовах глобалізації одночасно з розвитком та зростанням впливу корпоративного сектору економіки змінюється зміст та форми організації роботи банків. Причому, як зазначається провідними фахівцями [149, 224, 225], в сучасній структурі економічних систем відбуваються глибокі зміни, провідними ланками стають науковий, фінансовий та інформаційних комплекси при одночасному зниженні ролі виробничого сектору. Сьогодні все частіше центром корпоративних форм науково-фінансово-промислового капіталу стають банки або групи банків.

Як вже зазначалося в підрозділі 4.1 даного дисертаційного дослідження, на об'ємне й великомасштабне інвестування в інноваційну діяльність здатні далеко не всі банки. Малі й середні банки не в змозі відволікати великі кошти на тривалі строки для реалізації великих інноваційних проєктів. Крім того, більшість банків не можуть взяти на себе значні ризики, які характерні для підтримки інвестиційної активності підприємств інноваційного сектора економіки. Необхідність виживання в сучасних складних економічних умовах, забезпечення й підтримки конкурентоспроможності на ринках банківських послуг спонукує банки до *створення інтеграційних структур* при збереженні своєї юридичної й господарської самостійності. Таким чином, особливої актуальності сьогодні набуває питання, як сполучити збереження дієздатних, спеціалізованих, гнучких, оперативно реагуючих на зміни у фінансовій сфері й в економіці в цілому, малих і середніх банків з орієнтацією, насамперед, на реальний сектор економіки.



Розглядаючи *особливості функціонування ринку інноваційного інвестування* в сучасних умовах, слід зазначити, що, на нашу думку, інтеграція є одним з факторів, що здійснює найістотніший вплив на нього. Інтеграційні процеси на ринку інноваційного інвестування призводять до підвищення інвестиційної активності учасників інтеграційних структур, а також забезпечують економію на інвестиціях, що є проявом ефекту інвестиційної синергії. Інтеграційні структури на досліджуваному ринку, порівняно з малим та середнім бізнесом, мають значно більші можливості щодо освоєння високотехнологічної продукції, реалізації великомасштабних проєктів за рахунок концентрації виробництва, науки та фінансових ресурсів.

Світова практика формування інтеграційних об'єднань свідчить, що в кожному конкретному випадку безпосередні мотиви інтеграції фінансового (банківського) та промислового капіталів та формування єдиної об'єднаної структури є різними. Однак в сфері фінансового забезпечення інноваційної діяльності загальна сутнісна причина полягає в тому, що таке утворення являє собою найбільш простий спосіб концентрації інвестиційного потенціалу та ефективний метод залучення інвестиційних ресурсів як реакція на об'єктивно значні інвестиційні потреби інноваційного підприємництва. Основні мотиви участі банківських установ у формуванні інтеграційних об'єднань на ринку інноваційного інвестування представлені на рис. 5.5. Завдяки входженню кредитно-фінансових інститутів у інтеграційні об'єднання досягаються стратегічні вигоди, пов'язані в першу чергу з підвищенням мобільності розвитку й реалізації технологічного потенціалу всієї групи. Володіючи частиною капіталу клієнта – члена інтеграційного об'єднання, банк більш, ніж звичайно, зацікавлений у фінансовому процвітанні партнерів, оскільки їхні гроші, залишаючись в об'єднанні, “подовжуються”, використовуються для прямого кредитування інноваційних проєктів. Для банку до того ж знижується ризик інвестиційних вкладень, тому що в цьому випадку банк має повну інформацію щодо фінансового становища членів об'єднання. Крім цього, грошові потоки при здійсненні кредитних і інвестиційних операцій



проходять через банк, тобто не виходять із коррахунків, а міняють тільки своє внутрішнє бухгалтерське місце розташування. Швидкість технологічного відновлення виробництва, темпи нарощування випуску конкурентоспроможної інноваційної продукції багато в чому залежать від того, наскільки інвестиційні можливості корпорації перевищують обсяги фінансування.

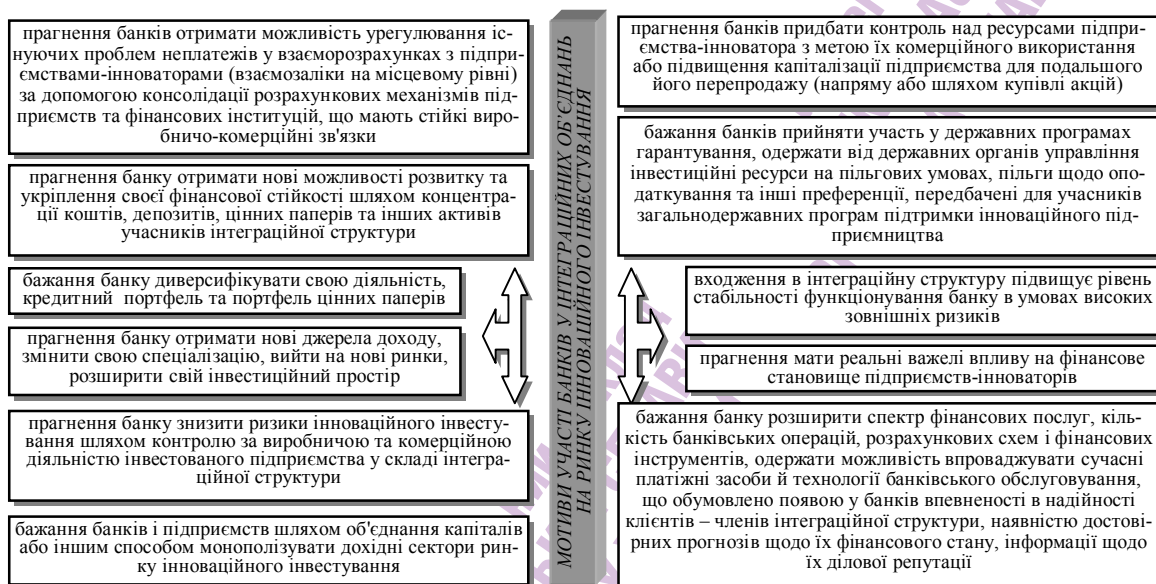


Рис. 5.5. Основні мотиви участі банківських установ у формуванні інтеграційних об'єднань на ринку інноваційного інвестування (власна розробка)

Конкретні схеми роботи банку в складі інтеграційного об'єднання диктуються реальними економічними умовами його функціонування, схемою побудови, його організаційною структурою, кількістю вхідних у нього підприємств і їхньою спеціалізацією, масштабами необхідної роботи з концентрації основних грошових потоків, їхньої координації, пріоритетами здійснення інвестицій з акумульованих банками джерел, потребами в трасті, також здійснюваному переважно банками, і багатьма іншими факторами. Приймаючи рішення про участь в інтеграційних об'єднаннях на ринку інноваційного інвестування, банки повинні бути впевнені в дотриманні цілого ряду умов, основні з яких продемонстровані на рис. 5.6.

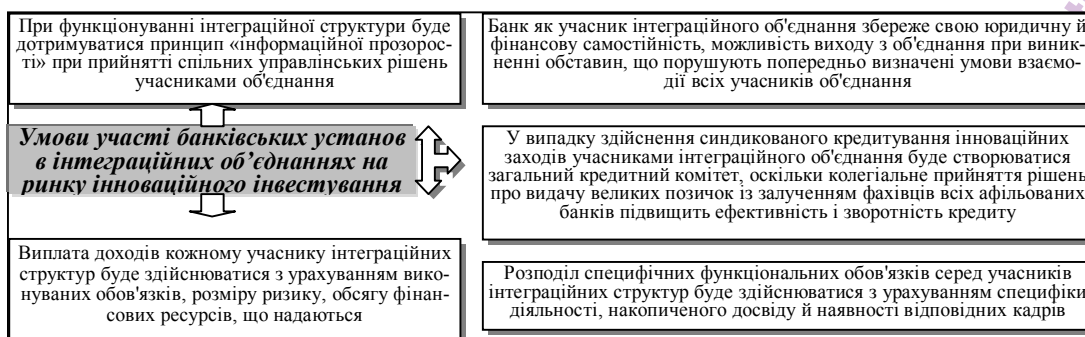


Рис. 5.6. Умови участі банківських установ в інтеграційних об'єднаннях на ринку інноваційного інвестування

Участь в інтеграційних об'єднаннях на досліджуваному ринку надає банківським установам цілий ряд переваг, основні з яких представлені на рис. 5.7.

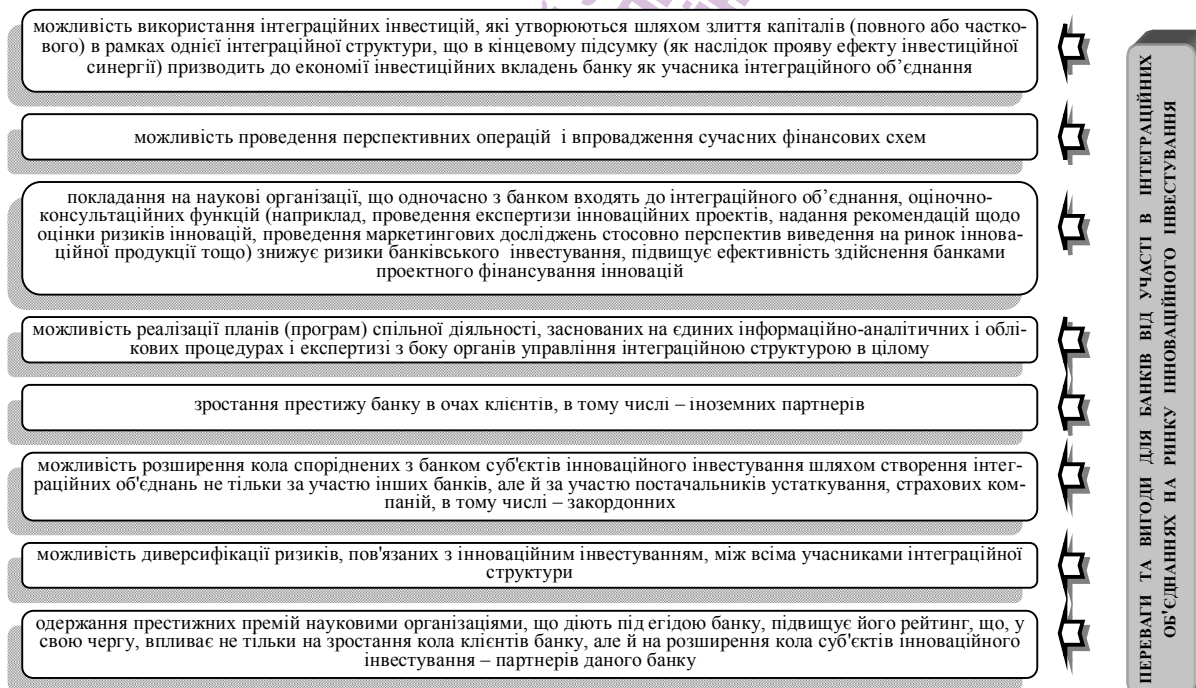


Рис. 5.7. Вигоди для банків від участі в інтеграційних об'єднаннях на ринку інноваційного інвестування (власна розробка)



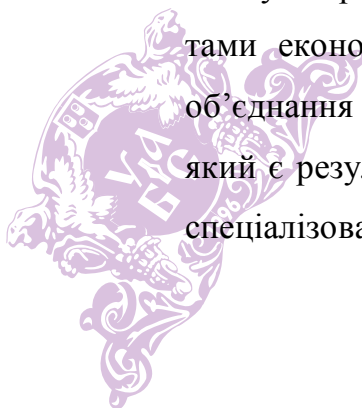
Проведене нами дослідження дозволяє виділити цілий ряд форм інтеграції банківських установ з іншими суб'єктами ринку інноваційного інвестування, які схематично представлені на рис 5.8.

Розглянемо детальніше кожну з них.

На нашу думку, *вертикальна інтеграція* може бути здійснена:

– *за ініціативи банку* – як об'єднання банку з інноваційно-активними промисловими підприємствами, пов'язаними з ним умовами довгострокового й стійкого співробітництва й вбудованими в певні виробничо-комерційні ланцюжки, що опосередковують єдиний життєвий цикл інновації для збереження його відтворювальної структури, забезпечення оборотними коштами й інвестиціями. Така інтеграція дозволяє підвищити гарантію своєчасного повернення інноваційних кредитів, забезпечити більше високий рівень прибутковості підприємств-інноваторів, збільшити мобільність фінансових ресурсів [297]. Вона дозволяє знизити витрати (за рахунок спільного проведення НДДКР, об'єднання маркетингових, консультаційно-юридичних і інших служб), мінімізувати транзакційні витрати на ринку інноваційного інвестування, поліпшити систему управління, забезпечити координацію зусиль по просуванню інновації на ринок і її тиражуванню. Найчастіше такі інтеграційні об'єднання формуються за галузевою ознакою, тобто об'єднуються підприємства і спеціалізовані банки однієї галузевої спрямованості, однак універсальні банки також можна розглядати як потенційних учасників таких об'єднань. Для банків така форма інтеграції є вкрай сприятливою для реалізації схем проектного фінансування інновацій;

– *за ініціативи підприємств*, пов'язаних вищевказаним образом, які спільно створюють банк (так званий «кишеньковий»), що обслуговує в основному потреби єдиного відтворювального циклу і взаємодіє з іншими суб'єктами економіки винятково як з ресурсними донорами. Такі інтеграційні об'єднання також, як правило, створюються в рамках однієї галузі, а банк, який є результатом такої інтеграції, з часом може перетворитися в галузеву спеціалізовану фінансово-кредитну установу.



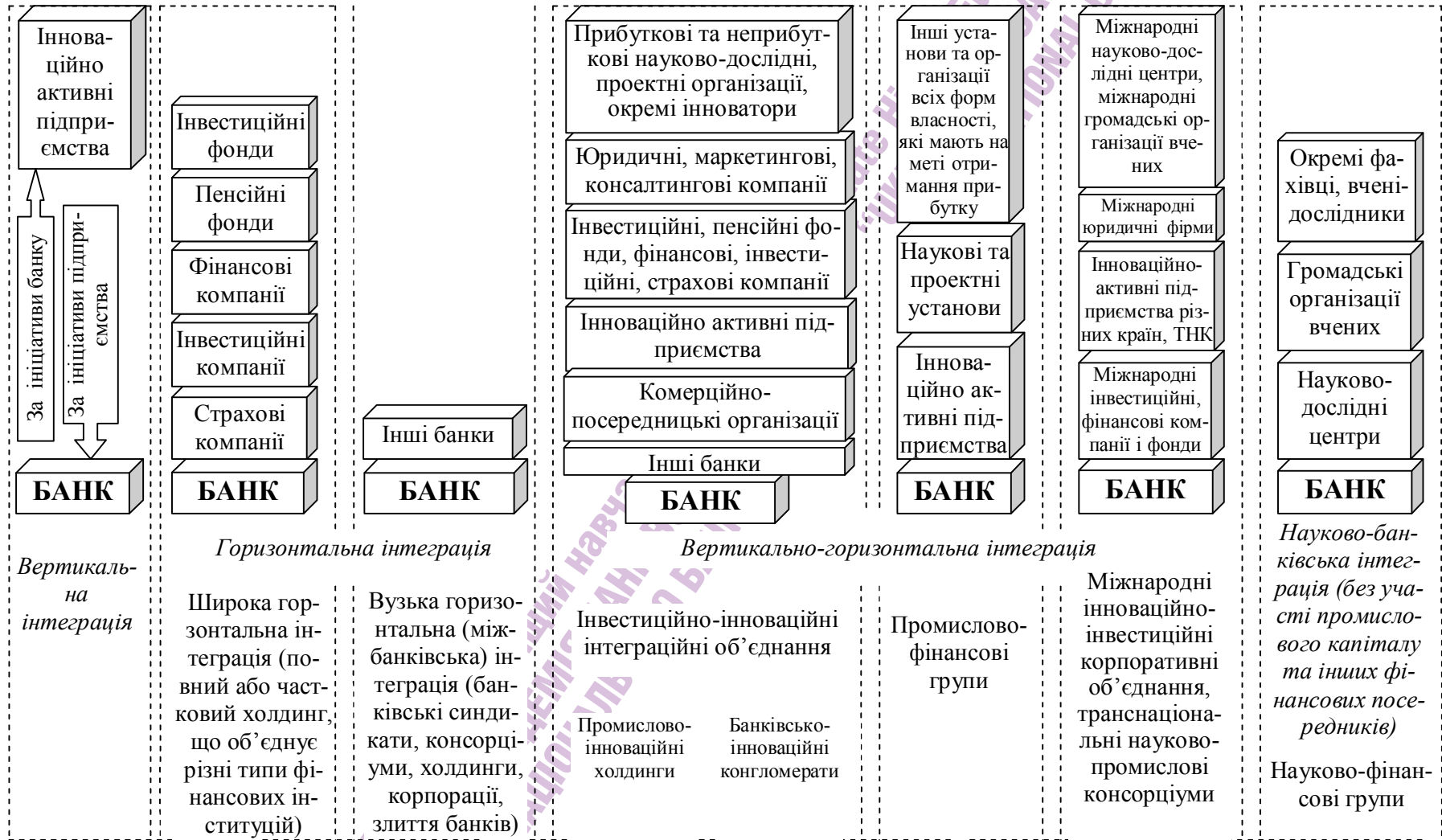


Рис. 5.8. Форми інтеграції банківських установ з іншими суб'єктами ринку інноваційного інвестування

(власна розробка)



Горизонтальну інтеграцію банківських установ на ринку інноваційного інвестування ми пропонуємо розглядати у двох площинах:

- *в широкому розумінні, тобто як інтеграцію банків з всіма іншими видами фінансових інституцій, що виконують роль посередників досліджуваного ринку;*
- *в вузькому розумінні, тобто як інтеграцію банківських установ між собою.*

Перший з виділених типів горизонтальної інтеграції передбачає об'єднання фінансових інституцій як господарюючих суб'єктів різної виробничої орієнтації (банків, страхових, інвестиційних і фінансових компаній, пенсійних, інвестиційних і інших фондів) у повний або частковий холдинг, яке здійснюється на основі злиття капіталів, розподілу ризиків і обов'язків серед учасників інтеграційної структури з метою організації спільної діяльності на ринку інноваційного інвестування, здійснення інвестиційних заходів і проведення складних фінансових схем на підставі об'єднаних (інтеграційних) інвестицій [371, 270]. Така форма інтеграції необхідна для створення ефективної системи перерозподілу мобільних фінансових ресурсів внаслідок нерівномірності розвитку ринку інноваційного інвестування. Кредитно-фінансові структури, що входять до складу такого інтеграційного об'єднання, як правило, обслуговують клієнтів неоднакової виробничої орієнтації.

Міжбанківська інтеграція (інтеграція банків між собою) як специфічний тип горизонтальної інтеграції повинна здійснюватися при збереженні їх юридичної й господарської самостійності для спільного здійснення операцій на ринку інноваційного інвестування, синдикованого кредитування великомасштабних інноваційних проектів без погрози для ліквідності банку, з метою об'єднання грошових ресурсів, взаємного консультування й спільного використання одержуваної з різних джерел інформації про кон'юнктуру даного ринку. Найчастіше така інтеграція відбувається при бажанні двох або більшої кількості банків об'єднати свої зусилля для заняття більш широкої ніші на даному ринку й, відповідно, у рейтингу кредитних організацій, або



при бажанні могутнішого й стійкого комерційного банку використовувати можливості (клієнтів, кадри, методичні й практичні доробки й технології, приміщення тощо) іншого банку, що потрапив по тим або іншим причинам у скрутне економічне становище. Така форма міжбанківської інтеграції дозволяє вирішити цілий ряд актуальних як для самих банків, так і для їх клієнтів проблем, основні з яких наведені на рис. 5.9.

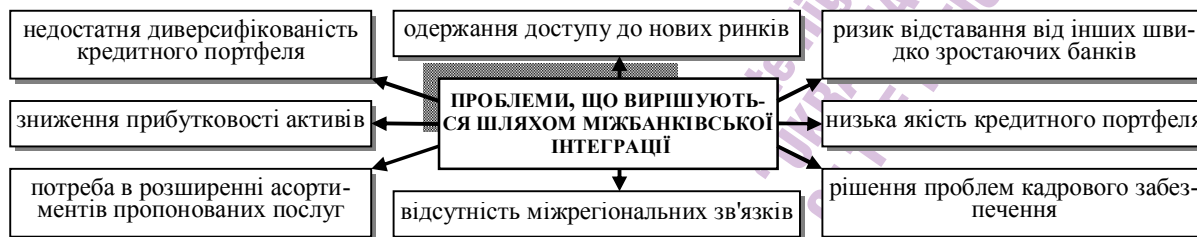


Рис. 5.9. Проблеми, що вирішуються шляхом міжбанківської інтеграції (складено на основі [340, 228, 292])

Така форма інтеграції банків на ринку інноваційного інвестування дозволяє найбільш ефективно реалізовувати схеми проектного фінансування або кредитування великомасштабних інноваційних проектів.

Змішаний тип інтеграційних процесів на ринку інноваційного інвестування, який передбачає формування інноваційно-інвестиційних корпоративних об'єднань, ми пропонуємо вважати *вертикально-горизонтальним*, оскільки в цьому випадку мова йде про об'єднання банків з інноваційними підприємствами (ознаки вертикальної інтеграції), а також з цілим рядом інституцій, що надають фінансові послуги на досліджуваному ринку: страховими, інвестиційними, лізинговими, факторинговими компаніями тощо (ознаки горизонтальної інтеграції). *На нашу думку, цей тип інтеграції слід досліджувати у трьох площинах:*

- *формування промислово-фінансових груп;*
- *формування транснаціональних науково-промислових консорціумів;*



- *формування вітчизняних або міжнародних інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань (авторська розробка, буде розглянуто окремо в даному підрозділі дисертаційного дослідження).*

Слід зазначити, що ми не поділяємо думку окремих дослідників, що *промислово-фінансова група* не є самостійною формою інтеграційного об'єднання, а представляє собою різновид вертикальної інтеграції. Ми вважаємо, що наявність крім промислових підприємств також цілого ряду самостійних фінансових, консалтингових, наукових та юридичних компаній в структурі ПФГ, а також чіткі правила її формування, регламентовані відповідним законодавством, надають ПФГ істотну специфіку, що обумовлює необхідність її виокремлення.

Як вже зазначалося вище, участь банківських установ в інтеграційних об'єднаннях змішаного типу на ринку інноваційного інвестування можна розглядати, не лише в межах національної економіки, але й в міжнародному масштабі. В цьому випадку мова йде про *участь банків у функціонуванні міжнародних інвестиційних корпоративних об'єднань*, у яких розробляються, як правило, специфічні інновації в сфері фундаментальних і прикладних наукових досліджень, а кругообіг інвестиційних коштів істотно відрізняється від класичних кредитних відносин. Найчастіше такі об'єднання позиціонують себе як благодійні фонди – свого роду транснаціональні наукові консорціуми, що поєднують у своєму складі інвестиційні компанії, фінансово-промислові групи, банки і юридичні фірми, а в ролі науково-дослідних центрів виступають інститути, технопарки, окремі приватні підприємства й громадські організації вчених. Основні етапи здійснення фінансових механізмів функціонування транснаціональних наукових консорціумів схематично відображені на рис. 5.10.

Науково-банківська інтеграція на ринку інноваційного інвестування суттєво відрізняється від попередніх форм, оскільки взагалі не передбачає участі ані промислового капіталу, ані інших фінансових посередників. В цьому випадку мова йде виключно про співпрацю банківських установ з нау-



ково-дослідними організаціями *у формі створення асоціацій, союзів, науково-фінансових груп* тощо. Цей тип інтеграції передбачає об'єднання в одній організаційній структурі фахівців у сфері фінансових послуг, менеджменту наукових проектів і вчених-дослідників без участі промислового капіталу. На нашу думку, у цьому випадку банки можуть надавати інвестиційну підтримку науковим організаціям на вигідних партнерських умовах без глибокого втручання в хід наукових досліджень, використовуючи як кредитне забезпечення такі низьколіквідні на внутрішніх фондових ринках застави, як інтелектуальна власність на наукові продукти дослідницьких проектів, у тому числі фундаментальної спрямованості. Приклад створення таких інтеграційних структур є в Росії: в Ярославлі створено наукове підприємство «Науково-дослідний інститут інноваційного розвитку та інвестицій», засновником якого є ТОВ КБ «Севергазбанк». Якщо практика такої взаємодії виявиться ефективною, то доцільним представляється створення зазначених структур на галузевому й регіональному рівнях.



Рис. 5.10 Основні етапи фінансування транснаціональних наукових консорціумів

Формування науково-банківських інтеграційних структур може здійснюватися в три етапи. Перший етап інтеграції може являти собою кооперацію на договірних засадах. На другому етапі представляється раціональним створення науково-фінансових груп (НФГ), що включають наукові, проектно-конструкторські організації, банки й інші фінансові структури. НФГ по-

винні мати можливість використовувати всі переваги, передбачені законодавством, що регулює діяльність промислово-фінансових груп, а також пільги, пов'язані з інноваційною діяльністю. Створення НФГ дозволить здійснювати реальну координацію й інтеграцію наукових організацій НФГ із промисловими підприємствами, що є клієнтами банків групи, забезпечуючи НДІ замовленнями від промисловості й збут науково-технічної продукції інститутів у виробничому секторі. На третьому етапі окремі науково-фінансові групи і їхні галузеві об'єднання можуть вступати у взаємодію з великим інноваційно-інвестиційним банком, що стане асоційованим членом ряду НФГ. Подібна модель дозволить залучити в науку недержавні вітчизняні й закордонні інвестиції й стане новим ефективним інструментом проведення державної наукової політики.

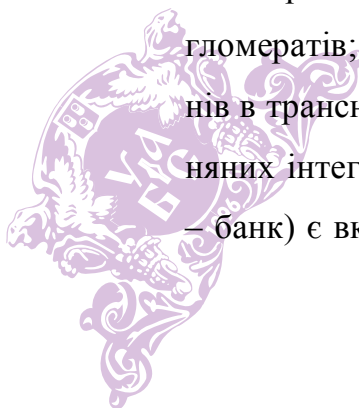
Пошук раціональних форм і методів інтеграції банківського капіталу на ринку інноваційного інвестування являє собою серйозне науково-методичне й практичне завдання. Так, наприклад, використовуючи широку горизонтальну та міжбанківську інтеграцію, можна частково зменшити умовно-постійні витрати, знизити операційні та інші змінні витрати, особливо – інформаційні, наприклад, при спільному освоєнні нових інформаційних і фінансових технологій, розробці й здійсненню складних фінансових схем. Банки, об'єднавши деякі свої служби, провівши часткову спеціалізацію операційної діяльності й раціоналізацію використання основних фондів, мають можливість помітно знизити орендні та транспортні витрати, витрати на охорону тощо. Інтеграція банків між собою, а також з іншими фінансовими структурами дозволяє підвищити ефективність роботи на фінансових ринках, збільшити прибутковість на ринках зобов'язань, корпоративних цінних паперів за рахунок об'єднання фінансових ресурсів, взаємного консультування й спільного використання одержуваної з різних джерел інформації про стан фінансових ринків.



5.2.2. Розвиток інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань в Україні

За свідченням більшості провідних фахівців, загальна проблема низької капіталізації вітчизняної банківської системи, а також структура пасивів більшості банків, в яких переважають короткострокові ресурси, не дозволяють повноцінно забезпечувати потреби інноваційної сфери в значних фінансових ресурсах. Але навіть при наявності достатнього капіталу один банк не може проінвестувати великомасштабний та довгостроковий інноваційний проект виходячи з існуючих внутрішніх обмежень (лімітів) та регламентуючих нормативів Національного банку, які визначають максимальний ризик на одного позичальника або групу пов'язаних позичальників в розмірі 25% від регулятивного капіталу банку (для ощадних банків цей ліміт ще менше – максимум 20%, іпотечні банки мають можливість видавати своїм клієнтам кредити, розміри яких перевищують 5% регулятивного капіталу банку, а інсайдери (пов'язані особи) такого банку не мають права на одержання позики, що перевищує 2% регулятивного капіталу банку). На нашу думку, напрямками рішення цієї проблеми є: об'єднання банків між собою в синдикати для надання кредитів великим позичальникам (без об'єднання юридичних осіб), консолідація (злиття) банків, об'єднання банків з іншими суб'єктами підприємництва в холдингові структури. Так чи інакше, мова йде про формування інтеграційних структур на ринку інноваційного інвестування.

Розвиток інтеграційних процесів в Україні можна умовно поділити на три етапи: перший (1990 – 1995 рр.) – формування інтеграційних структур в часи приватизації; другий (1995 – 2000 рр.) – період реструктуризації конгломератів; третій (з 2000 р. і до сьогодні) – трансформація великих концернів в транснаціональні та міжнародні корпорації. Нажаль, у більшості вітчизняних інтеграційних структур внутрішній фінансовий інститут (в тому числі – банк) є вкрай слабким, не грає належної ролі, не здійснює довгострокових



інвестицій та не зацікавлений в реальній діяльності об'єднання. У багатьох інтеграційних структурах частка вкладень фінансово-кредитних установ (банків, інвестиційних і страхових компаній, пенсійних фондів) у консолідовані активи у середньому становить близько 10%. Відповідно до статистичних досліджень, зі 100% банків, що ввійшли на стадії формування до складу вітчизняних промислово-фінансових груп, 5% ще спочатку виявилися слабкими та припинили своє існування відразу ж після реєстрації групи, в 55% банків-учасників ПФГ були відкликані ліцензії, решта банків (40%) є середніми й малими, які ніколи не займалися інвестуванням у промисловість.

Участь банків в будь-яких інтеграційних об'єднаннях в Україні довгий час розглядалась як зручний внутрішньо корпоративний організаційний інструмент реалізації різних схем обналичування грошей. Недосконалість вітчизняної нормативної бази призвела до того, що банки, які входять до складу інтеграційних структур, протягом досить тривалого часу займалися не рішенням інвестиційних проблем, а спекулятивними операціями – спочатку вони спекулювали в сфері приватизації, оскільки величезний потік купівлі-продажу ваучерів ініціювався й підтримувався банками, потім використовуючи різні «тіньові» фінансові схеми, спекулювали на ринку грошових пірамід [337]. Банки як учасники інтеграційних об'єднань частіш за все концентруються на розрахунково-касовому обслуговуванні та кредитуванні підприємств – членів об'єднання, купівлі контрольних пакетів їх акцій.

Характерною особливістю є те, що у вітчизняних інтеграційних об'єднаннях приймають участь або дуже малі, або дуже великі банки. Відсутність середніх банків фахівці пояснюють так: великий банк стає учасником інтеграційної структури лише при умові, що він буде її контролювати (таких об'єднань в світі меншість, однак їх частка в загальному обігу фінансових ресурсів досягає 40%), в той час як більш ніж 95% інтеграційних утворень самі створюють при собі маленький банк, який спеціалізується на обслуговуванні поточної діяльності членів об'єднання. Активи провідних банків – учасників

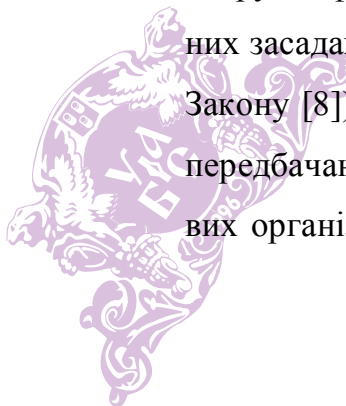


інтеграційних структур, складають не більше 10 млрд. дол., в той час, як, наприклад, в Японії вони досягають сотень млрд. дол.

Слід відмітити ще одну особливість: більшість учасників інтеграційних структур хочуть бачити в своєму складі саме спеціалізований інвестиційний банк, в той час як більшість вітчизняних банківських установ в умовах не стаціонарності економіки вважають за доцільне розвиватися як універсальні. З огляду на те, що термін існування більшості вітчизняних інтеграційних об'єднань в середньому не перевищує 5-7 років (що є вкрай недостатнім для реалізації серйозних та великомасштабних інноваційних проектів), така позиція банків виглядає цілком обґрунтованою, тому що універсалізація дає банку досвід самозбереження як незалежної ринкової бізнес-одиниці після припинення функціонування інтеграційної структури.

Згідно з вітчизняним законодавством, банкам дозволено приймати участь у таких видах міжбанківських інтеграційних об'єднань, як банківська спілка та асоціація, банківська корпорація, банківська холдингова група, фінансова холдингова група, а також у формуванні промислово-фінансових груп. *Розглянемо проблеми і перспективи формування окремих типів інтеграційних об'єднань в Україні.*

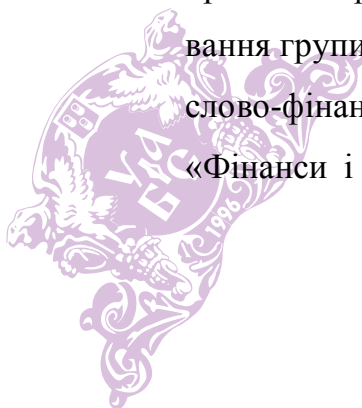
Щодо міжбанківської інтеграції, то слід зазначити, що відповідно до ч. 4 ст. 336 Господарського кодексу України [36] банки мають право створювати інтеграційні об'єднання, конкретні види яких визначаються ч.1 ст.9 Закону України «Про банки і банківську діяльність» [8]. Системний аналіз статей 9-13 цього Закону дає підстави стверджувати, що об'єднання, у яких можуть брати участь банки, умовно можна поділити на дві категорії: структури, створені на комерційних засадах (банківські корпорації, банківські холдингові групи, фінансові холдингові групи) та структури, створені не на комерційних засадах (спілки та асоціації). Банківська корпорація (відповідно до ст. 10 Закону [8]) та банківська холдингова група (відповідно до ст. 11 Закону [8]) передбачають виключно участь банків без промислового капіталу та наукових організацій, а фінансова холдингова група (відповідно до ст. 12 Закону



[8]) має складатися переважно або виключно з установ, що надають фінансові послуги.

Так, наприклад, в 2004 р. фінансова група «ТАС» об'єднала активи шляхом створення банківського холдингу (Тас-Комерцбанк придбав 51% акцій Тас-Інвестбанку та 87,9% акцій банку «Муніципальний»). Виконання Тас-Комерцбанком ролі материнського банку створеного холдингу передбачає розробку єдиної стратегії, системи управління спільною діяльністю й загальними принципами роботи його структур, а також підготовку й надання зовнішнім користувачам зведеної фінансової звітності банківської холдингової групи. В 2006 р. було оголошено про створення ще одного банківського холдингу, який об'єднав Інтерконтинентбанк, банк "Славутич", банк "Володимирський" та банк "Європейський".

Аналізуючи *особливості функціонування вітчизняних промислово-фінансових груп*, зазначимо, що у відповідності до вітчизняного законодавства, ПФГ може отримати офіційний статус тільки в тому випадку, якщо в її складі є фінансовий інститут (у противному випадку – це промислова група, концерн, конгломерат тощо). Промислово-фінансовою групою вважається сукупність юридичних осіб, що діють як основне й дочірнє товариство або повністю (частково) об'єднали свої матеріальні й нематеріальні активи на основі договору про створення ПФГ із метою технологічної або економічної інтеграції для реалізації інвестиційних, інноваційних і інших проектів і програм, спрямованих на підвищення конкурентоспроможності й розширення ринків збуту товарів і послуг, підвищення ефективності виробництва. Слід зауважити, що в сучасних умовах в Україні організаційні форми інтеграції можуть не передбачати офіційну реєстрацію промислово-фінансової групи й приймати форму корпорацій, що реалізують основні принципи функціонування групи. Як зазначається в роботі [240], в чотирьох найвідоміших промислово-фінансових групах України банки виконують різні функції, а саме: «Фінанси і кредит» – банк як ядро формування групи; «Приват-Інвест» –

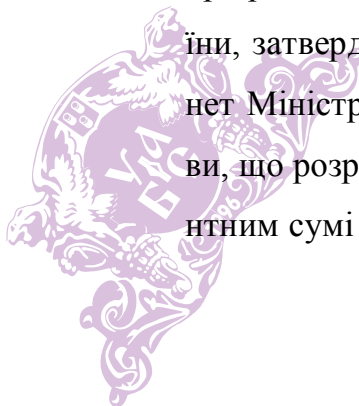


банк як генератор готівки; «Укрсиббанк» – банк як посередник; «Індустріальний союз Донбасу» – банк як розрахункова організація.

На нашу думку, повномасштабне та комплексне використання резервів банків щодо інвестиційного забезпечення інноваційної діяльності вітчизняних суб'єктів господарювання неможливо ані в рамках міжбанківської інтеграції, ані в рамках ПФГ. Кожна з цих форм інтеграційних об'єднань на ринку інноваційного інвестування в чистому вигляді, тобто окремо, не зовсім адекватна складності наявних в економіці України проблем. Провідні експерти вважають, що спроби задовольнити сформований сьогодні інвестиційний попит тільки через створення вітчизняних ПФГ, консолідувати фінансові ресурси цих груп для рішення завдань інноваційного розвитку, або спроби залучення фінансових ресурсів міжнародних фінансових інститутів, не дадуть бажаних результатів.

Нажаль, у відповідності до ст. 2 Закону України «Про промислово-фінансові групи в Україні» [11], у складі ПФГ може бути тільки один банк, банк або інша фінансово-кредитна установа не можуть бути головним підприємством ПФГ. Крім того, згідно зі ст. 9 Закону України «Про банки і банківську діяльність» [8], банк може бути учасником лише одного об'єднання. Виходячи з цього, в рамках ПФГ не можуть бути реалізовані схеми синдикованого (консорціумного кредитування), створені внутрішні банківські холдинги, банківські установи не можуть виступати ініціаторами створення інтеграційних структур тощо.

Крім того, а у відповідності до ст. 3 цього Закону, рішення про створення (реєстрацію) об'єднання та надання йому статусу ПФГ приймається Кабінетом Міністрів України з метою реалізації державних програм розвитку пріоритетних галузей виробництва і структурної перебудови економіки України, затверджених законами або постановами Верховної Ради України. Кабінет Міністрів України приймає до розгляду проекти створення ПФГ за умови, що розрахунковий обсяг реалізації кінцевої продукції ПФГ буде еквівалентним сумі сто мільйонів доларів США за рік починаючи з другого року піс-



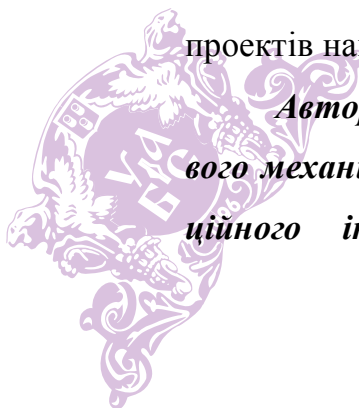
ля створення ПФГ. Це суттєво обмежує можливості створення інтеграційних структур такого типу на регіональному або місцевому рівні та фактично ставить добровільне бажання суб'єктів господарювання щодо сумісної реалізації фінансування інноваційних заходів у залежність від державної волі.

Крім того, у відповідності до ст. 1 цього закону, учасниками ПФГ можуть бути підприємства, наукові і проектні установи, банки, інші установи та організації всіх форм власності, які мають на меті отримання прибутку. Іншими словами, неприбуткові наукові об'єднання або спілки вчених не можуть бути учасниками цієї інтеграційної структури.

Таким чином, проведене нами дослідження дозволяє стверджувати, що вітчизняним законодавством не передбачено жодного виду структур, які б в повній мірі задовольняли вимогам інтеграції промислового та банківського капіталу на ринку інноваційного інвестування.

У зв'язку із цим, на наш погляд, сьогодні вітчизняним банківським установам необхідно не фокусувати свою увагу лише на створенні ПФГ, а шукати ***нові, оригінальні, але в той же час прийнятні для них організаційні форми побудови інтеграційних структур*** за участю горизонтально й вертикально взаємозалежних між собою підприємств, інвестиційних і страхових компаній, спеціалізованих торговельних організацій і так далі за принципом інтегрованості. На нашу думку, формування сучасних спеціалізованих інтеграційних структур за участю банківських установ, науково-дослідних організацій, інноваційно-активних підприємств та інших фінансових інституцій, що надають послуги на ринку інноваційного інвестування, можна вважати одним з найефективніших механізмів забезпечення інноваційного прориву в умовах дефіциту державного фінансування науки. На нашу думку, саме такі спеціалізовані інтеграційні структури можуть здійснювати реалізацію інноваційних проектів найбільше ефективно.

Авторське бачення одного із можливих варіантів побудови фінансового механізму функціонування інтеграційних об'єднань на ринку інноваційного інвестування, які пропонується називати інвестиційно-



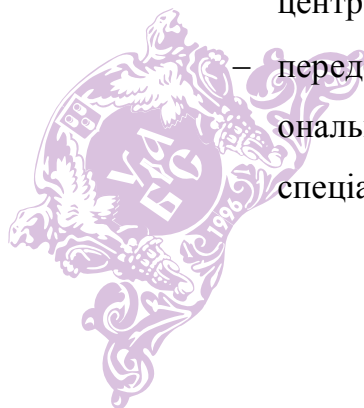
інноваційними інтеграційними об'єднаннями, буде продемонстровано нижче.

За авторською пропозицією дана структура як комплексна система має об'єднати в єдиний комплекс різні типи функціональних підсистем, а саме:

- **кредитно-фінансову** (декілька банків, державні фонди підтримки інноваційного бізнесу, пенсійні фонди, венчурні фонди, страхові компанії, брокерські контори тощо);
- **виробничу** (промислові корпорації й малі венчурні фірми);
- **науково-технічну** (наукові інститути, дослідницькі організації, лабораторії, конструкторські бюро, в тому числі – неприбуткові організації);
- **комерційну** (зовнішньоторговельні компанії, інжинірингові й консалтингові компанії, транспортні, сервісні фірми, інформаційно-рекламні компанії, агентства з трансферу технологій, центри координації та інші організації, що займаються просуванням інноваційних розробок на ринок, патентуванням, ліцензуванням, комерціалізацією інтелектуальної власності, консалтингом, маркетингом інновацій);
- **фондову** (біржі, інвестиційні компанії й пайові інвестиційні фонди, спеціалізовані компанії з управління активами).

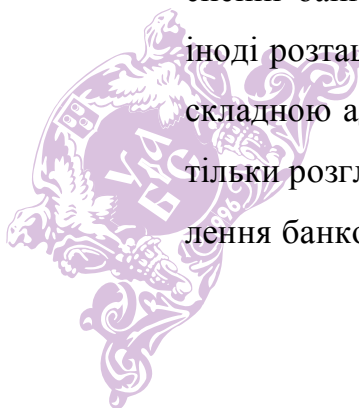
Характерними особливостями пропонованого інвестиційно-інноваційного інтеграційного об'єднання (які суттєво відрізняють їх від ПФГ) є:

- наявність в структурі об'єднання кількох банків, що дозволяє розподілити між ними функції та здійснювати схеми синдикованого (консорціумного) кредитування;
- передбачення можливості виконання банком функцій організаційного центру інтеграційного об'єднання;
- передбачення можливості створення досліджуваних об'єднань на регіональному або місцевому рівні, що не вимагає політичної ініціативи та спеціального дозволу Кабінету Міністрів;



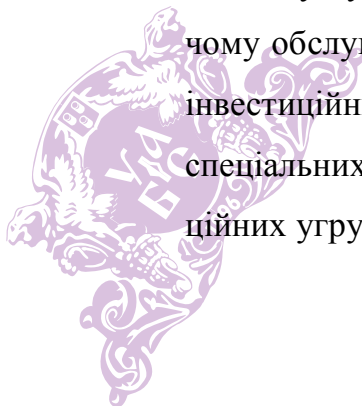
- передбачення відсутності будь-яких обмежень стосовно розрахункового обсягу реалізації кінцевої продукції в рамках об'єднання, що дозволяє розглядати його як ефективний механізм стимулювання інноваційного розвитку на регіональному рівні;
- наявність в структурі об'єднання неприбуткових наукових організацій, громадських наукових спілок тощо, що дозволяє розширити коло джерел інноваційних ідей.

Обґрунтуємо авторську пропозицію щодо необхідності наявності в структурі об'єднання кількох банків. Ми розуміємо, що обслуговування всіх підприємств інтеграційної структури в одному банку має свої позитивні сторони – банк добре обізнаний про діяльність своїх клієнтів, може оперативно розробити потрібну фінансову схему, процес кредитування спрощений до розумних меж тощо. Але не слід забувати, що найбільший ефект для розвитку інтеграційної структури приносять великі довгострокові інвестиції. Нажаль, найчастіше дуже великі банки, які володіють відповідними обсягами інвестиційних ресурсів для забезпечення потреб всього об'єднання, мають цілий ряд проблем, обумовлених саме їх великим розмірами. Так, наприклад, дуже часто клієнти таких банків скаржаться на недостатньо уважне ставлення операційних підрозділів, особливо до невеликих підприємств (а відповідно до авторських пропозицій у рамках інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань їх часто має бути більше, ніж великих), необхідність оформлення великої кількості документів, існування величезної кількості затверджених процедур, які не можуть обійти рядові співробітники, що обслуговують бухгалтерські підрозділи підприємств. Для їхнього врегулювання доводиться звертатися до керівництва обох сторін, що звичайно важко. При здійсненні банківських операцій необхідно обійти велику кількість підрозділів, іноді розташованих у різних офісах і різних районах, узгодження у зв'язку зі складною адміністративною структурою банку вимагає чималого часу (іноді тільки розгляд заявки на одержання кредиту вимагає більше місяця, а оформлення банком документації на покупку для клієнта цінних паперів на біржі –



більше тижня). Крім того, в рамках великих інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань велику кількість підприємств може бути розкидано по країні. Для тих клієнтів, які розташовані в регіонах, де немає філій і відділень даного банку, буде доволі незручно обслуговуватися в ньому. Маленькі або середні банки позбавлені перерахованих вище недоліків, дуже дорожать клієнтом, намагаються виконати всі їх прохання, вирішувати більшість питань протягом одного операційного дня, надавати кредити порівняно легко й швидко, але такі банки не мають достатніх інвестиційних можливостей для кредитування в повному обсязі всіх потреб інтеграційних структур, особливо щодо довгострокового великомасштабного кредитування, проектного фінансування тощо. Крім того, не слід забувати, що відповідно до норм чинного законодавства, кредит, що надається банком, не може перевищувати 25% від статутного фонду банку. Це означає, що кредити на суму понад 100 млн. грн. можуть надати тільки п'ять українських банків, понад 50 млн. грн. – ще шість. З огляду на те, що капітали навіть найбільших вітчизняних банків не дають можливість здійснювати дійсно масштабне кредитування, інтеграційні структури повинні включати не один банк, а кілька.

Саме тому ми вважаємо за необхідне об'єднання в структурі досліджуваних інтеграційних угруповань кількох банків, які мають виконувати різні функції: розрахункових центрів (розташування, контакти) та інвестиційного забезпечення (мобілізація та відволікання великих обсягів фінансових ресурсів, надання послуг синдикованого кредитування, проектного та венчурного фінансування тощо). Крім того, головний банк здійснює координаційну роль, консультування стосовно інших банків. Для досягнення погодженості інтересів всіх банків-учасників слід здійснити їхній розподіл по сферах діяльності. На нашу думку, така практика виправдає себе, перш за все, в регіонах, причому обслуговуючими стають місцеві банки, тому що це особливо зручно, а інвестиційними – великі банки без ув'язки з місцем їх розташування. Крім спеціальних розрахунково-касових центрів у рамках досліджуваних інтеграційних угруповань банки можуть створювати вексельні центри.



Проведене нами дослідження дозволяє стверджувати, що побудоване таким чином інвестиційно-інноваційне інтеграційне об'єднання має найбільші можливості щодо реалізації *нового інвестиційного механізму «фундаментальна наука – промислові підприємства – банки – інститути фондового ринку»* і здатна дати істотний імпульс поживленню інвестиційної активності в інноваційному секторі економіки.

Оптимізація фінансових механізмів функціонування даних інтеграційних об'єднань покликана мінімізувати кредитно-інвестиційні ризики фінансових організацій, що обслуговують одержувачів інвестицій і ризики втрати вартості предметів заставних зобов'язань. В ідеальному випадку взаємні ризики партнерів інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань по транзакціях повинні зводитися до елементарного ризику відповідального зберігання заставних банківських інструментів. При умові наявності високого рейтингу у обслуговуючих фінансових інституцій – членів об'єднання даний ризик зберігання адекватний ризику знаходження фінансових коштів у грошовому депозитарії. У зв'язку із цим проявляється одне з важливих переваг інноваційного інвестування в рамках інтеграційних об'єднань, що полягає в наднизьких оцінках страхових ризиків. Так, провідні страхові компанії звичайно оцінюють ризики депозитарних трансакцій до 1% заставної вартості проти 10-15% по звичайних фінансових гарантіях. У якості довгострокових кредитних зобов'язань можуть бути представлені такі низьколіквідні в звичайних умовах застави, як інтелектуальна власність на наукові продукти дослідницьких проектів, у тому числі фундаментальної спрямованості.

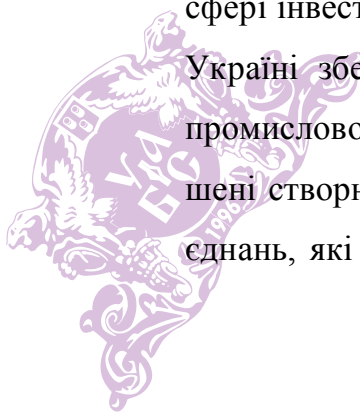
Підводячи підсумок, слід зазначити, що *найбільш перспективними напрямками розвитку інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань ми вважаємо наступні:*

- формування в рамках цих об'єднань інвестиційних компаній, створюваних за принципом прямого фінансування, тобто під пайові цінні папери, з можливістю їх викупу кредитованими організаціями в майбутньому;



- створення за рахунок коштів всіх учасників інтеграційних об'єднань венчурних фондів, завданням яких є фінансування найбільш ризикованих інноваційних проектів;
- широке використання механізму створення спільних і дочірніх підприємств із метою органічного сполучення фінансових ресурсів членів інтеграційного об'єднання;
- включення до складу інтеграційних об'єднань не тільки великих, але й середніх й навіть дрібних підприємств, перетворюючи їх у великих сателітів і розвиваючи тісні коопераційні зв'язки;
- створення в рамках інтеграційних об'єднань дочірніх і спільних підприємств, у тому числі й із залученням іноземного капіталу;
- розширення концернної основи створення інтеграційних об'єднань, що дозволить на надійній економічній базі відновлювати технологічні ланцюжки й розвивати кооперування підприємств;
- збільшення різноманітності видів й форм діяльності фінансових організацій у рамках груп, включення в їхній склад не тільки універсальних, але й спеціалізованих банків, інвестиційних фондів й фінансових компаній, що дозволить широко залучати тимчасово вільні фінансові ресурси зі зменшенням ризику втрат;
- розширення участі держави в інвестуванні проектів у рамках інтеграційних об'єднань, але не через пряме виділення бюджетних асигнувань, а через міжбанківський кредит;
- активізація створення регіональних інтеграційних об'єднань із залученням коштів місцевих бюджетів і регіональних відділень банків.

Безумовно, у вітчизняних умовах створення інтеграційних структур в сфері інвестиційного забезпечення інновацій є складною справою. На жаль, в Україні зберігається безліч заборон для прямої інтеграції банківського й промислового капіталів. Тому для реалізації схеми кредитні інститути змушені створювати неофіційні інтеграційні структури у вигляді негласних об'єднань, які тримаються часто на словесних домовленостях, зовні малознач-



них протоколах про наміри, угодах про співробітництво, спільну діяльність, які не афішуються, на об'єднанні служб безпеки, на спільному лобіюванні.

Здійснення інтеграційних перетворень на ринку інноваційного інвестування вимагає активної державної підтримки, забезпечення законодавчої, нормативно-правової бази й створення організаційно-економічних умов. На сьогоднішній день активний розвиток інтеграційних структур в досліджуваній сфері гальмується за рахунок існування проблем щодо нормативного забезпечення інтеграційних процесів, а саме, законодавчого регулювання діяльності холдингових компаній, інвестиційних банків, взаємовідносин між ПФГ та державними органами управління, процесів довірчого управління майном, наявності законодавчих обмежень між корпоративних зв'язків по капіталу тощо. Взаємини учасників банківсько-наукової інтеграції повинні в перспективі базуватися на спеціальному інвестиційно-інноваційному кодексі законів, а найближчими цілями створення нормативно-правової бази інноваційної діяльності повинні стати закони про науково-фінансові групи, венчурні компанії й фонди ризикового підприємництва.

5.2.3. Функції банків в різних типах інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань

Як зазначалося вище, в рамках запропонованих спеціалізованих інвестиційно-інноваційних інтеграційних структур банки можуть бути не тільки інвесторами, гарантами й кредиторами, але й у ряді випадків – основними ініціаторами їх створення.

Виходячи з цього, ми пропонуємо виділяти два типи інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань: промислово-інноваційні холдинги та банківсько-інноваційні конгломерати, функції банків та вимоги до них в кожному з яких представлені схематично на рис. 5.11.



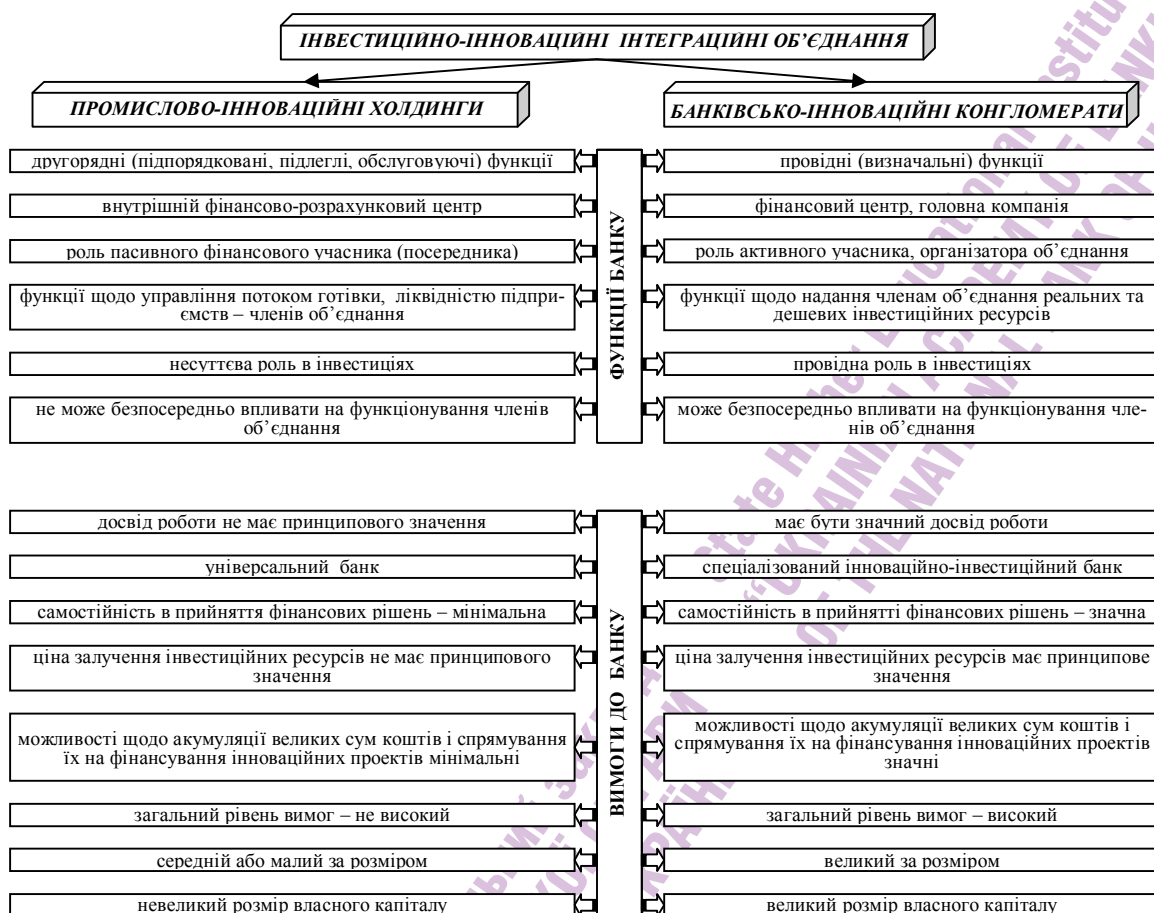


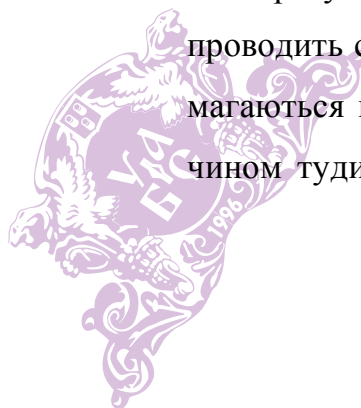
Рис. 5.11. Функції банку та вимоги до нього у різних типах інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань (власна розробка)

Для першого типу інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань характерним є наявність промислового ядра, тісно пов'язаного з фінансовими організаціями, в тому числі, з банками. Їх особливістю є той факт, що вони не концентруються на фінансовому аспекті діяльності, вся їх робота підпорядкована виробництву та комерціалізації (маркетингу) нововведень, фінанси ж при цьому мають другорядне (підпорядковане) значення. У вертикальних інтеграційних структурах, що функціонують за принципом замкнутого технологічного ланцюжка, а також горизонтальних об'єднаннях картельного типу банк призначений виключно для внутрішніх розрахунків. Головна компанія цієї групи може утворити свій власний інвестиційний банк, свої страхові, інвестиційні фонди, торговельні підприємства або залучити до

участі в групі вже існуючі фінансові організації. За авторською пропозицією вимоги, що висуваються до банків як учасників інтеграційних об'єднань цього типу, не повинні бути досить високими, тобто цей банк може бути середнім або малим, не повинен мати великий обсяг власного капіталу, може функціонувати по типу фінансово-розрахункового центру тощо, тобто виконувати обслуговуючу, підлеглу роль пасивного фінансового учасника (посередника) в інтеграційному об'єднанні. Банк приймає на себе лише функції щодо управління потоком готівки, ліквідністю підприємств – членів об'єднання, може грати також несуттєву роль в інвестиціях. Такий банк частіш за все є невеликим, тому у наданні гарантій, пошуку іноземних інвесторів, маркетингових та інформаційних послугах його роль вкрай мала.

Ми вважаємо, що інтеграційні структури цього типу мають бути утворені переважно у вигляді холдингів або об'єднання капіталів (системи участі), оскільки саме холдинг якнайбільше дозволяє поєднати різні види бізнесу таким чином, щоб між ними виникла синергія або підсилювся їх взаємний вплив. Холдингові структури передбачають наявність материнської й дочірньої компаній, де перша володіє контрольними пакетами акцій інших, що досягається або створенням нових підприємств із вирішальним правом голосу в структурі управління інтеграційною структурою або скупкою контрольних пакетів акцій діючих підприємств прямо або через дочірні структури.

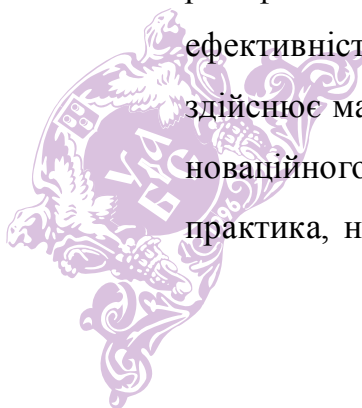
Другий тип інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань відрізняється тим, що банк в цьому випадку виконує роль фінансового центру – головної компанії шляхом купівлі акцій, отримання пакетів акцій в довірче управління, купівлі боргів промислових підприємств тощо. На нашу думку, цей тип інтеграційних об'єднань необхідно створювати лише у формі конгломерату. Це в значній мірі обумовлено тим фактом, що більшість банків проводить стратегію диверсифікованості своїх інвестиційних портфелів і намагаються проникнути відразу в кілька індустріальних секторів – головним чином туди, де найвищий рівень прибутковості. Аукціони, схема “кредити



під заставу акцій” дозволять учасникам об’єднання придбати за низькими цінами більші пакети акцій у стратегічних підприємствах.

На нашу думку, особливі надії в реалізації структурних зрушень у промисловості й залученні фінансового капіталу можна покласти саме на цей тип інтеграційних об’єднань. Незважаючи на те, що ядро більшості як індустріальних, так і регіональних інтеграційних структур становлять великі виробничо-технологічні комплекси зі сформованою чіткою вертикальною інтеграцією виробництва, власних коштів для поповнення капіталу підприємства сьогодні вони, як правило, не мають. Необхідні кошти можуть надати фінансово-кредитні інститути, у першу чергу, банки, здатні акумулювати великі суми коштів і направляти їх на фінансування інноваційних проектів. Тому по-справжньому міцними і ефективними можуть стати такі об’єднання, ініціатором яких виступить саме великий банк, а не група промислових підприємств, нехай навіть самих потужних. Інвестиційна функція банку у складі інтеграційного об’єднання є, якщо не самою головною, то, принаймні, найважливішою. Причому, у рамках цієї функції виконується одне з головних завдань, для здійснення якої найчастіше і створюються ці структури – одержання підприємствами реальних, дешевих інвестиційних ресурсів. Якщо питання кредитування може бути вирішене, у принципі, відносно будь-якого підприємства, то на широкомасштабні інвестиції банк піде тільки в тому випадку, якщо він здійснює це безпосередньо під своїм керівництвом та може впливати на подальшу діяльність об’єкта інвестування. Такі фінансові схеми з найвищим результатом можуть бути реалізовані саме в рамках такого типу інтеграційних структур.

В якості ініціатора утворення інтеграційної групи банк самостійно обирає фінансовані інноваційні проекти, аналізує їх обґрунтованість, оцінює ефективність, бере на себе підготовку техніко-економічного обґрунтування, здійснює маркетингові та інші дослідження, пов’язані з обслуговуванням інноваційного проекту на всьому протязі його життєвого циклу. Як свідчить практика, найбільшого успіху досягають ті інтеграційні структури, які очо-



люються кредитними інститутами. Вони нагромадили багатий досвід по управлінню корпоративними фінансами й інвестиційними проектами, фондového, прямого й непрямого інвестування (різних форм оренди, лізингу, венчурного фінансування й т.д.), навчилися стимулювати усередині груп менеджерську автономію, міжфірмову конкуренцію, ефективно впроваджувати сучасні світові доробки в сфері бізнесу.

Банк, що виступає ініціатором інтеграційного об'єднання, слід розглядати як особливого посередника (скоріш за все – спеціалізований інноваційно-інвестиційний банк), який зводить разом інвесторів і ініціаторів ефективних інноваційних проектів, допомагаючи всім сторонам здійснити операцію, завдяки знанню особливостей, форм і напрямків інноваційного інвестування в рамках кожної конкретної угоди може сприяти значному скороченню витрат як самих інвесторів, так і компаній, що одержують інвестиції. За авторською пропозицією, банк, що є учасником інтеграційної структури цього типу, слід розглядати як активного її учасника, який повинен мати значний фінансовий потенціал для того, щоб ефективно здійснювати портфельне інвестування, венчурне та проектне фінансування, управляти фінансами всієї холдингової групи, надавати кредитну підтримку її учасникам, формувати лізингові, факторингові та інші компанії. Успіх функціонування інтеграційного об'єднання такого типу цілком залежить від здатності банку мобілізувати та використати залучені кошти, а також власні інвестиційні ресурси.

На нашу думку, як організаційний центр інтеграційного об'єднання банк може виконувати цілий ряд функцій, основні з яких представлені на рис. 5.12. Як видно з цього рисунку, банки, що входять до складу інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань, не обмежуються традиційним циклом роботи інвестиційного банку – оцінкою, скупкою, реструктуризацією, наданням послуг фінансового менеджменту й маркетингу для підприємства з наступним перепродажем. Інвестиції даних банків носять стратегічний і довгостроковий характер, націлені на стійкий розвиток і зростання придбаних великих промислових активів.

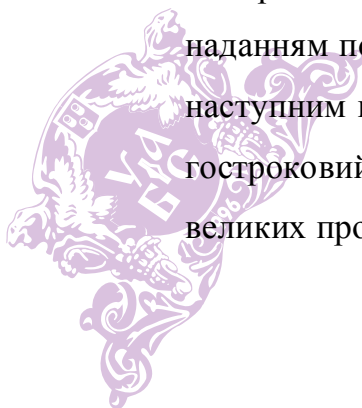


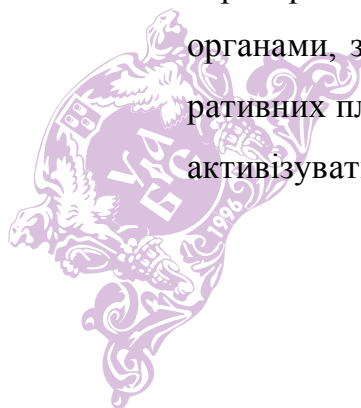


Рис. 5.12. Функції банку як організаційного центру інвестиційно-інноваційного інтеграційного об'єднання (власна розробка)

Визначені вище типи інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань суттєво відрізняються між собою. Ключовим моментом концепції формування банківсько-інноваційних конгломератів є сполучення координаційно-управлінських функцій по виробленню й перетворенню в життя єдиної стратегії формування й розвитку експансивної ділової політики підприємств, інтегрованих у структуру об'єднання. Стратегії розвитку, що обираються промислово-інноваційними холдингами та банківсько-інноваційними конгломератами, суттєво відрізняється між собою. Різниця в кінцевій меті, що визначає тип стратегії, полягає в тому, що в рамках першого типу об'єднань рівень ризику є суттєво більш високим, оскільки традиційно кінцевою метою промислових корпорацій є розширення бізнесу. Банківсько-інноваційні конгломерати будуть проводити розширення бізнесу більш обережніше, зберігаючи ліквідність і платоспроможність, поступившись при цьому високою нормою прибутку. Наступною відмітною рисою стратегії цього об'єднання є ретельне проведення маркетингу при розширенні його границь.

На нашу думку, найбільш ефективним та бажаним з точки зору стимулювання інноваційного розвитку слід визнати створення інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань другого типу.

Підводячи підсумок, слід зазначити, що запропоновані в даному розділі дисертаційної роботи *інвестиційно-інноваційні інтеграційні об'єднання*, які мають включати промислові підприємства, дослідницькі організації, торговельні фірми, банки, та велику кількість інших асоціативних структур, мають стати своєрідним каркасом ринку інноваційного інвестування, так званими ретрансляторами керуючого впливу держави на суб'єктів досліджуваного ринку. Саме вони дозволяють в найбільшій мірі забезпечити раціональні партнерські, договірні зв'язки суб'єктів інноваційної діяльності з державними органами, здійснити підготовку, координацію й контроль виконання корпоративних планів і програм спільної діяльності ряду господарюючих суб'єктів, активізувати залучення зовнішніх інвесторів, розробку й реалізацію корпора-

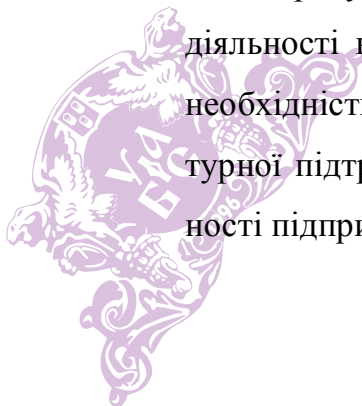


тивної стратегії діяльності на фондовому ринку, виконання інших управлінських функцій, пов'язаних з реалізацією й захистом інтересів акціонерів.

Висновки до п'ятого розділу

1. Впровадження фінансових механізмів стимулювання інноваційного розвитку в Україні вимагає організаційної трансформації банківської системи, оскільки, низький рівень розвитку спеціалізованих фінансових інститутів, недосконалість правових засад застосування ряду банківських та фінансових технологій, форм та інструментів в сфері інвестування стримують зростання обсягів інвестування взагалі, в тому числі – і в інноваційному секторі вітчизняної економіки. Отже, дослідження закономірностей функціонування банківської сфери, що визначають співвідношення між спеціалізацією та універсалізацією банківської діяльності, вивчення закордонного досвіду функціонування інституцій, які працюють в сфері фінансового забезпечення інноваційного процесу, дослідження специфіки сучасного вітчизняного ринку банківських послуг має стати передумовою створення ефективного механізму функціонування банківських установ на ринку інноваційного інвестування. Аналіз тенденцій розвитку банківської системи України вказує на те, що має місце орієнтація на формування європейської моделі універсалізації банківських установ.

2. Визнання пріоритетності інноваційної діяльності, перенесення форм конкуренції з області цін в сферу науково-технічного суперництва створюють передумови для впровадження інноваційно-інвестиційної спеціалізації діяльності кредитних інститутів. Організаційним фактором, що обумовлює необхідність такої спеціалізації в Україні є вкрай низький рівень інфраструктурної підтримки універсальними банками інвестування інноваційної діяльності підприємств.

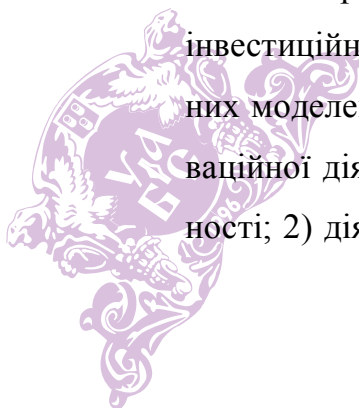


3. В моделі спеціалізованих банківських установ на ринку інноваційного інвестування України запропоновано поєднати функції інвестиційних банків в широке коло фінансових операцій та визначати його як спеціалізований інноваційно-інвестиційний банкінг та розглядати спеціалізацію банківських установ на досліджуваному ринку у трьох напрямках: як спеціалізацію в рамках окремого банку без створення нової юридичної особи; як спеціалізацію в рамках окремого банку зі створенням нової юридичної особи; як спеціалізацію банківської установи цілком.

4. Ґрунтуючись на результатах дослідження особливостей функціонування ринку інноваційного інвестування та банківської системи викладено концептуальні засади формування системи спеціалізованих банківських установ – інноваційно-інвестиційних банків як суб'єктів ринку інноваційного інвестування в рамках банківської системи України. В межах такої системи інноваційно-інвестиційний банк – це банк, який спеціалізується на здійсненні портфельних і реальних інвестицій в інноваційний сектор економіки на комісійній основі або за власний кошт шляхом проведення операцій з цінними паперами (випуск, розміщення, придбання), довгострокового кредитування окремих інноваційних проєктів, емісійно-засновницької діяльності підприємств-інноваторів, а також надання своїм клієнтам ряд супутніх інвестиційних послуг.

5. Виходячи з запропонованої моделі інноваційно-інвестиційного банку, викладено деталізований перелік його послуг, що зорієнтовані переважно на фінансово-організаційне забезпечення інноваційного підприємництва, виділені особливості функціонування інноваційно-інвестиційних банків на вітчизняному ринку банківських послуг.

6. Організаційний механізм формування спеціалізованих інноваційно-інвестиційних банків можна будувати на основі чотирьох найбільш прийнятних моделей: 1) покласти функцію фінансово-кредитного забезпечення інноваційної діяльності на банк, який цілком буде перебувати у державній власності; 2) діяльність по фінансуванню інновацій може здійснювати будь-який



вже функціонуючий комерційний банк; 3) створити спеціалізовану фінансово-кредитну установу, де як засновники візьмуть участь наукові й інноваційні організації; 4) створити спеціалізовану фінансово-кредитну установу, в якій як засновники візьмуть участь як держава, так і приватні інвестори. Викладені переваги та недоліки кожної з моделей, а також варіанти їх практичного втілення в умовах вітчизняної економіки з розмежуванням функцій та відповідальності між відповідними банківськими установами.

7. Інтеграційні процеси значною мірою впливають на функціонування ринку інноваційного інвестування, зокрема, призводять до підвищення інвестиційної активності учасників інтеграційних структур, а також забезпечують економію на інвестиціях, що є проявом ефекту інвестиційної синергії. Інтеграційні структури на досліджуваному ринку, порівняно з малим та середнім бізнесом, мають значно більші можливості щодо освоєння високотехнологічної продукції, реалізації великомасштабних проектів за рахунок концентрації виробництва, науки та фінансових ресурсів.

8. Дослідження умов участі банків в інтеграційних об'єднаннях та аналіз вигод і переваг, які мають місце в результаті цього, дозволив виявити та систематизувати основні мотиви участі банків у формуванні інтеграційних об'єднань на ринку інноваційного інвестування. Інтеграція банківських установ з іншими суб'єктами може здійснюватися у наступних формах: вертикальна (відбувається або з ініціативи банку, або з ініціативи підприємств, що спільно створюють банк); горизонтальна (в широкому розумінні – як інтеграція банків з усіма іншими видами фінансових інституцій, що виконують роль посередників на досліджуваному ринку та у вузькому розумінні – як інтеграція банківських установ між собою); вертикально-горизонтальна (об'єднання банків з інноваційними підприємствами та з фінансовими посередниками). Останній тип інтеграції запропоновано розглядати у трьох площинах: як формування промислово-фінансових груп, транснаціональних науково-промислових консорціумів, вітчизняних або міжнародних інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань.



9. Аналіз чинного законодавства виявив відсутність жодного виду структур, які б повною мірою задовольняли вимогам інтеграції промислового та банківського капіталу на ринку інноваційного інвестування. З огляду на специфіку сучасного вітчизняного інвестиційного середовища фінансовий механізм функціонування інтеграційних об'єднань на ринку інноваційного інвестування – інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань, має базуватися на поєднанні різних типів функціональних підсистем, а саме: кредитно-фінансової, виробничої, науково-технічної, комерційної, фондової. Така модель має ряд переваг перед функціонування промислово-фінансових груп.

10. Виходячи з функцій банківських установ в інтеграційних структурах запропоновано виділяти два типи інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань: промислово-інноваційні холдинги та банківсько-інноваційні конгломерати, охарактеризовано функції банків та вимоги до них в кожному з типів об'єднань. З точки зору стимулювання інноваційного розвитку доцільним є створення інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань другого типу.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором в роботах [81, 83, 80, 111, 115, 118, 129, 380, 425].



РОЗДІЛ 6

МЕТОДОЛОГІЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ УЧАСТІ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ У ВЕНЧУРНОМУ БІЗНЕСІ В УКРАЇНІ

6.1. Дослідження відповідності тенденцій розвитку венчурного бізнесу в Україні загальним критеріям його ідентифікації

Завдання переходу економіки України на інноваційних шлях розвитку спонукають вітчизняну економічну науку більш повно осмислювати місце венчурного капіталу і його особливості у всій системі суспільного відтворення. У зв'язку із цим особливої актуальності сьогодні набуває розробка сучасної методології формування й функціонування венчурного капіталу, цілісне розкриття економічної природи й особливостей його динаміки, критичне осмислення на цій основі вітчизняної й закордонної практики венчурного інноваційного інвестування, дослідження основних перетворюючих можливостей венчурного капіталу щодо його впливу на економіку країни й окремі її господарчі підсистеми в сучасних умовах економічної трансформації, з огляду на обраний Україною шлях до інноваційного відновлення.

У більшості промислово розвинутих країн механізми венчурного фінансування інновацій широко використовуються на практиці вже не одне десятиліття й одержують в останні роки усе більш широке поширення. Закордонний досвід свідчить, що венчурне підприємництво відіграє активну роль у задоволенні потреб населення в нових продуктах, підвищенні науково-технічного рівня виробництва, створює конкурентне середовище в сфері науки й наукового обслуговування, впливає на динамічність усього господарського комплексу й сприяє оздоровленню економіки [336, 44, 169, 69].

Обсяг венчурного капіталу є доволі невеликим у порівнянні із загальним обсягом інвестиційних ресурсів світової економіки, але дуже важливим

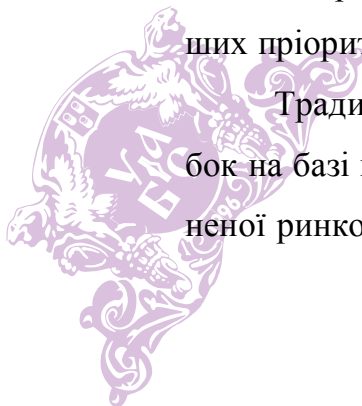


для успішного розвитку технологічно орієнтованих країн, оскільки венчурний бізнес традиційно є основною формою реалізації нововведень. Цей вид підприємництва характерний для розвитку високотехнологічних галузей промисловості, комерціалізації результатів наукових досліджень у наукомістких галузях, де перспективи не гарантовані й ризик дуже високий. У другій половині ХХ століття саме венчурний капітал зіграв найважливішу роль у реалізації найбільших науково-технічних нововведень в області мікроелектроніки, обчислювальної техніки, інформатики, біотехнології й в інших наукомістких галузях виробництва.

Венчурний капітал слід розуміти як джерело довгострокових інвестицій, які надаються малим та середнім інноваційним фірмам, що перебувають на початкових стадіях свого становлення, вже існуючим підприємствам для їхнього розширення й модернізації, а також для фінансування окремих інноваційних проектів. При цьому підкреслимо, що венчурне фінансування використовується не тільки для створення стартового капіталу підприємства-інноватора, але й на наступних етапах його функціонування. Воно вважається ефективним інструментом інвестиційного забезпечення тих етапів інноваційного процесу, які відрізняються найбільшим рівнем невизначеності.

Ні в якому разі не ставлячи під сумнів провідну роль великих технологічних фірм у формуванні інноваційного потенціалу країни, зауважимо, що важливість сектору малих та середніх інноваційних підприємств в формуванні конкурентоспроможності економіки теж не потрібно недооцінювати. Як свідчить досвід, положення домінуючих фірм на ринку може бути підірване в процесі різких технологічних стрибків, в результаті чого лідерами ринку можуть стати нові компанії, які починали свій розвиток як малі фірми. Сьогодні розвиток малого інноваційного бізнесу є основним з найважливіших пріоритетів у всіх провідних країнах світу.

Традиційні форми ризикового фінансування науково-технічних розробок на базі венчурного капіталу ефективно працюють в умовах високорозвинутої ринкової економіки, для якої характерні, з одного боку, конкуренція а,



отже, постійна орієнтація на пошук і створення нових, хоч і високоризикових товарів (техніки, технології й матеріалів) і послуг, а з іншого боку – високий рівень розвитку ринку капіталів у самих різних його формах, а відповідно, і значного числа інвесторів, що прагнуть вкласти вільні кошти в багатообіцяючі проекти.

На жаль, ситуація, що склалася на цей час у вітчизняній економіці, практично зворотна: як правило, відсутні, як конкуренція, так і джерела вільних капіталів. В Україні формування інститутів венчурного фінансування почалося в 1990-х рр. і відбувалося доволі повільно. На сьогодні венчурний бізнес в Україні знаходиться на початковому етапі свого розвитку. На думку вітчизняних аналітиків, ті процеси, які відбуваються сьогодні в даному сегменті ринку в нашій країні, можна порівняти з ситуацією в Європі в 1970-1980-х рр.: з одного боку, вже існують окремі приклади фінансування ризикових проектів із застосуванням венчурних схем, з іншого – повноцінний ринок венчурного фінансування ще не сформований [54, 175, 295, 182, 372].

У 1992 р. було створено перший венчурний фонд «Україна», який на сьогоднішній день проінвестував більш ніж 30 вітчизняних компаній на загальну суму близько 10 млн. дол. В 1994 р. розпочав свою роботу Western NIS Enterprise Fund (з капіталом 150 млн. дол.), а в 1998 р. – Black Sea Fund (входить до складу компанії з управління активами Global Finance), загальний капітал якого складає близько 60 млн. дол. У цьому ж році було створено компанію Euroventures Ukraine (з капіталом 30 млн. дол.), яка розпочала свою роботу в 1999 р. Велика частка фінансування названими фондами (за виключенням Western NIS Enterprise Fund) здійснюється за рахунок Європейського банку реконструкції та розвитку. Крім того, своїх представників в Україні мають у тій чи іншій формі (але без відкриття офіційного офісу) Commercial Capital Enterprise, Societe General Emerging Europe Baring Vostok Capital та New Century Holdings (останні дві компанії хоча і не є виключно венчурними, але здійснюють таку діяльність). Крім того, відомими венчурними компаніями, що працюють сьогодні в Україні, є ІК «Інеко» та Фонд «Дніпро».

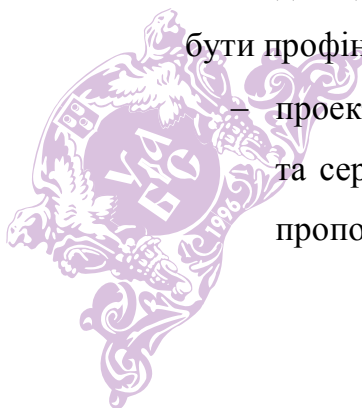


Експерти оцінюють загальну суму залученого цими фондами капіталу в межах 200-300 млн. дол., але фактично інвестовано не більше 100 млн., що фактично складає не більше 2 дол. на одну особу. Для порівняння зазначимо, що щорічні надходження до венчурних фондів Західної Європи в останні роки склали 50-60 дол. на людину, в Росії – 13 дол., в Ізраїлі – 185 дол. [361]. Розмір вкладених венчурними фондами коштів в Україні становить не більше 1% від щорічних надходжень до європейських венчурних фондів, таке фінансування отримують лише 1-2% підприємств [175, 295, 362, 182, 304].

Систематизація вітчизняних і закордонних наукових праць, а також власні дослідження дозволили сформуванню авторську систему специфічних критеріїв ідентифікації венчурного бізнесу (по результатам загальносвітового досвіду його впровадження). *Метою даного підрозділу дисертаційної роботи є виявлення загальних тенденцій розвитку венчурного бізнесу в Україні з метою з'ясування їх відповідності виділеним ідентифікаційним критеріям.* Результати проведеного дослідження представлені в таблиці 6.1. Надамо більш детальні коментарі стосовно деяких з представлених в цій таблиці ідентифікаційних критеріїв.

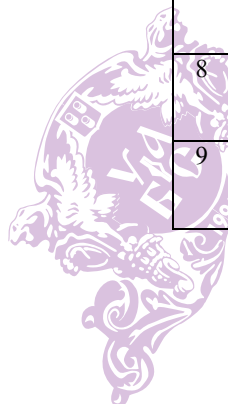
Сфера спрямування венчурного капіталу. За визначенням Європейської Асоціації венчурного фінансування, венчурний капітал – це акціонерний капітал, що надається професійними фірмами, які інвестують кошти в приватні підприємства, які демонструють значний потенціал зростання на початковому етапі свого розвитку, а також беруть участь в управлінні ними. Венчурний капітал спрямовується на фінансування молодих, швидкозростаючих приватних компаній, що володіють потенціалом для перетворення у великі підприємства регіонального, європейського або світового ринку. Він залучається для здійснення проектів, які в наслідок надмірного ризику не можуть бути профінансовані традиційними способами, а саме:

- проекти, що спрямовані на початковий розвиток або розширення малих та середніх фірм, які, на відміну від великих компаній, не в змозі запропонувати достатнє забезпечення інвестиційного кредиту;



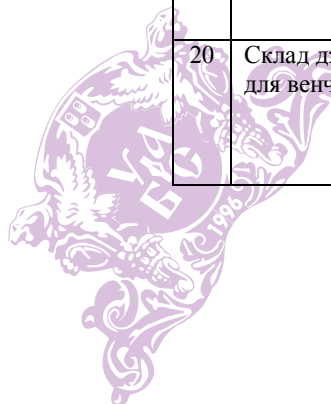
Результати авторського дослідження відповідності загальних тенденцій розвитку венчурного бізнесу в Україні основним критеріям його ідентифікації

№ п/п	Критерій ідентифікації венчурного бізнесу (згідно з авторською системою)	Характеристика параметрів відповідності даному критерію згідно з загальносвітовою практикою впровадження венчурного бізнесу	Характеристика відповідності даному критерію в Україні
1	Сфера спрямування венчурного капіталу	малі та середні інноваційні фірми, що перебувають на стадії початкового розвитку або розширення, акції яких не котуються на фондовій біржі, всі типи інноваційних проєктів	великі та середні приватні підприємства, які на момент фінансування вже на ринку більше 5 років, активно та успішно розвиваються, мають випробувані механізми повернення прибутків і платежів, велику частку ринку, високий рівень прибутковості, високопрофесійне керівництво, прозору фінансову звітність
2	Масштаб проєктів, що фінансуються	відносно невеликі проєкти	великі проєкти
3	Пов'язаність між собою проєктів, що фінансуються	не пов'язані між собою	індивідуально для кожного інвестора
4	Форма інвестування венчурного капіталу	пряме інвестування, тобто під контроль інвестора підпадає не менше 10% статутного капіталу підприємства-венчура	форми венчурного інвестування достатньо різноманітні, але специфіка українського постприватизаційного акціонерного капіталу диктує переважання інвестиційного кредиту – від вкладень в спеціально випущені під проєкт облігації до прямого інвестиційного кредитування через венчурні фонди
5	Наявність гарантій або забезпечення	немає	венчурний інвестор фактично використовує придбання контрольного пакету акцій компанії в якості гарантії або забезпечення
6	Фінансова результативність	збільшення капіталу в 10 разів за весь період фінансування, процентна ставка розраховується на базі LIBOR + 2-4%, у Росії дохід на вкладений капітал по венчурних операціях становить близько 25% річних, а Європі – трохи менше – близько 20%, середньосвітові показники річного прибутку фондів становлять 17-25%, що значно перевищує показники банківської прибутковості	середня внутрішня норма доходності проєктів, що фінансуються венчурними фондами на території України складає 35%, що співпадає з вимогами самих фондів до мінімальної доходності інвестованих проєктів (30–40%). Але існують приклади вдалого виходу з венчурного бізнесу, що дозволяють отримати значно більші фінансові результати
7	Участь венчурного інвестора в управлінні фірмою, що інвестується	передбачена, але опосередкована, оскільки венчурний інвестор не займається вирішенням поточних (оперативних) проблем	передбачена, але пряма, тобто венчурний інвестор, отримуючи контрольний пакет акцій компанії, фактично виконує роль стратегічного інвестора і приймає на себе всі функції щодо управління
8	Рівень якості попередньої оцінки об'єкту інвестування	дуже ретельна оцінка	
9	Черговість надання фінансових коштів	фінансування здійснюється поетапно і порційно у відповідності до етапів життєвого циклу інновації при умові позитивного результату на попередньому етапі	



Продовження таблиці 6.1

<i>№ п/п</i>	<i>Критерій ідентифікації венчурного бізнесу (згідно з авторською системою)</i>	<i>Характеристика параметрів відповідності даному критерію згідно з загальносвітовою практикою впровадження венчурного бізнесу</i>	<i>Характеристика відповідності даному критерію в Україні</i>
10	Термін окупності інвестицій	5-10 років	4-5 років, але перевага надається проектам з більш короткими термінами окупності
11	Політика розподілу отриманих доходів	венчурні інвестори не зацікавлені в розподілі прибутку у вигляді дивідендів, а орієнтуються на отримання стратегічного результату в довгостроковому періоді, який полягає в продажу своїх пакетів акцій після закінчення проекту за ціною, яка суттєво перевищує витрати	згідно з Законом України „Про інституту спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” [3] передбачено виплату дивідендів учасникам венчурних фондів
12	Рівень синдикації з іншими інвесторами	в США – значний, в Європі – дещо менший	вкрай малий
13	Галузева спеціалізація	рівень галузевої спеціалізації суттєво залежить від стадії інноваційного процесу, на якій здійснюється фінансування, обсягів капіталу венчурного фонду та форми власності	чітко виражена галузева спеціалізація венчурних компаній і фондів, пріоритет надається компаніям, які працюють в традиційних галузях, найчастіше – легкій, харчовій, переробній промисловості, торгівлі, виробництві будівельних матеріалів, транспортуванні тощо
14	Фінансові інструменти інвестування	акції, векселя, інвестиційний кредит, комбінація декількох інструментів, переважають пайові інструменти залучення довгострокового капіталу	переважають боргові інструменти залучення довгострокового капіталу; привабливими інструментами є „дружні” облігації підприємств, боргові зобов'язання, а також акції, якщо компанія з управління акціями має інсайдерський вплив у наглядовій раді чи правлінні; непривабливими є державні цінні папери та більша частина акцій українських компаній
15	Механізм виходу з бізнесу	механізм виходу з бізнесу ретельно планується з самого початку, традиційно здійснюється шляхом продажу акцій на відкритому ринку	вихід з бізнесу ускладнений та найчастіше здійснюється шляхом продажу своєї частки в бізнесі стратегічному інвестору
16	Рівень диверсифікації напрямків інвестування	високий	невисокий
17	Диверсифікація ризиків	венчурний інвестор розділяє ризики з підприємцем, приймаючи на себе лише фінансовий ризик	венчурний інвестор, купуючи контрольний пакет акцій підприємства, приймає на себе майже всі ризики
18	Тривалість періоду інвестування	5-7 років	1-3 роки
19	Ступінь контролю над компанією	венчурний інвестор не прагне здобувати контрольний пакет акцій інвестованої компанії, який переважно знаходиться у спільній власності менеджерів компанії, а вдовольняється блокуючим пакетом (25% + 1 акція)	вітчизняні венчурні інвестори прагнуть отримати повний контроль над інвестованою компанією шляхом придбання контрольного пакету акцій або придбання підприємства у повну власність
20	Склад джерел капіталу для венчурного бізнесу	основними джерелами венчурного капіталу є кошти приватних інвесторів, пенсійних фондів, страхових компаній, урядових агенцій та міжнародних організацій	основними джерелами венчурного капіталу є кошти банків та держави, переважною є частка іноземного капіталу в загальній структурі венчурних інвестицій



- всі типи інноваційних проектів, для яких характерні не тільки інвестиційні, але й специфічні інноваційні ризики;
- проекти фірм з високим рівнем ризику ліквідності, зокрема, тих підприємств, акції яких не котуються на фондовій біржі.

За допомогою венчурного капіталу може фінансуватися кожний із трьох типів проектів окремо або проекти, що володіють всіма зазначеними характеристиками, тобто малих наукомістких підприємств, що перебувають на стадії початкового розвитку або розширення, акції яких не котуються на фондовій біржі. Проекти, що об'єднують у собі всі види ризиків одночасно, можуть принести найвищий дохід. В Україні ж на сьогоднішній день за рахунок венчурного капіталу фінансуються здебільшого традиційні процеси та невеликі продуктові інновації [381, 143], що продемонстровано в табл. 6.2.

Таблиця 6.2

Пріоритетні напрямки інвестування найбільш відомих венчурних компаній і фондів, що працюють в Україні (складено автором на основі [295, 175, 362, 42, 78, 207])

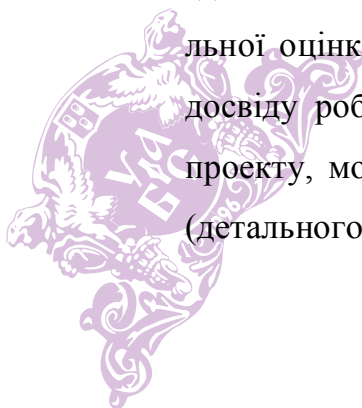
<i>Назва</i>	<i>Пріоритетні напрямки інвестування</i>
ІК «Інеко»	відає пріоритет компаніям, які працюють у традиційних галузях і мають значні перспективи подальшого розвитку, або гравцям, які посідають визначені ніші ринку і потребують капіталу для розвитку, а також стратегічного управління для повного розкриття свого потенціалу. При фінансуванні розвитку ІК «Інеко» надає капітал підприємствам, які швидко розвиваються, у формі прямих інвестицій з метою розширення операційної діяльності або за рахунок фінансування придбань компаній, що конкурують («горизонтальні інвестиції») з метою консолідації частки ринку і створення підприємства-лідера у відповідній галузі
Evroventures Ukraine	перевагою користуються компанії, які успішно подолали етап організації та становлення бізнесу і на момент інвестування потребують додаткового капіталу та досвіду для подальшого розвитку. Перевага надається компаніям з надійною історією розвитку, річним оборотом не менше 3 млн. дол. США, які можуть продемонструвати можливості подальшого зростання обсягів продажу та прибутків. Фонд інвестує тільки в компанії, в яких частка державної власності не перевищує 25%.
Фонд «Дніпро»	інвестиційні проекти середнього розміру з високим потенціалом зростання (оборот 3-10 млн. дол. США), переважно повністю приватні підприємства, професійні якості керівництва і власників яких відомі виконавчим директорам Фонду особисто або підлягають оцінці, підприємства, що мають ознаки успішного ділового розвитку й випробувані механізми повернення прибутків і платежів
Western NIS Enterprise Fund (WNISEF)	приватні малі й середні підприємства, які мають великий потенціал зростання та здатність створювати конкурентні переваги, є лідерами відповідних секторів з великими частками ринку, високим рівнем прибутковості, високопрофесійним керівництвом, а також прозорою фінансовою звітністю і корпоративним управлінням

Фінансова результативність венчурного фінансування. Великий ризик венчурного інвестора передбачає й можливість великого виграшу, який багаторазово перевершує той, котрий можна одержати, спрямовуючи капітал (з гарантіями) у державні цінні папери, акції промислових фірм і банків або спекулюючи на біржі. Збільшення капіталу в 10 разів за 5-7 років – нормально очікуваний результат європейського або американського венчурного фонду. В умовах розвинутих ринкових економічних відносин необхідна віддача на венчурні інвестиції повинна становити від 30% до 60%, процентна ставка, як правило, розраховується на базі LIBOR + 2-4%, однак в Україні ситуація трохи інша, і з урахуванням всіх існуючих ризиків норма віддачі повинна бути значно вище.

Участь венчурного інвестора в управлінні фірмою, що інвестується.

Власники венчурного капіталу не обмежуються винятково наданням фінансових ресурсів підприємству, а, як правило, безпосередньо залучені в процес управління ним шляхом надання підтримки, заснованої на досвіді й зв'язках інвестора, консультаційних послуг щодо фінансових, маркетингових, кадрових питань, участі в розробці стратегій венчуру [314]. На практиці зазвичай існують певні домовленості, що дають венчурному інвестору право на заміну керівної команди. Щодо України, то, наприклад, венчурний фонд Euroventures Ukraine, незважаючи на намір брати активну участь у менеджменті компанії, а також обов'язкову присутність у Раді директорів, не намагається брати участь у щоденному оперативному управлінні. Перелік послуг, які надають своїм клієнтам найбільш відомі венчурні компанії і фонди, що працюють в Україні, наведено в таблиці 6.3.

Рівень якості попередньої оцінки об'єкту інвестування. Рішення про здійснення венчурного фінансування приймається на основі особливо ретельної оцінки рівня менеджменту нової компанії, знань, умінь, кваліфікації, досвіду роботи в галузі, здатностей і особистих характеристик ініціаторів проекту, моніторингу зовнішнього середовища організації, що інвестується (детального вивчення темпів розвитку всієї галузі в цілому, положення пе-



редбачуваних конкурентів, майбутнього обсягу продаж і перспектив зростання компанії, що інвестується). Прагнучи мінімізувати інвестиційний ризик, венчурні капіталісти відбирають проекти з особливою старанністю. Так, за даними, наведеними у роботі [280], від 95% до 97% попередніх пропозицій відкидається ще на стадії розгляду, від 3% до 5% – на стадії оцінки, тільки 1% проектів одержує схвалення й лише 0,5% – фінансування. По даним іншого дослідження [119], 60% пропозицій відкидається після 20-30-хвилинного ознайомлення з ними, 25% після більше ретельного вивчення, ті 15%, що залишилися, підлягають серйозній проробці, але, незважаючи на це, 10% також не реалізуються через недоліки в бізнес-планах або вади з боку менеджменту.

Таблиця 6.3

Перелік послуг, які надають своїм клієнтам найбільш відомі венчурні компанії і фонди, що працюють в Україні (складено автором на основі [295, 175, 362, 42, 78, 207])

<i>Назва</i>	<i>Перелік послуг, які надаються клієнтам</i>
ІК «Інеко»	організація процесу інвестування у підприємства України, управління активами з використанням інструментів фондового ринку, реструктуризація підприємств, робота у сфері корпоративних та фінансових питань для акціонерних товариств
Evroventures Ukraine	надання допомоги компаніям у різних сферах діяльності: стратегічному плануванні, у співробітництві з банками, іншими фінансовими організаціями, юридичними фірмами, у залученні сторонніх консультантів, а також у пошуках стратегічних партнерів та переговорах з ними
Фонд «Дніпро»	експертиза управління активами, надання у використання високоякісного устаткування й технологій ноу-хау
Western NIS Enterprise Fund (WNISEF)	надання капіталу, а також необхідних засобів управління, сприяння перетворенню початкових підприємницьких структур у компанії високого професійного рівня, реструктуризація та розширення виробництва, залучення провідних фахівців, запровадження правил та процедур щодо корпоративного управління й оперативного менеджменту, впровадження інформаційних систем управління

Черговість надання фінансових коштів. Фінансування венчурного підприємства, як правило, здійснюється поетапно, вкладення збільшуються в міру успішного ходу реалізації інноваційного проекту й негайно припиняються у випадку невдачі. Причому порціонне здійснення фінансування в часі збігається з відповідними етапами інноваційного процесу або життєвого циклу підприємства. Кошти для реалізації чергового етапу надаються тільки при досягненні якихось заздалегідь встановлених показників, що свідчать про ус-

пішше завершення попереднього етапу [314, 300, 313]. Рішення про використання венчурного фінансування частіш за все приймається безпосередньо після зародження інноваційної ідеї, оскільки інвестування на більш ранніх стадіях розвитку підприємства забезпечує більше високі доходи (по мірі переходу від початкових стадій ризикового фінансування до кінцевого відбувається зниження норми прибутку на капітал).

Політика розподілу отриманих доходів. Інвестори зацікавлені в одержанні доходів не поточного характеру (відсотки, дивіденди), а стратегічного результату в довгостроковому періоді, який полягає в зростанні вартості компанії. Повернення коштів здійснюється у вигляді реалізації частки інвестора у власності компанії наприкінці інвестиційного періоду, яка суттєво зросла в ціні. Прибуток венчурного капіталіста виникає лише тоді, коли по закінченні цього періоду вартість компанії виростає в кілька разів і він зуміє продати приналежний йому пакет акцій за ціною, що у кілька разів перевищує первісні вкладення, одержуючи при цьому значний прибуток. Тому венчурні інвестори не зацікавлені в розподілі прибутку у вигляді дивідендів, а воліють отриманий прибуток реінвестувати в подальший розвиток бізнесу.

Термін окупності інвестицій. Венчурний інвестор при здійсненні довгострокових інвестицій очікує, що вкладення окупляться через 5-10 років.

Рівень синдикації з іншими інвесторами. Венчурні інвестори віддають перевагу спільному фінансуванню проектів (синдикації) з метою розподілу ризику й економії на витратах по експертизі проектів [316, 308], причому, ступінь синдикації прямо пропорційний рівню ризику й залежить від розміру фонду венчурного капіталу, його галузевої спрямованості й орієнтації на ті або інші стадії розвитку підприємств. Наприклад, американські венчури надають перевагу більше високому ступеню синдикації при фінансуванні ранніх стадій розвитку підприємства, ніж європейські [189].

Галузева спеціалізація. Венчурні фонди, що фінансують ранні стадії інноваційного процесу, частіше спеціалізуються на певних галузях, на відміну від фондів, що фінансують більш пізні стадії. Крім того, чим крупніше



фонд венчурного капіталу, тим він менш спеціалізований на окремих галузях виробництва. Державні венчурні фонди взагалі не дотримуються в цьому плані ніяких принципів [316, 305]. В Україні ж простежується чітко виражена галузева спеціалізація венчурних компаній і фондів, про що свідчать дані, представлені в табл. 6.4.

Таблиця 6.4

Галузева спеціалізація найбільш відомих венчурних компаній і фондів, що працюють в Україні (складено автором на основі [295, 175, 362, 42, 78, 207])

<i>Назва</i>	<i>Галузеві пріоритети в інвестуванні</i>
ІК «Інеко»	енергетика (весь цикл обслуговування електростанцій, в тому числі ремонтні, будівельні, монтажні роботи), виробництво лакофарбової продукції, мастил, виробництво пива та безалкогольних напоїв, сфера пасажирських перевезень
Evroventures Ukraine Fund	не має чітко визначених галузевих пріоритетів, хоча перевагою користуються галузі, які зростатимуть упродовж наступних десяти років незалежно від темпів зростання української економіки в цілому (це, насамперед, сфера виробництва та дистрибуції товарів народного споживання, промисловість, телекомунікаційні проекти та сфера послуг)
Фонд «Дніпро»	харчова та переробна промисловість, виробництво будівельних матеріалів, компанії з доставки та транспортування товарів, пакувальні лінії, приватні агропромислові підприємства, розвиток інформаційних технологій, регіональні телекомунікаційні системи, інженерні фірми, лізинг устаткування
Western NIS Enterprise Fund (WNISEF)	харчопереробна промисловість, виробництво будівельних матеріалів, роздрібна торгівля та дистрибуція, легка промисловість і фінансові послуги
Baring Vostok Capital Partners	енергетика, телекомунікації, харчова промисловість
AVentures	телекомунікації, hi-tech, media
Commercial Capital Group	роздрібна торгівля, споживчі товари, послуги
SigmaBleyzer	hi-tech, телекомунікації, програмне забезпечення, машинобудування, харчова промисловість
ТЕХІНВЕСТ	розробка програмного забезпечення, підтримка та відновлення ІТ-технологій

Фінансові інструменти інвестування. Ресурси венчурного інвестора вкладаються в акціонерний капітал або надаються у формі інвестиційного кредиту, як правило, терміном на 5-7 років. Але на практиці найбільш часто зустрічається комбінована форма, тобто здійснюється придбання акцій з одночасною видачею інвестиційного кредиту. Кредит надається під боргові розписки (векселя) із правом конверсії заборгованості в акції, або просто в придбання акцій нової компанії. Венчурні фірми, організовані у формі партнерства з обмеженою відповідальністю, здійснюють інвестування підприємств за допомогою конвертованих цінних паперів (наприклад, з автоматичним перетворенням в акції при досягненні поставлених цілей – виходу через

первісну публічну пропозицію акцій), які стимулюють венчурних капіталістів контролювати й підтримувати управлінський апарат фінансованих компаній [307]. В таблиці 6.5 надана стисла характеристика основних фінансових інструментів, що використовуються при венчурному фінансуванні.

Таблиця 6.5

Основні фінансові інструменти венчурного фінансування [356]

<i>Інструменти</i>	<i>Особливості механізму дії</i>
Звичайні акції	Купівля частки власності у фірми. Акції надають право голосу та одержання дивідендів
Конвертовані привілейовані акції	Конвертовані у звичайні акції. Переваги: привілейований стан щодо інших інвесторів, можливості більшого впливу на діяльність фірми, першочергове право на отримання дивідендів
Субординований борг	Використовують за такої умови: інвестора приваблює забезпечення і прибутковість боргових інструментів, а фірма не бажає обмежувати свої можливості щодо використання банківських кредитів. Якщо фірма не виконує свої кредитні зобов'язання, то венчурний капіталіст (кредитор) одержує могутній важіль впливу на рішення, які ухвалює керівництво фірми

В Україні ж найпоширенішими фінансовими інструментами реалізації венчурного інвестування є боргові інструменти залучення довгострокового капіталу, про що свідчать дані, представлені в таблиці 6.6.

Таблиця 6.6

Використання фінансових інструментів найбільш відомими венчурними компаніями і фондами, що працюють в Україні (складено автором на основі [295, 175, 362, 78, 207])

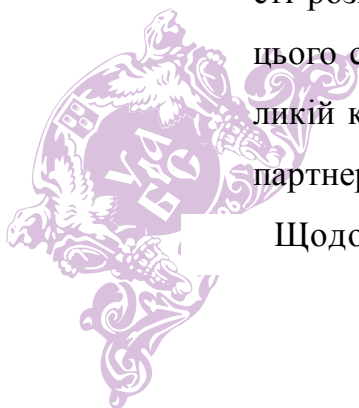
<i>Назва</i>	<i>Найбільш поширені фінансові інструменти, що використовуються в процесі венчурного інвестування</i>
ІК «Інеко»	придбання контрольних пакетів акцій підприємств
Evroventures Ukraine	придбання частки в статутному фонді компанії, фонд не надає прямих позик
Western NIS Enterprise Fund (WNISEF)	пряме портфельне інвестування у розмірі 1-7,5 млн. дол., внески до статутного фонду, пряме кредитування, фінансування лізингових операцій, надання технічної допомоги, вкладення у боргові цінні папери

Механізм виходу із бізнесу. Основною метою інвесторів венчурного капіталу є бажання вийти з бізнесу через 5-10 років, продавши приналежну їм частку власності або самої компанії на відкритому ринку по максимально можливій ціні. Венчурні інвестори з самого початку ретельно планують механізм свого виходу з проекту. За даними закордонних дослідників, через 3 роки після першого публічного котирування лише 12% провідних ризикових

інвесторів утримують у себе 5 і більше відсотків акцій профінансованого ними венчурного підприємства. Теоретично існує три способи виходу з бізнесу:

- перший спосіб у міжнародній практиці називається «зовнішній викуп» і полягає в тому, що венчурний капіталіст продає свою частку в бізнесі стратегічному партнеру – компанії, що є близькою за профілем діяльності, основним постачальником чи споживачем продукції, або просто зацікавленій стороні. Така форма дозволяє залучити нових акціонерів, їхній фінансовий капітал, однак не забезпечує можливості капіталізації компанії. Крім того, ця процедура вимагає значного часу на підготовку й проведення угоди, і завжди існує ймовірність, що покупець відмовиться в останній момент від угоди або зміниться кон'юнктура ринку в цілому;
- другий спосіб у міжнародній практиці називається «зворотний викуп або управлінський викуп» і полягає в тому, що інвестор продає свою частку іншим співвласникам або менеджменту компанії. У цьому випадку можуть виникнути розбіжності між венчурним інвестором і іншими акціонерами щодо ціни пакета акцій, який продається: венчурному інвесторові хотілося б продати пакет акцій за більшу ціну, а для акціонерів і менеджменту бажана якомога більш низька ціна;
- третій спосіб полягає у продажу частки венчурного капіталіста на відкритому ринку. Якщо компанія, у яку венчурний фонд вклав капітал, динамічно розвивається, товар користується поширеним попитом, прибутки є стабільними, але незабаром почнуть падати, підприємству треба нарощувати потужності й виходити на нові ринки. В такому випадку компанію перетворюють із ТОВ або ЗАТ у ВАТ, після чого венчурний капіталіст продає свої акції на відкритому ринку. Цей спосіб вимагає наявності розвинутого ринку первинного розміщення акцій. Головна перевага цього способу полягає в тому, що продати частку в бізнесі вроздріб великій кількості інвесторів легше і вигідніше, ніж одному стратегічному партнерові або декільком співвласникам.

Щодо України, то на сьогоднішній день переважає перший спосіб

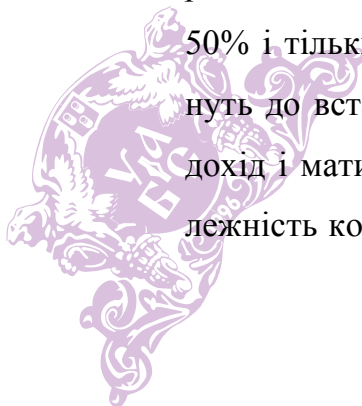


виходу з бізнесу. Так, наприклад, венчурний фонд Evroventures Ukraine звичайно намагається продати свою частку в капіталі компанії та одержати прибуток на інвестований капітал через чотири-шість років. Максимальний термін венчурних інвестицій ІК «Інеко» коливається від 1 до 3 років залежно від типу фінансування і стадії розвитку кожної конкретної компанії. В роботі [207] зазначається, що вітчизняні венчурні капіталісти стикаються з суттєвими труднощами щодо виходу з бізнесу. На ринку є приклади продажу дрібних пакетів акцій, але щодо продажу контрольних пакетів акцій, то виникає проблема пошуку стратегічного інвестора. Всі учасники вітчизняного венчурного ринку з жалем відзначають відсутність такого цивілізованого способу виходу з бізнесу, як розміщення акцій підприємств на фондовому ринку, оскільки він потребує наявності розвинутого ринку, а також прозорої фінансової звітності компанії.

Рівень диверсифікації напрямків інвестування. Для зменшення ризику інвестори вкладають кошти в кілька фірм, щоб за рахунок проектів, що домоглися успіху, покрити збитки фірм, що потерпіли крах.

Диверсифікація ризиків. Венчурний капіталіст розділяє діловий ризик з підприємцем. Ні інвестор, ні його представники не беруть на себе ніякого іншого ризику (технічного, ринкового, управлінського, цінового та ін.), за винятком фінансового. Всі перераховані ризики несе на собі компанія і її менеджери.

Ступінь контролю над компанією. Венчурний інвестор не прагне здобувати контрольний пакет акцій інвестованої компанії. У цьому полягає його принципова відмінність від «стратегічного» інвестора, метою якого є встановлення повного контролю над підприємством. У більшості випадків ризиковий капіталіст стає співвласником фірми з пакетом акцій у межах 5-50% і тільки в окремих випадках (особливо перспективних) інвестори прагнуть до встановлення повного контролю, щоб не ділити ні з ким можливий дохід і мати свободу для маневру. Бажанням венчурного інвестора є приналежність контрольного пакета акцій менеджерам компанії, оскільки маючи в

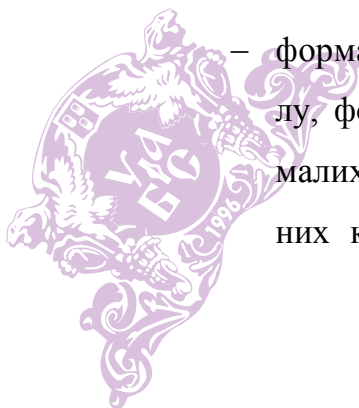


себе контрольний пакет, вони зберігають всі стимули для активної участі в розвитку бізнесу. Здобуваючи частку, меншу, ніж контрольний пакет, інвестор розраховує, що менеджмент компанії буде використовувати його гроші для того, щоб забезпечити більше швидке зростання і розвиток свого бізнесу.

Щодо України, то, наприклад, венчурний фонд Euroventures Ukraine не намагається володіти контрольним пакетом акцій, але частка його власності в компанії повинна бути достатньо істотною (20-40%). Умови венчурного фінансування фондом «Дніпро» передбачають, що деякі підприємства переходять у повну власність інвесторів, а деякі лише забезпечуються виробничими замовленнями.

Склад джерел капіталу для венчурного бізнесу. В економічній літературі джерела капіталу для венчурного бізнесу прийнято розділяти на дві групи:

- неформалізовані джерела капіталу, тобто особисті заощадження підприємця, особисті кошти знайомих і друзів, приватні кошти, надані в борг, гранти, кошти дарчих фондів, пожертвування меценатів, кошти спонсорів, кошти спеціалізованих фондів по підтримці науки, інновацій, розвитку технологій і ін., кошти академічних і галузевих базових інститутів, університетів, а також конструкторських бюро й інших науково-технічних установ (інвестиції у вигляді надання площ, іспитових стендів, апаратури, лабораторних установок, консультацій учених і технологів, безоплатного залучення для участі в технічних розробках студентів і аспірантів), послуги бізнес-інкубаторів (інвестиції у формі оренди приміщень і надання доступу до устаткування, засобам зв'язку й верстатному парку, а також консультаціям юристів, фінансистів, маркетингологів і т.д. на пільгових умовах), кошти бізнес-янголів, синдикувані кошти приватних венчурних капіталістів);
- формалізовані джерела капіталу, тобто кошти фірм венчурного капіталу, фондів венчурного капіталу, спеціалізованих фондів по підтримці малих компаній, що працюють у науково-технічній сфері, інвестиційних компаній, інституціональних фінансових інвесторів, наприклад,



пенсійних фондів або страхових компаній, нефінансових корпорацій, промислово-фінансових груп, Національного банку, комерційних банків, транснаціональних венчурних фондів тощо.

Склад потенційних джерел капіталу для венчурної індустрії в Україні та в промислово розвинутих країнах практично не відрізняється, тоді як розподіл часток цих джерел капіталу в загальному обсязі інвестицій у венчурні фонди значно різниться. Якщо в країнах ЄС основними джерелами капіталу є кошти пенсійних фондів і страхових компаній, що видно з таблиці 6.7 [432, 68], то в Україні центр ваги зміщений у бік банківського й державного секторів.

Таблиця 6.7

Питома вага джерел капіталу для венчурної індустрії в країнах ЄС

Тип інвестору	Європа	Австрія	Данія	Великобританія	Чехія	Венгрія	Польща
Корпоративний	10,9	4,4	8,7	8,0	8,0	0,0	0,8
Приватний	7,4	10,1	10,6	6,3	26,9	0,0	0,7
Уряд	5,6	15,9	16,4	3,7	0,0	0,0	8,6
Банки	21,7	48,0	29,0	9,6	63,2	93,4	32,6
Пенсійні фонди	24,2	8,8	5,8	40,1	0,0	0,0	25,7
Страхові компанії	12,9	12,7	16,4	14,7	0,0	0,0	23,1
Фонди фондів	11,4	0,0	7,2	13,6	0,0	5,1	7,7
Академічні інститути	0,4	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Грошовий ринок	1,3	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Інші	4,2	0,0	5,9	3,0	1,8	1,6	0,8

Проведене вище дослідження дозволяє зробити наступні загальні висновки:

1. В Україні на сьогодні існує велика кількість зареєстрованих інноваційних та венчурних фондів (компаній), що демонструють дані табл. 6.8.

Таблиця 6.8

Динаміка розвитку венчурних фондів* в Україні [41]

	Період							
	01.01.2003	01.01.2004	01.01.2005	31.12.2005	31.03.2006	30.06.2006	30.09.2006	31.12.2006
ВІІФ	3	20	68	199	229	274	331	377
ВКІФ	1	2	8	19	23	26	28	33

* ВІІФ – венчурні пайові інвестиційні фонди, ВКІФ – венчурні корпоративні інвестиційні фонди

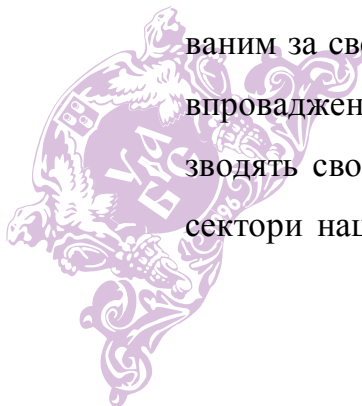


Але, на жаль, реально відповідають класичним ознакам венчурного бізнесу лише 7-8. Функціонуючі на території України венчурні фонди мають невеликі сукупні ресурси (за різними оцінками – від 500 до 800 млн. дол.) та відносно незначну вартість інвестиційного портфеля (250-300 млн. дол.) [266, 322].

2. Ринок венчурного інвестування в Україні чітко відповідає критеріям олігополії, оскільки на ньому виділяються декілька потужних венчурних фондів («Україна», Western NIS Enterprise Fund, Black Sea Fund, Evroventures Ukraine, Commercial Capital Enterprise, Societe General Emerging Europe Baring Vostok Capital, New Century Holdings, SigmaBleyzer, ІК «Інеко», Фонд «Дніпро»), має місце взаємозалежність учасників ринку, діє сильна нецінова конкуренція, доступ на ринок для нових агентів ускладнений, має місце витіснення з ринку слабких учасників або в результаті їхнього банкрутства, або як наслідок поглинання й злиття з більш сильними конкурентами. Особливістю цього ринку є те, що швидкозростаючий попит на венчурний капітал з боку малих та середніх інноваційних компаній не знаходить відповідної пропозиції з боку операторів цього ринку.

3. Індустрія венчурного капіталу в Україні, хоч й генерує значні прибутки, проте не виконує своєї основної місії – сприяння масовому впровадженню новітніх технологій через фінансову підтримку малих інноваційних фірм. У переважній частині випадків він інвестується у великі й середні перспективні підприємства, що вже сформувалися та спроможні найближчим часом стати лідерами на своїх ринках, що дозволить венчурним інвесторам спростити процедуру пошуку стратегічного покупця бізнесу по закінченні періоду венчурного фінансування.

4. На відміну від класичних венчурних фондів український венчурний капітал в основній масі не орієнтується на інноваційні проекти, не є ризикованим за своєю суттю, оскільки венчурні фонди не інвестують в розробку та впровадження принципово нової техніки, технології, вітчизняних ноу-хау, а зводять свою діяльність до інвестицій у прибуткові та майже неризиковані сектори національної економіки, працюють у традиційних напрямках вироб-

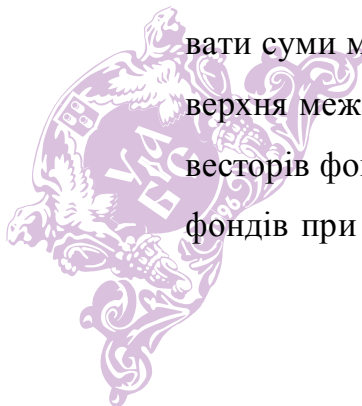


ництва та спрямовують свої зусилля переважно на оновлення виробничих ліній та обладнання, реалізації інвестиційних проектів середнього рівня ризику з використанням операцій з фінансовими активами й нерухомістю.

5. У переважній більшості випадків венчурне фінансування в Україні здійснюється за рахунок коштів іноземних інвесторів, які не налаштовані підвищувати конкурентоспроможність національного товаровиробника шляхом розвитку пріоритетних наукоємних галузей, оскільки мають безліч інших можливостей отримати прибутки без додаткових ризиків. Таким чином, створені в процесі венчурного інвестування на території України надприбутки виводяться за її межі. Венчурні фонди, що діють в Україні, працюють, як правило, з коштами великих міжнародних фінансових структур, таких, як Європейський Банк Реконструкції й Розвитку, що накладає додаткові обмеження на їхню діяльність і суттєво впливає на вибір фінансованих галузей.

6. Венчурний капітал, що за своєю природою спеціалізується на купівлі невеликих (до 49%) пакетів акцій, в Україні переорієнтувався на контрольні (у зв'язку з тим, що вітчизняне законодавство вкрай слабо захищає права дрібних акціонерів), що призвело до збільшення суми однієї інвестиції (від 1-3 млн. дол. до 7-10 млн. дол.) і, як наслідок, скорочення їх кількості. Таким чином, переважна більшість вітчизняних венчурних фондів фактично не відповідають класичним ознакам, а є скоріш фондами прямого інвестування, для яких характерно прагнення здобувати винятково контрольний пакет акцій, тим самим фактично перемикаючи на себе оперативне керівництво компанією й беручи повну відповідальність за її долю (роль стратегічного інвестора).

7. Венчурні фонди, що працюють в Україні, внаслідок невисокої капіталізації уникають інвестицій, що перевищують 5-10 млн. дол., в той час як, за свідченням провідних фахівців вітчизняного венчурного бізнесу, інвестувати суми менші, ніж 2-3 млн. дол. сьогодні в Україні вже недоцільно. Якщо верхня межа досить розпливчата й визначається скоріше можливостями інвесторів фонду, або консолідованим в одному проекті потенціалом декількох фондів при фінансуванні великих проектів, то нижня межа визначається са-

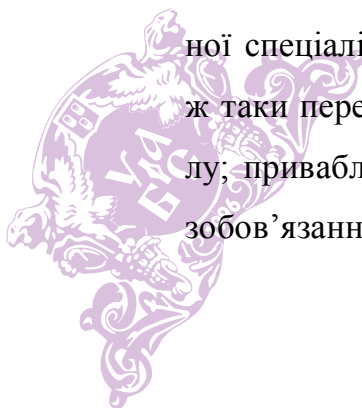


ним механізмом оплати послуг керуючої компанії. При меншій сумі інвестиційної угоди їй важко забезпечити прибутковість свого бізнесу з урахуванням витрат на власне функціонування, а також на оплату послуг зовнішніх фахівців (аудиторів, консультантів, експертів).

8. Венчурні фонди, що працюють в Україні, не мають чітко вираженої спеціалізації на інвестуванні в конкретні сектори вітчизняної економіки. За даними опитування, проведеного Українською асоціацією інвестиційного бізнесу у жовтні 2005 р., інвестиціями венчурних фондів були охоплені перш за все сільське господарство (рослинництво і тваринництво), будівництво (будівельні роботи, виробництво будівельних матеріалів, інженерні і архітектурні послуги), фінансові послуги (банківський сектор, страхування, лізинг, фінансові брокери і посередники, агенції нерухомості). Проекти в цих галузях мають приблизно 55% опитаних компаній. Далі йдуть транспорт, виробництво продуктів харчування і напоїв, машинобудування, оптова торгівля – приблизно 30%. Крім того, інвестування здійснюється також в енергетику (видобуток і переробка нафти, вугілля і газу), хімічні матеріали, розвиток металургії та легкої промисловості – інвестують 10-20% компаній. Венчурні фонди працюють всюди, де створені умови для консолідації ринку і є наявні умови для виявлення потенційного лідера. При цьому, на жаль, слід зауважити, що високотехнологічних підприємств серед досліджуваних об'єктів венчурного інвестування практично немає [59].

9. Функцію венчурних капіталістів в Україні виконують компанії з управління активами, які на відміну від інших країн створюються, як правило, середніми інвесторами, але далі інвестиційний бізнес буде розвиватись, обслуговуючи переважно залучені кошти.

10. Венчурні фонди, що працюють в Україні, не мають чітко вираженої спеціалізації на обраних фінансових інструментах інвестування, але все ж таки переважають боргові інструменти залучення довгострокового капіталу; привабливими інструментами є „дружні” облигації підприємств, боргові зобов'язання, а також акції, якщо компанія з управління активами має інсай-



дерський вплив у наглядовій раді чи правлінні; непривабливими є державні цінні папери та більша частина акцій українських компаній. Найпоширенішою формою венчурного інвестування в Україні стало надання інвестиційного кредиту – від вкладень у спеціально випущені під проект облігації до прямого інвестиційного кредитування через венчурні фонди.

11. Період венчурного фінансування в Україні скоротився до 2-3 років порівняно з 5-7 роками, як це передбачено світовою практикою розвитку венчурного підприємництва. Високі політичні, законодавчі та макроекономічні ризики не дозволяють використовувати венчурні інвестиції у довгострокових проектах (понад 5 років).

12. Венчурні фонди сьогодні змушені працювати на відносно невеликих за розмірами ринках, які характеризуються низьким рівнем конкуренції серед виробників та недостатньо високою платоспроможністю покупців. Насамперед, мова йде про споживчі ринки, наприклад, ринки виробництва продуктів харчування, будівельних матеріалів, роздрібної торгівлі. Ці ринки залучають венчурного інвестора, тому що вони динамічно розвиваються та мають прямий вихід на кінцевого споживача.

13. Сьогодні в Україні більшість венчурних фондів створюються тільки для того, щоб обслуговувати проекти своїх засновників: вони або консолідують кошти для власних інвестиційних проектів, або використовуються для оптимізації податкових платежів засновників.

14. На сьогодні в Україні не існує цілісного та дієвого ринку венчурного підприємництва, задля формування якого ще потрібно вирішити ряд складних і комплексних проблем щодо його нормативно-правового забезпечення та формування ефективної інфраструктури венчурного бізнесу. Незважаючи на появу певної зацікавленості та розуміння доцільності розвитку венчурного бізнесу з боку державної влади та представників бізнесу, законодавче забезпечення діяльності венчурних інвесторів в Україні не можна визнати достатнім, має місце постійне недотримання законодавчих вимог органами державної влади, особливо – в регіонах щодо власників корпоративних



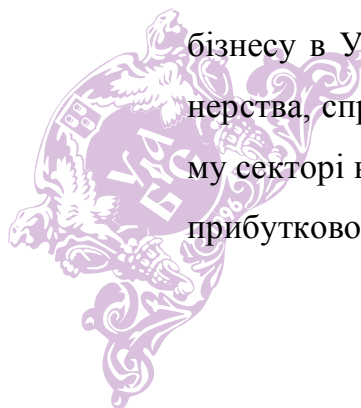
прав та захисту прав власників контрольних пакетів акцій, виключно важливою проблемою є корупція та політичні ризики. На сьогоднішній день розвиток венчурної індустрії в Україні стримується слабкою законодавчою базою, нерозвиненістю фондового ринку, непрозорістю фінансової діяльності компаній, відсутністю гарантій для інвестора. Усе більше очевидною стає необхідність посилення державної підтримки й державне стимулювання.

Саме проблемі вдосконалення механізму державної підтримки венчурного бізнесу в Україні з залученням широкого кола банківських установ і буде присвячено наступний підрозділ дисертаційного дослідження.

6.2. Державне стимулювання розвитку мережі венчурних фондів за участю банківських установ в Україні

В сьогоднішніх умовах невідкладним завданням держави є створення національної інноваційної системи з відповідною правовою, організаційною, фінансовою інфраструктурою. Держава, яка зацікавлена в ефективному здійсненні інноваційних процесів та відкритті власної технологічної ніші у світовій виробничій структурі, повинна стати співучасником та гарантом венчурного фінансування радикальних інноваційних проектів. Як свідчать закордонні дослідження [416, 426], навіть в США, де фондовий ринок вже не одне десятиріччя є найбільш розвинутим та ліквідним в світі, діяльність держави вплинула на становлення венчурного бізнесу як мінімум не менше, ніж динаміка ринків капіталу.

З метою реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні мають бути задіяні механізми державно-приватного партнерства, спрямовані на подолання дефіциту фінансових ресурсів в венчурному секторі вітчизняної економіки. Їх результатом повинна стати поява нового прибуткового сегменту венчурних інвестицій, що орієнтований на сектор ма-

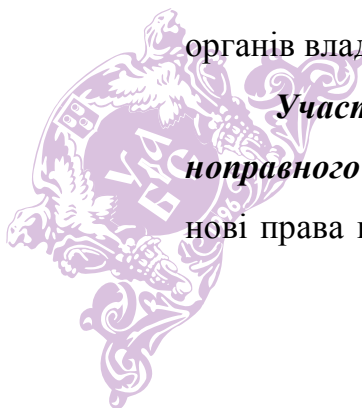


лих інноваційних підприємств. Основна ідея державно-приватного партнерства в венчурному бізнесі полягає в пайовій участі держави в венчурних фондах напряму або через посередництво спеціалізованого державного венчурного фонду. Крім того, держава повинна взяти на себе функції підготовки малих високотехнологічних компаній до запрошення венчурного інвестора шляхом фінансування їх на самих ранніх стадіях, коли вони знаходяться в стадії формування, мають лише проект або бізнес-ідею, збирають управлінську команду. Частково в сфері компетенції держави може бути і формування інфраструктури венчурного бізнесу, а саме: підготовка інноваційних менеджерів, організація коучінг-центрів, проведення венчурних ярмарок тощо.

Але найголовнішим є те, що на початковому етапі формування венчурної індустрії в Україні та недостатньої сформованості інституціональних інвесторів держава повинна взяти на себе ініціативу *створення мережі венчурних фондів за участю власних коштів із залученням широкого кола банківських установ на правах партнерів з обмеженою відповідальністю*.

Окремі аспекти державного регулювання розвитку венчурної індустрії в Україні досліджують сучасні вітчизняні економісти, а саме Бажал Ю.М. [46], Власова А.М. [136], Гальчинський А.С. [211], Геєць В.М. [185], Кузнецова А.Я. [258], Крупка М.І. [251], Лапко О.О. [265], Онишко С.В. [309], Черваньов Д.М. [398] та ін. Але, незважаючи на значну кількість наукових досліджень щодо розвитку венчурного фінансування в Україні, проблема залишається не вирішеною остаточно. Подальшого дослідження потребує комплекс питань, пов'язаних з трансформацією взаємовідносин держави і банківських установ в процесі розвитку венчурної індустрії в Україні, пошуком можливих шляхів удосконалення нормативно-правового та організаційно-економічного забезпечення їх взаємодії, визначенням функцій і повноважень державних органів влади при формуванні національної мережі венчурних фондів.

Участь держави у створенні мережі венчурних фондів в якості рівноправного партнера дозволить їй набувати і реалізовувати особисті і майнові права на об'єкти промислової та інтелектуальної власності, виконувати



делеговані їй функції фінансового забезпечення і комерційної реалізації нововведень. Реалізація державою прав управління та майнових прав на нематеріальні активи через фонди робить її суб'єктом ринкової економіки, який вкладає капітал у початкові стадії розвитку нових напрямків інноваційного процесу і по мірі їх економічної реалізації створює умови для нових інвестицій в інноваційний процес. Це дуже важливо, оскільки політика заміщення бюджетних видатків на інноваційну діяльність коштами інвестиційних і венчурних фондів для запобігання руйнуванню існуючого науково-технічного потенціалу необхідна та виправдана.

Для розвитку венчурного фінансування принципово важливо, щоб держава робила конкретні кроки щодо зниження ризику втрати вкладеного венчурного капіталу. У багатьох країнах світу існують різні програми гарантування для венчурних інвестицій, що забезпечують їх повернення в розмірі від 70% до 100%. Наприклад, такі програми вже довели свою дієвість в США, Бельгії, Германії, Нідерландах, Фінляндії, Швеції тощо [410, 353].

Як показує світова практика (США, Великобританія, Ізраїль), своєчасне та суттєве надходження державних коштів стимулює "перелив" приватного капіталу у венчурний сектор, причому держава бере на себе частину ризиків інвесторів. Наприклад, в Росії в 2005-2006 рр. були розпочаті роботи зі створення мережі регіональних венчурних фондів з 50%-ою державною участю, створений фонд фондів «Російська венчуркомпанія» (РВК), Російський інвестиційний фонд інформаційно-комунікаційних технологій.

Виходячи з досвіду країн, які в 1990-ті роки сформували власну венчурну індустрію (країни Європи, Ізраїль, Китай, Тайвань), адміністративна роль держави в формуванні венчурного бізнесу є визначальною. Всі заходи фінансового та інфраструктурного стимулювання повинні координуватися єдиним урядовим органом, завданням якого повинно стати збільшення числа малих інноваційних компаній, зростання обсягів венчурного інвестування в них, числа успішних виходів з венчурного бізнесу, а також зростання частки інноваційної продукції в ВВП країни. Повинен бути забезпечений взаємозв'язок



венчурної індустрії з великими підприємствами країни як потенційними споживачами продукції малих інноваційних компаній, з технопарками та бізнес-інкубаторами як середовищем формування компаній – реципієнтів венчурних інвестицій, з сектором прямих приватних інвестицій, який інвестує в компанії більш пізніх стадій, в тому числі – високотехнологічні.

На нашу думку, для реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні та координації всіх організаційних заходів в рамках цієї програми *має існувати певна державна інституція*. В роботі [143] запропоновано створити Департамент венчурного фінансування інноваційного розвитку з центром у м. Києві та регіональними відділеннями в обласних центрах. Цей департамент запропоновано створити як відкрите акціонерне товариство з метою формування пайових інвестиційних фондів відповідно до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [3]. Але, на нашу думку, створення нової державної установи лише призведе до підвищення трансакційних витрат на ринку інноваційного інвестування, зростання бюрократії та не дасть бажаного результату.

Саме тому пропонується підійти до реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні таким чином, щоб *координаційні функції держави у створенні мережі венчурних фондів взяли на себе вже існуючі державні установи, а саме*: Державне агентство України з інвестицій та інновацій (Держінвестицій), Державна інноваційна фінансово-кредитна установа (ДІФКУ), Державне підприємство «Національний центр впровадження галузевих інноваційних програм» (ДП «НЦВГП»), Український центр сприяння іноземному інвестуванню (УЦСІ) та національна мережа регіональних центрів інноваційного розвитку (НМРЦІР).

Крім того, як відомо, 8 листопада 2007 р. розпорядженням Кабінету Міністрів України [26] схвалена розроблена на замовлення Держінвестицій *концепція Державної цільової економічної Програми модернізації ринків капіталу в Україні* [15], метою якої є забезпечення конкурентоспроможності



ринків капіталу України шляхом проведення правового, інституційного та технологічного їх реформування на протязі 2008 – 2012 рр. Передбачається, що в результаті виконання завдань Програми будуть суттєво поліпшені умови перетворення вільних грошових коштів юридичних та фізичних осіб в інвестиційний капітал, що забезпечить стабільне економічне зростання, насамперед через інноваційний розвиток економіки. В результаті виконання Програми передбачається **створення нових фінансових інститутів за участю держави**, в тому числі:

- венчурного корпоративного інвестиційного фонду інноваційного розвитку (ВКІФР),
- державного інноваційно-інвестиційного банку (ДІБ);
- державної фінансової установи муніципального розвитку (ДФУМР).

Обсяги бюджетного фінансування Програми встановлюються щороку Законом України про Державний бюджет України. Прогнозні обсяги фінансування новостворених фінансових інститутів представлені в табл. 6.9.

Таблиця 6.9

Прогнозні обсяги фінансування новостворених фінансових інститутів у відповідності до Державної цільової економічної Програми модернізації ринків капіталу в Україні [15]

Статті витрат	Прогнозні обсяги фінансування, 2008-2012 рр., млн. грн.							
	всього	джерело	всього	У тому числі за роками, млн. грн.				
				2008	2009	2010	2011	2012
внески до статутного капіталу венчурного корпоративного інвестиційного фонду інноваційного розвитку	500,0	кошти державного бюджету	125,0		25,0	25,0	25,0	50,0
		інші джерела (приватні інвестиції)	375,0		75,0	75,0	75,0	150,0
внески до статутного капіталу державного інноваційно-інвестиційного банку	250,0	кошти державного бюджету	250,0	75,0	50,0	50,0	50,0	25,0
внески до статутного капіталу державної фінансової установи муніципального розвитку	100,0	кошти державного бюджету	100,0	50,0	50,0			

На нашу думку, ці державні інституції також мають бути задіяні в реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні.

Сутність пропонованого авторського організаційного механізму взаємодії існуючих та новостворюваних органів державної влади, іноземних та вітчизняних банківських установ, венчурних фондів та приватних інвесторів при реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні продемонстровано на рис. 6.1.

В основу цього механізму покладено наступну ідею: якщо загальний обсяг виділених з бюджету коштів на реалізацію загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні прийняти за 100%, то вони мають бути розподілені наступним чином:

– **20% коштів – на створення державного венчурного фонду (ДВФ)**, який формується виключно за рахунок коштів державного бюджету, що надаються через ДІФКУ за посередництва ДІБ. Кошти цього фонду напряму інвестуються в капітал високотехнологічних підприємств-початківців. На нашу думку, цей фонд має відрізнятися від інших венчурних фондів орієнтацією на саму ризиковану стадію бізнесу високотехнологічних компаній – початкову (seed, «посівну»), на якій залучення приватного капіталу вкрай ускладнено. Пропонується, щоб фінансова підтримка венчурних компаній за рахунок коштів ДВФ здійснювалася: по-перше, шляхом надання субординованих кредитів під 5% річних з можливістю відстрочити виплати за рахунок боргових інструментів на термін до 5 років, причому сума кредитів може перевищувати власний капітал венчурної фірми не більше, ніж у 2 рази, а по-друге – шляхом облігаційних позик з правом конверсії в звичайні акції;

– **80% коштів – на створення венчурного корпоративного інвестиційного фонду інноваційного розвитку (ВКІФІР)**, який повинен розмістити виділені йому з державного бюджету кошти (за посередництва ДІБ – через ДФУМР, яку пропонується підпорядкувати ДІФКУ) в певну кількість приватних венчурних фондів (ПВФ), які пропонується об'єднати в **Національну мережу регіональних приватних венчурних фондів (НМРПВФ)**.



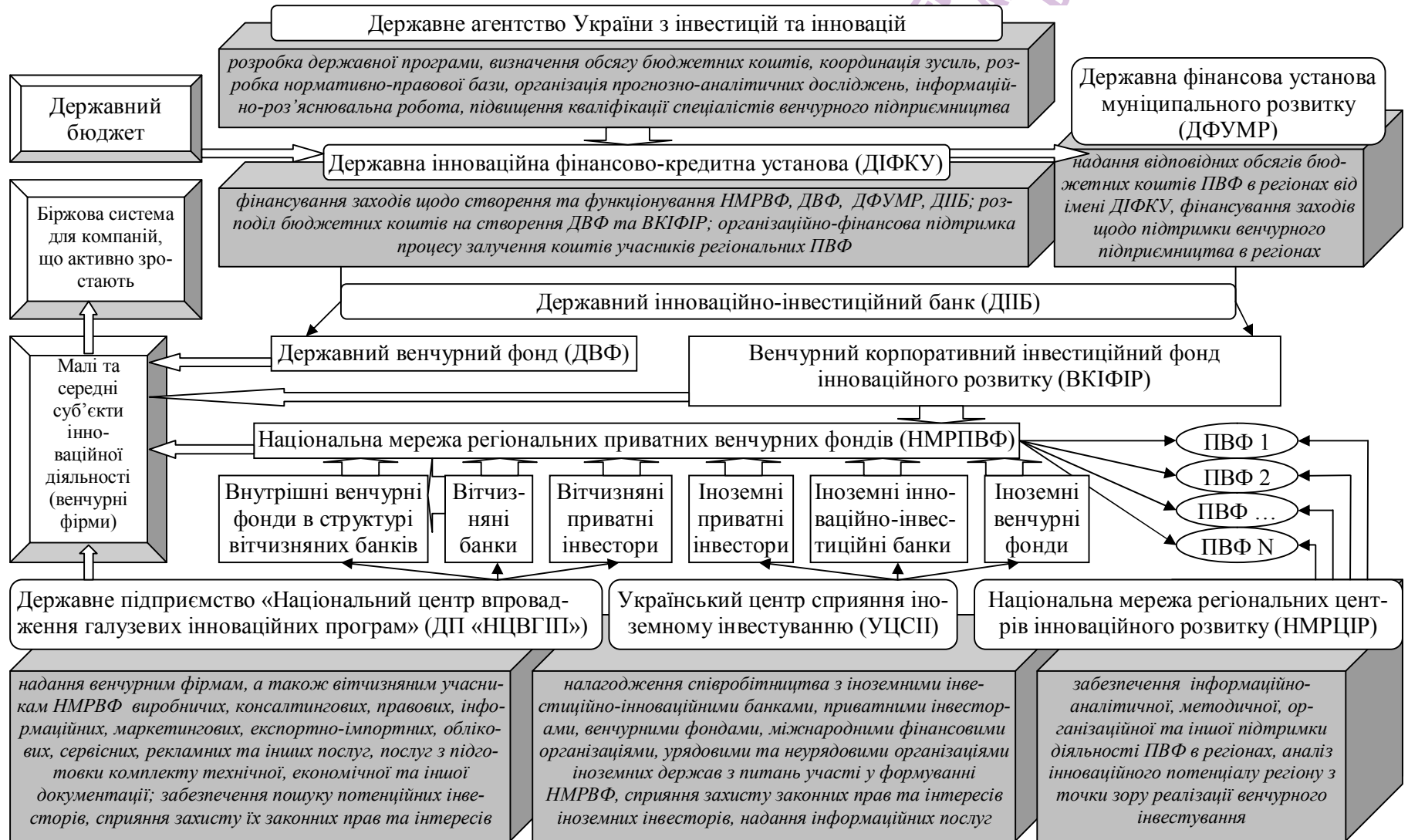


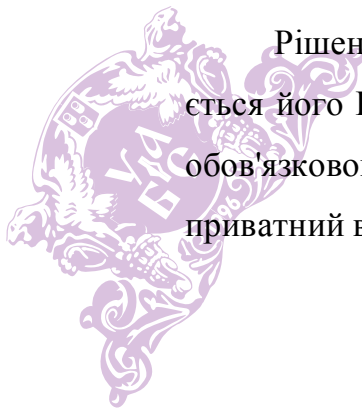
Рис. 6.1. Взаємодія учасників реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні (власна розробка)



Діяльність ВКІФІР має бути націлена на інноваційну модернізацію вітчизняної економіки, формування в короткостроковій перспективі розвинутої вітчизняної індустрії венчурного фінансування. В його функції має входити відбір на конкурсній основі приватних венчурних керуючих компаній та придбання частки у капіталі приватних венчурних фондів, що створюються керуючими венчурними компаніями, участь в управлінні фондом в якості генерального партнера. Як свідчить досвід Росії та Ізраїлю [66, 332], найоптимальнішим є створення близько 10 приватних венчурних фондів по всій країні, які, в свою чергу, мають профінансувати від 100 до 200 вітчизняних «стартапів» – малих інноваційних високотехнологічних компаній.

Пропонується передбачити наступні умови отримання приватним венчурним фондом державної підтримки: частка ВКІФІР в загальному бюджеті фонду повинна складати 40%, а 60% коштів фонд повинен залучити від інших інвесторів, серед яких мають бути, по-перше, вітчизняні банківські установи, а по-друге – авторитетні іноземні венчурні фонди, інвестиційно-інноваційні банки або приватні інвестори. Оскільки вітчизняний досвід ефективного управління венчурним капіталом, створення українських керуючих компаній з великим власним капіталом та досвідом роботи в даному секторі економіки, поки що, нажаль, вкрай малий, обов'язковою умовою має стати безпосередня участь іноземного партнера в управлінні фондом. Вважається, що співпраця вітчизняних учасників венчурного бізнесу з іноземними професіоналами дозволить їм набути необхідний досвід та навички, які в майбутньому нададуть можливість формувати власні венчурні фонди або керуючі компанії (без участі держави та іноземних партнерів). При цьому принципово важливо, щоб регулюючі державні нормативи щодо діяльності керуючих компаній венчурного капіталу були обґрунтовано послаблені.

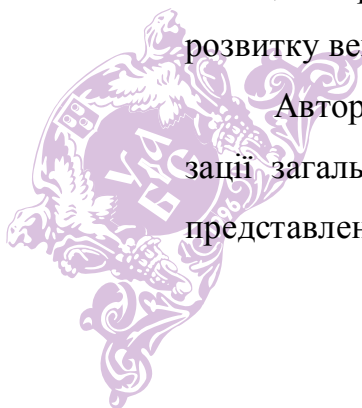
Рішення щодо участі ВКІФІР в приватних венчурних фондах приймається його Радою директорів на основі рекомендацій конкурсної комісії при обов'язковому виконанні наступної умови: обсяг коштів, яким управлятиме приватний венчурний фонд, повинен бути не менш 3 млн. дол.



У випадку, якщо реалізація інноваційного заходу приватним венчурним фондом завершиться поразкою, фонд не повинен буде повертати державі її частку у розмірі 40% первісних вкладень ВКІФІР. У разі успішного завершення венчурного фінансування ми пропонуємо надати приватним інвесторам право на отримання 5-річних опціонів на викуп державної частки в фонді по номіналу плюс доходність у розмірі 5-7% річних. Таким чином, більш, ніж 90% доходу буде отримано приватними учасниками фонду, а участь держави полягатиме лише у тимчасовому наданні фінансових ресурсів з метою орієнтації на подальше поповнення бюджету за рахунок податків, сплачуваних венчурними фірмами, створення нових робочих місць, формування позитивного інноваційного поля тощо.

Крім того, з метою стимулювання приватних інвесторів до участі у створених таким чином венчурних фондах, ми вважаємо за необхідне, щоб держава добровільно обмежила свій дохід від вкладених нею коштів на рівні 1/5 ставки рефінансування НБУ, а приватні інвестори мали право вільно розподіляти між собою всю іншу частку сукупного доходу. На нашу думку, участь держави як співвласника приватних венчурних фондів забезпечить належний контроль над цільовим використанням венчурного капіталу. Крім того, приватним інвесторам цих фондів можуть бути надані привілеї щодо отримання доходу, згідно з якими держава може погодитися почати отримувати свою частку доходу лише після того, як приватні інвестори повернуть собі початкову суму вкладень із заздалегідь обумовленою нормою доходності. Таким чином держава фактично приймає на себе роль гаранта. Виходячи з обсягу державного фінансування ВКІФІР (125 млн. грн.), передбаченого Державною Програмою [15], можна стверджувати, що загальний бюджет реалізації запропонованого механізму виконання загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні становитиме 156,25 млн. грн.

Авторські пропозиції щодо формування фінансового механізму реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні представлені на рис. 6.2.



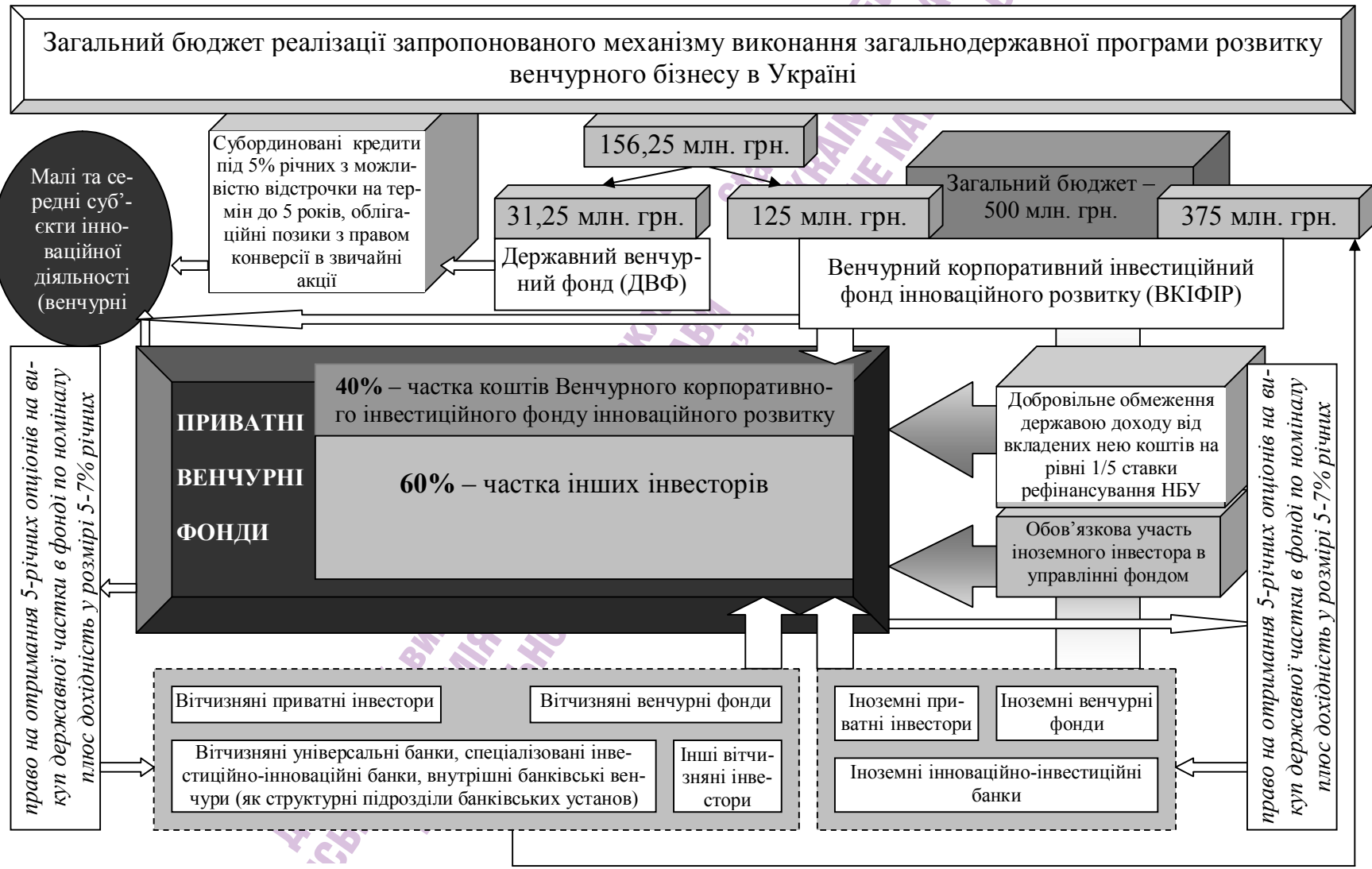
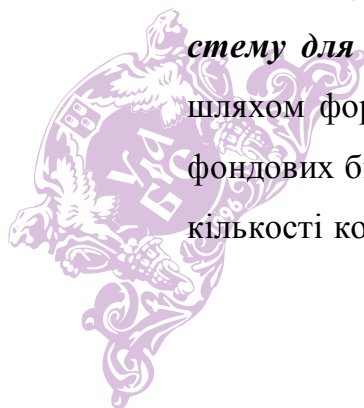


Рис. 6.2. Фінансовий механізм реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні (власна розробка)



Крім того, на нашу думку, участь держави у стимулюванні розвитку венчурного бізнесу в Україні повинна також полягати в *розвитку позабіржових та окоlobіржових ринків цінних бумах зі зниженими вимогами до компаній, що випускають акції*. Це пов'язане з тим, що вихід нових і невеликих компаній на біржу (перетворення їх в «публічні інноваційні корпорації») має й один нюанс: традиційні фондові біржі звичайно недоступні для невеликих компаній у зв'язку з жорсткими умовами лістингу (процедури допуску цінних паперів до котирування на біржі). Інвестори венчурного капіталу повинні мати можливість та механізми виходу з бізнесу через фондовий ринок. В дослідженні Б.Блека та Р.Гілсона [412] обґрунтовано, що наявність ліквідного фондового ринку дозволить венчурним капіталістам та підприємцям, що збираються створити високотехнологічну компанію, укласти неявну угоду щодо розподілу контрольних функцій в цій компанії. Потенційна можливість проведення первісного розміщення акцій на фондовому ринку дає підприємцю шанс повернути контроль (принаймні – частково) над управлінням компанією. Саме тому він в меншій мірі схильний поводити себе опортуністично по відношенню до венчурного інвестора та в більшій мірі зацікавлений в залученні венчурних фондів. Іншими словами, ліквідний фондовий ринок не тільки підвищує попит на венчурний капітал, але й знижує трансакційні витрати по створенню нових високотехнологічних фірм. Крім того, фондовий ринок сприяє накопиченню знань та появі управлінських кадрів, що є необхідними для розвитку венчурних фондів. Підприємці, що продали свої компанії на фондовому ринку, в майбутньому перетворюються на професійних венчурних інвесторів, оскільки мають відповідні технологічні та управлінські навички для роботи в високотехнологічному секторі економіки [355].

Виходячи з цього, *ми пропонуємо створити вітчизняну біржову систему для високотехнологічних компаній, що динамічно розвиваються*, шляхом формування мережі спеціалізованих біржових площадок на діючих фондових біржах, а також на венчурних ярмарках. Надалі, у міру збільшення кількості компаній, що одержали венчурні інвестиції, і перебувають на етапі



виходу з них венчурних фондів, мають бути створені реально діючі електронні біржі високотехнологічних компаній у мережі Інтернет і самостійні біржові площадки. Причому венчурні фірми згодом (по закінченню періоду венчурного фінансування) повинні мати можливість перейти до лістинг на первісному фондовому ринку або залишитися у лістингу в зазначеній біржовій системі. Основними її завданнями мають стати: орієнтація на зростаючі підприємства, що прагнуть вийти на ринок, забезпечення системи торгів з високим рівнем ліквідності цінних паперів та легким доступом до цих торгів венчурних інвесторів, заохочення інвестиційних банків до спонсорування виходу компаній на ринок акцій, формування спеціалізованого сектору посередників для виходу на фондовий ринок компаній, що активно зростають тощо. Її структуру та принципи функціонування можна запозичити з досвіду США (біржова система NASDAQ), Європи (європейська асоціація біржових дилерів EASD, біржові системи EURO.NM, EASDAQ), Південної Кореї (асоціація автоматичного квотування дилерів фондового ринку Кореї KOSDAQ) [307]. Розробка фінансових механізмів функціонування цієї системи може стати предметом подальших досліджень вітчизняних науковців.

У найближчі роки за участю зацікавлених міністерств і відомств, основних учасників фондового ринку необхідно розробити державну стратегію розвитку фондового ринку й стимулювання довгострокових інвесторів, яка повинна передбачати законодавчі й економічні заходи, що сприяють розвитку інституту первісної публічної пропозиції акцій на фондовому ринку й корпоративних фондах венчурного інвестування. У рамках побудови інфраструктури венчурної індустрії й відповідно до даної стратегії державна підтримка може виявлятися в створенні структурних елементів фондового ринку – електронних бірж, проведенні венчурних ярмарків, організації апробацій торгів акціями високотехнологічних українських компаній на діючих вітчизняних й закордонних фондових біржах.

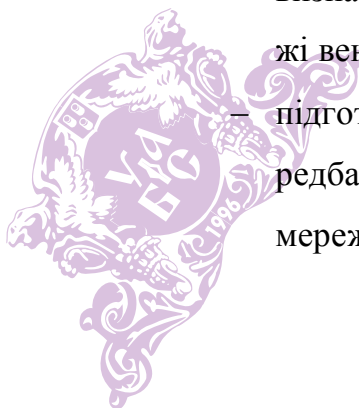


Визначимо функції існуючих державних інституцій в рамках запропонованого на рис. 6.1 авторського організаційного механізму реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні.

Як відомо, 30 грудня 2005 р. Указом Президента України [35] утворене *Державне агентство України з інвестицій та інновацій* (Держінвестицій) як спеціально уповноважений центральний орган виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності із спеціальним статусом. Основними його завданнями є: участь у формуванні та забезпеченні реалізації державної політики у сфері інвестицій та інноваційної діяльності; створення національної інноваційної системи для забезпечення проведення ефективної державної інноваційної політики, координація роботи центральних органів виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності. Для забезпечення реалізації державної політики та посилення регіональної компоненти в інноваційній інфраструктурі це агентство на виконання доручення Уряду розробило розпорядження Кабінету Міністрів України „Питання утворення регіональних центрів інноваційного розвитку”, яке було схвалене 3 травня 2007 року за №255-р. Протягом травня – липня 2007 р. воно сформувало національну мережу з 11 регіональних центрів інноваційного розвитку.

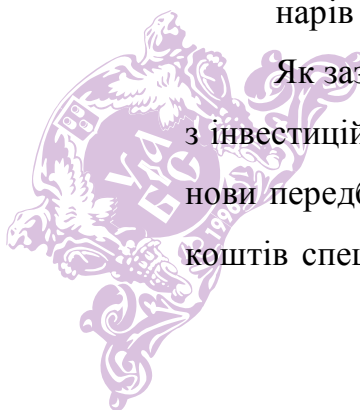
Виходячи з переліку основних функцій та завдань Держінвестицій, наведених в таблиці Б.1 додатку Б, ми вважаємо можливим стверджувати, що *при реалізації запропонованого на рис. 6.1 авторського механізму створення вітчизняної мережі венчурних фондів за участю банківських установ воно в межах своїх повноважень має виконувати наступні функції:*

- розробка державних програм сприяння розвитку венчурного бізнесу в Україні;
- визначення обсягу бюджетних коштів для створення вітчизняної мережі венчурних фондів;
- підготовка і подання в установленому порядку пропозицій щодо передбачення у державному бюджеті коштів для створення вітчизняної мережі венчурних фондів;



- затвердження порядку формування і використання державною інноваційною фінансово-кредитною установою коштів, спрямованих на фінансове забезпечення створення мережі венчурних фондів в Україні;
- підготовка і подання в установленому порядку пропозицій щодо визначення пріоритетних напрямків венчурного інвестування за рахунок державного венчурного фонду;
- координація роботи центральних органів виконавчої влади в процесі функціонування вітчизняної мережі венчурних фондів;
- розробка у межах своїх повноважень проектів нормативно-правових актів щодо регулювання взаємодії інституційних суб'єктів мережі венчурних фондів і подання їх в установленому порядку Кабінету Міністрів України;
- координація залучення інвестицій для забезпечення розвитку венчурного бізнесу в Україні;
- розробка механізму надання фінансової підтримки при формуванні мережі венчурних фондів в Україні;
- організація роботи з проведення прогнозно-аналітичних досліджень тенденцій у розвитку венчурного бізнесу в світі;
- визначення порядку та організація конкурсного відбору венчурних фірм щодо їх фінансування за рахунок державного венчурного фонду;
- організація підвищення кваліфікації спеціалістів венчурного підприємництва;
- проведення у межах своїх повноважень інформаційно-роз'яснювальної та консультативної роботи щодо розвитку венчурного бізнесу в Україні, участь у підготовці та проведенні конференцій, симпозіумів, семінарів щодо створення вітчизняної мережі венчурних фондів.

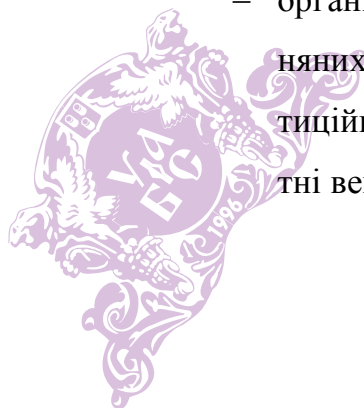
Як зазначається на офіційному веб-сайті Державного агентства України з інвестицій та інновацій [176], в якості однієї з основних функцій цієї установи передбачено, що вона затверджує порядок формування і використання коштів спеціалізованими державними інноваційними фінансово-кредитними



установами, що належать до сфери управління Держінвестицій, і здійснює контроль за їх діяльністю. У вересні 2006 р. з метою забезпечення ефективного управління спеціалізованою “Українською державною інноваційною компанією” її було передано до сфери управління Державного агентства України з інвестицій та інновацій. 8 серпня 2007 р. було схвалено Постанову Кабінету Міністрів України [16], згідно з якою Українську державну інноваційну компанію було перейменовано у *Державну інноваційну фінансово-кредитну установу (ДФКУ)*, а також було внесено зміни до її Статуту.

Виходячи з переліку основних функцій та завдань Державної інноваційної фінансово-кредитної установи, наведених в таблиці Б.1 додатку Б, ми вважаємо можливим стверджувати, що *при реалізації запропонованого на рис. 6.1 авторського механізму створення вітчизняної мережі венчурних фондів за участю банківських установ вона в межах своїх повноважень має виконувати наступні функції:*

- фінансування за рахунок власних та залучених коштів створення національної мережі регіональних приватних венчурних фондів;
- фінансування заходів щодо створення та функціонування Державного венчурного фонду;
- фінансування заходів щодо створення та функціонування Державної фінансової установи муніципального розвитку;
- фінансове забезпечення створення Державного інноваційно-інвестиційного банку;
- розподіл бюджетних коштів на створення Державного венчурного фонду (20% виділеного бюджету) та Венчурного корпоративного інвестиційного фонду інноваційного розвитку (80% виділеного бюджету);
- організаційно-фінансова підтримка процесу залучення коштів вітчизняних та іноземних приватних інвесторів, венчурних фондів та інвестиційно-інноваційних банків як цільових вкладень у регіональні приватні венчурні фонди.



Державне підприємство «Національний центр впровадження галузевих інноваційних програм» (ДП «НЦВГП») утворено відповідно до наказу Голови Державного агентства України з інвестицій та інновацій (Держінвестицій) від 12 квітня 2007 року №23 на виконання Указу Президента України [34]. Метою ДП «НЦВГП» є розробка та впровадження інноваційних програм та розвитку інноваційної інфраструктури.

Виходячи з переліку основних функцій та завдань ДП «НЦВГП», наведених в таблиці Б.1 додатку Б, ми вважаємо можливим стверджувати, що **при реалізації запропонованого на рис. 6.1 авторського механізму створення вітчизняної мережі венчурних фондів за участю банківських установ воно в межах своїх повноважень має виконувати наступні функції:**

- надання малим та середнім суб'єктам інноваційної діяльності (венчурним фірмам), а також вітчизняним приватним інвесторам та банківським установам, що є учасниками регіональних приватних венчурних фондів, створених в рамках національної мережі, виробничих, консалтингових, правових, інформаційних, маркетингових, експортно-імпортних, облікових, сервісних, рекламних та інших послуг, послуг з підготовки комплекту технічної, економічної та іншої необхідної документації;
- забезпечення пошуку потенційних приватних інвесторів та банківських установ, що мають бажання виступити учасниками регіональних приватних венчурних фондів;
- забезпечення захисту прав учасників приватних венчурних фондів і прав інтелектуальної власності;
- створення та підтримка діяльності експертно-дослідницьких центрів, аналітичних і статистичних центрів, інформаційних баз і мереж.

Український центр сприяння іноземному інвестуванню (УЦСІ)

створений згідно з Постановою Кабінету Міністрів України [17] із змінами і доповненнями, внесеними Постановою Кабінету Міністрів України [18]. Основними його завданнями є формування позитивного інвестиційного іміджу



України, сприяння залученню іноземних інвестицій, стимулювання діяльності інвесторів і сприяння досудовому врегулюванню спорів між інвесторами і державними органами. Центр створено з метою поліпшення інвестиційного іміджу України, створення сприятливих економічних, правових і організаційних умов для діяльності іноземних інвесторів. Дане відомство належить до сфери керування Мінекономіки, є неприбутковою організацією, надає безкоштовні послуги (перелік окремих послуг, які можуть надаватися на платній основі, а також тарифи на ці послуги затверджуються у встановленому порядку міністром економіки). Для здійснення контролю за діяльністю центру, виконанням покладених на Центр задач Кабінетом Міністрів України створена наглядова рада. До його складу можуть входити представники органів державної влади й органів місцевого самоврядування, а також представники міжнародних фінансових організацій, донорів, міжнародних неурядових організацій, насамперед об'єднань підприємців і інвесторів.

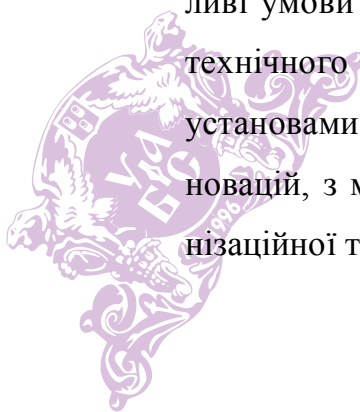
Виходячи з переліку основних функцій та завдань УЦСП, наведених в таблиці Б.1 додатку Б, ми вважаємо можливим стверджувати, що *при реалізації запропонованого на рис. 6.1 авторського механізму створення вітчизняної мережі венчурних фондів за участю банківських установ він в межах своїх повноважень має виконувати наступні функції:*

- налагодження співробітництва з іноземним інвестиційно-інноваційними банками, приватними інвесторами, венчурними фондами, міжнародними фінансовими організаціями, урядовими та неурядовими організаціями іноземних держав з питань участі у формуванні національної мережі регіональних приватних венчурних фондів;
- надання потенційним іноземним учасникам приватних венчурних фондів інформації щодо умов підприємницької та інвестиційної діяльності, інвестиційних можливостей України та її регіонів;
- надання допомоги у практичному застосуванні додаткових інструментів сприяння залученню іноземних учасників венчурного фінансування, адаптованих до умов конкретних регіонів;



- підготовка пропозицій щодо стимулювання участі іноземних партнерів у функціонуванні національної мережі регіональних приватних венчурних фондів;
- сприяння захисту законних прав та інтересів іноземних інвесторів в їх відносинах з державними органами під час реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні,
- сприяння досудовому врегулюванню спорів між іноземними учасниками приватних венчурних фондів та державними органами; проведення опитувань і досліджень з питань участі іноземних інвесторів у функціонуванні національної мережі регіональних приватних венчурних фондів;
- взаємодія з місцевими органами виконавчої влади та органами місцевого самоврядування у проведенні спільних заходів щодо сприяння залучення іноземних партнерів до національної мережі регіональних приватних венчурних фондів;
- надання відповідно до законодавства інформаційних послуг іноземним інвесторам з питань започаткування діяльності в Україні, інформації щодо потенційних об'єктів венчурного інвестування, в тому числі щодо потреб окремих регіонів у венчурному капіталі;
- підтримання зв'язків з Міжнародною асоціацією агентств сприяння інвестиціям тощо.

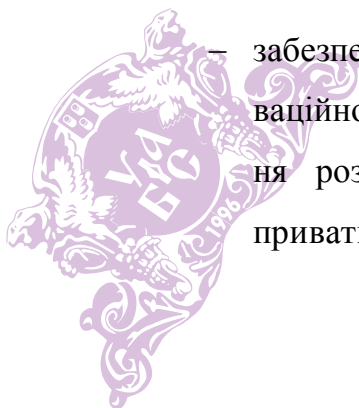
Національна мережа регіональних центрів інноваційного розвитку (НМРЦІР) створена згідно з розпорядженням Кабінету Міністрів України [25]. Мережа регіональних центрів інноваційного розвитку, яка включає 10 установ і охоплює всі області України та Автономної республіки Крим, має поліпшити інноваційну інфраструктуру у регіонах, забезпечити сприятливі умови для збереження, розвитку і використання вітчизняного науково-технічного та інноваційного потенціалу. Центри є державними бюджетними установами, утвореними Державним агентством України з інвестицій та інновацій, з метою забезпечення інформаційно-аналітичної, методичної, організаційної та іншої підтримки інноваційного розвитку окремих регіонів Укра-



їни. Так, наприклад, розташований у Вінниці Південно-західний регіональний центр інноваційного розвитку опікується Хмельницькою, Вінницькою та Чернівецькою областями, діяльність Донецького регіонального центру інноваційного розвитку охоплює Донецьку та Луганську області, а зусилля Дніпровського центру інноваційного розвитку спрямовані на інноваційний розвиток Дніпропетровської та Запорізької областей. Основні завдання регіональних центрів інноваційного розвитку полягають у проведенні аналізу інноваційного потенціалу та забезпеченні наукової та іншої підтримки впровадження програм і проектів інноваційного розвитку відповідних регіонів, у тому числі через механізм програмно-цільового фінансування відповідно до законодавства на конкурсній основі науково-технічних програм і окремих розробок, спрямованих на реалізацію пріоритетних напрямів розвитку науки і техніки. Ці центри сприяють розвитку інформаційно-консалтингового забезпечення інноваційної діяльності та інноваційного розвитку, надають підтримку процесу становлення та розширення регіональної інноваційної інфраструктури, а також реалізації відповідно до законодавства України пріоритетних напрямів інноваційної діяльності. Крім того, центри відповідають за налагодження взаємодії науково-дослідних, інноваційних підприємств, установ та організацій, органів державної влади щодо інноваційного розвитку регіонів.

Виходячи з переліку основних функцій та завдань НМРЦІР, наведених в таблиці Б.1 додатку Б, ми вважаємо можливим стверджувати, що ***при реалізації запропонованого на рис. 6.1 авторського механізму створення вітчизняної мережі венчурних фондів за участю банківських установ вона в межах своїх повноважень має виконувати наступні функції:***

- аналіз інноваційного потенціалу регіону з точки зору реалізації венчурного інвестування;
- забезпечення наукової та іншої підтримки впровадження програми інноваційного розвитку регіону за рахунок венчурного інвестування сприяння розвитку інформаційно-консалтингового забезпечення діяльності приватних венчурних фондів в регіоні;



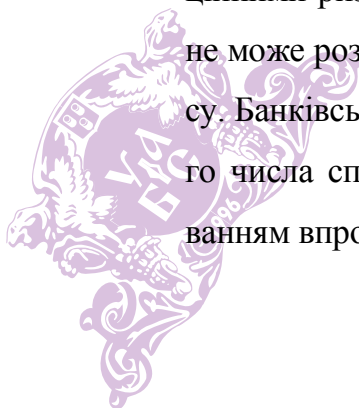
- підтримка процесу становлення та розширення національної мережі регіональних венчурних фондів;
- організація взаємодії науково-дослідних, інноваційних підприємств, установ та організацій, органів державної влади та приватних венчурних фондів в регіоні.

Узагальнення основних авторських пропозицій щодо функцій, які повинні виконувати державні установи при реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні, наведені в таблиці 6.10.

Оскільки, як зазначалося вище, основним з найактивніших учасників розробленого авторського механізму реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні є банківські установи, особливої актуальності набуває визначення та конкретизація їх функцій в цьому процесі, а також розробка конкретних фінансових механізмів реалізації покладених на них завдань. Вирішенню саме цих питань і буде присвячений наступний підрозділ дисертаційного дослідження.

6.3. Розробка фінансових механізмів участі банківських установ у функціонуванні венчурних фондів в Україні

Альтернативою банківського кредитування інноваційної діяльності й одним з нових і перспективних напрямків діяльності комерційних банків в інноваційній сфері є їхня участь у венчурному фінансуванні. У зв'язку з особливими функціями венчурного капіталу й надзвичайно високими його інвестиційними ризиками (особливо на стадії розробки інновацій), банківський сектор не може розглядатися як один з найбільш активних учасників венчурного бізнесу. Банківська присутність у ньому звичайно обмежується діяльністю невеликого числа спеціалізованих банків і підрозділів, зайнятих, як правило, фінансуванням впроваджувальних розробок по освоєнню інноваційних продуктів.



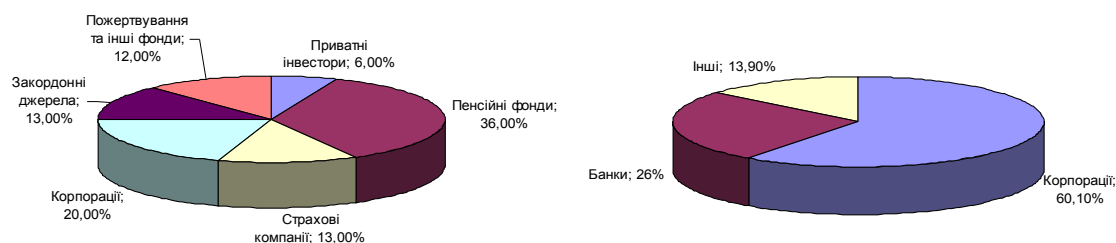
**Авторські пропозиції щодо визначення основних функцій державних установ
при реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні**

<i>Назва</i>	<i>Нормативно-правова основа функціонування</i>	<i>Пропонований перелік основних завдань та функцій</i>
Державне агентство України з інвестицій та інновацій (Держінвестицій)	створено згідно з Указом Президента України [35], визнано спеціально уповноваженим центральним органом виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності згідно з Постановою Кабінету Міністрів України [20]	розробка державних програм сприяння розвитку венчурного бізнесу; визначення обсягу бюджетних коштів для створення НМРВФ; розробка механізму надання фінансової підтримки при формуванні НМРВФ, затвердження порядку формування і використання ДІФКУ коштів, спрямованих на її створення; визначення пріоритетних напрямків венчурного інвестування за рахунок ДВФ; координація роботи центральних органів виконавчої влади в процесі функціонування НМРВФ; розробка проєктів нормативно-правових актів щодо регулювання взаємодії інституційних суб'єктів НМРВФ; координація залучення інвестицій для забезпечення розвитку венчурного бізнесу; організація роботи з проведення прогнозно-аналітичних досліджень тенденцій у розвитку венчурного бізнесу в світі; визначення порядку та організація конкурсного відбору венчурних фірм щодо їх фінансування за рахунок ДВФ; організація підвищення кваліфікації спеціалістів венчурного підприємництва, проведення інформаційно-роз'яснювальної та консультативної роботи щодо розвитку венчурного бізнесу.
Державне підприємство «Національний центр впровадження галузевих інноваційних програм» (ДП «НЦВГП»)	створено відповідно до наказу Голови Державного агентства України з інвестицій та інновацій (Держінвестицій) від 12 квітня 2007 року № 23 на виконання Указу Президента України [34]	надання венчурним фірмам, а також вітчизняним приватним інвесторам та банківським установам, що є учасниками НМРВФ, виробничих, консалтингових, правових, інформаційних, маркетингових, експортно-імпорتنних, облікових, сервісних, рекламних та інших послуг, послуг з підготовки комплексу технічної, економічної та іншої документації; забезпечення пошуку потенційних приватних інвесторів та банківських установ, що мають бажання виступити учасниками НМРВФ; забезпечення захисту прав учасників ПФФ і прав інтелектуальної власності; створення та підтримка діяльності експертно-дослідницьких центрів, аналітичних і статистичних центрів, інформаційних баз і мереж.
Державна інноваційна фінансово-кредитна установа (ДІФКУ)	створена відповідно до Постанови Кабінету [16] як правонаступник Української державної інноваційної компанії	фінансування заходів щодо створення та функціонування НМРВФ, ДВФ, ДФУМР, ДІБ; розподіл бюджетних коштів на створення ДВФ (20% виділеного бюджету) та ВКІФР (80% виділеного бюджету); організаційно-фінансова підтримка процесу залучення коштів вітчизняних та іноземних приватних інвесторів, венчурних фондів та інвестиційно-інноваційних банків як цільових вкладень у регіональні ПФФ.
Український центр сприяння іноземному інвестуванню (УЦСП)	створена постановою Кабінету Міністрів України [17] із змінами і доповненнями, внесеними Постановою Кабінету Міністрів України [18]	налагодження співробітництва з іноземними інвестиційно-інноваційними банками, приватними інвесторами, венчурними фондами, міжнародними фінансовими організаціями, урядовими та неурядовими організаціями іноземних держав з питань участі у формуванні НМРВФ; надання потенційним іноземним учасникам приватних венчурних фондів інформації щодо умов підприємницької та інвестиційної діяльності, інвестиційних можливостей України та її регіонів; надання допомоги у практичному застосуванні додаткових інструментів сприяння залученню іноземних учасників венчурного фінансування, адаптованих до умов конкретних регіонів; підготовка пропозицій щодо стимулювання участі іноземних партнерів у функціонуванні НМРВФ; сприяння захисту законних прав та інтересів іноземних інвесторів в їх відносинах з державними органами під час реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні, сприяння досудовому врегулюванню спорів між іноземними учасниками ПФФ та державними органами; проведення опитувань і досліджень з питань участі іноземних інвесторів у функціонуванні НМРВФ; взаємодія з місцевими органами виконавчої влади та органами місцевого самоврядування у проведенні спільних заходів щодо сприяння залучення іноземних партнерів до НМРВФ; надання відповідно до законодавства інформаційних послуг іноземним інвесторам з питань започаткування діяльності в Україні, інформації щодо потенційних об'єктів венчурного інвестування, в тому числі щодо потреб окремих регіонів у венчурному капіталі; підтримання зв'язків з Міжнародною асоціацією агентств сприяння інвестиціям.
Національна мережа регіональних центрів інноваційного розвитку (НМРЦІР)	створена згідно з розпорядженням Кабінету Міністрів України [25]	аналіз інноваційного потенціалу регіону з точки зору реалізації венчурного інвестування; забезпечення наукової та іншої підтримки впровадження програм інноваційно-бізнесового розвитку регіонів з підтримкою процесу становлення та розвитку венчурного бізнесу в регіоні.



Однак банки можуть і повинні зайняти власну нішу на ринку венчурного підприємництва, обумовлену фінансовою підтримкою процесів впровадження раніше розроблених нововведень, прогресивних технологій, наукомістких виробництв, ризику яких значно нижче, ніж при розробці інноваційних продуктів. Банківський сектор також може надавати фінансову допомогу структурам венчурного капіталу, що бере на себе суто інноваційні ризики. У зв'язку із цим роль банківського сектора в розвитку венчурного бізнесу представляється хоча й опосередкованою, але досить значною (особливо з урахуванням стадії властиво впровадження, що традиційно відставала від стадії концептуальних розробок).

Питома вага банківських структур у венчурному бізнесі значно більше в країнах Західної Європи, ніж у США, що продемонстровано на рис. 6.3.



а) США, станом на 2002 р.

б) країни ЄС, станом на 2002 р.

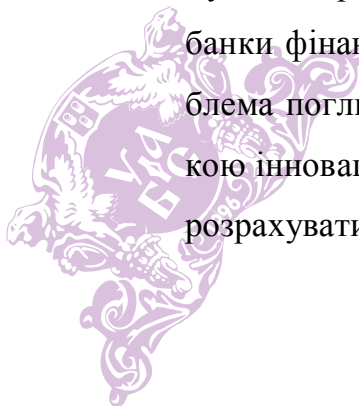
Рис. 6.3. Структура джерел фінансування венчурних фондів (складено автором на основі [306, 202])

У Німеччині, наприклад, на частку банків у середині 1990-х років доводилося більше половини всього працюючого в країні венчурного капіталу. Цим частково пояснюється переважна орієнтація західноєвропейських інвесторів на більше традиційні й менш ризиковані проекти. У середньому в Європі приблизно 1/3 усього венчурного капіталу надається банками, які орієнтовані на відносно безпечні інвестиції. В Німеччині, де більш ніж 40% капі-

талу венчурних компаній формується банками, питома вага коштів, вкладених безпосередньо в створення нових інноваційних компаній значно вище, ніж у Великобританії, де банківська участь в венчурному бізнесі складає лише 25%. Крім того, інвестиції на етапі створення та запуску високотехнологічних компаній у відсотках до ВВП в Німеччині вище, ніж у Великобританії [421].

Нажаль, в Україні банківський сектор сьогодні орієнтується на великі інноваційні проекти, гарантом у кредитуванні яких виступає держава і які характеризуються швидкою окупністю, низькою ставкою рефінансування. Українські банки, як правило, надають кредити тим підприємствам, які мають значний досвід діяльності на ринках і стабільний дохід в останні роки своєї діяльності. У той же час, малі венчурні фірми, кооперативи та інші малі та середні організації, діяльність яких пов'язана з науково-технічною сферою, що відзначається значним ступенем ризику, залишаються поза полем зору інтересів більшості кредитних інститутів України. Початківці венчурного бізнесу не тільки не мають досвіду й постійних прибутків, а й працюють зі значними ризиками, мають високий ступінь невизначеності кінцевого результату, упевненості в його потенційному використанні у виробничій сфері й можливості комерційної реалізації інноваційного продукту. Саме ці фактори стримують кредитування венчурного підприємництва й не сприяють широкому припливу кредитних ресурсів в інноваційну сферу [251].

Обмеженість фінансових ресурсів вітчизняних банків, а також їх надмірна «заліцензованість» з боку НБУ не дають можливості активно приймати участь в фінансуванні венчурного бізнесу, кредитувати ключові складові інноваційної сфери економіки – малі венчурні підприємства, що істотно стримує їхній розвиток, гальмує економічний підйом всієї економіки. Зацікавити банки фінансувати діяльність венчурних підприємств дуже складно. Ця проблема поглиблюється також і слабкою теоретичною й практичною підготовкою інноваційних менеджерів венчурних підприємств, їхнім невмінням точно розрахувати розмір кредиту, достатній для фінансування інноваційного проє-



кту в повному обсязі, й припустимий строк його повернення, у результаті чого частка неповернених кредитів у цій сфері росте, а більшість банків починають трактувати венчурне фінансування інновацій як добродійність.

Незважаючи на те, що сьогодні вітчизняні банки поки що не прагнуть активно збільшувати обсяги своєї участі в операціях венчурного фінансування у зв'язку з їх підвищеною ризиковістю, провідні аналітики інвестиційного ринку України стверджують, що з розвитком інвестиційних кредитних організацій і загостренням конкуренції на ринку ситуація цілком може змінитися. Поки що банки не завжди є справжніми венчурними фахівцями, готовими йти на розумний ризик. Наприклад, вони можуть вимагати дострокового погашення кредиту при відсутності достатнього забезпечення у компанії, або при виявленні ознак настання період спаду в компанії після періоду активного розвитку (що є звичайним явищем для молодих компаній, і що професійні венчурні інвестори приймають до уваги). Крім того, для здійснення венчурного фінансування в банках повинні працювати відповідні фахівці, що знаються на специфіці інноваційних проектів і розвитку венчурних компаній, яких, нажаль, поки що не вистачає.

В роботах багатьох вітчизняних та закордонних вчених [170] ґрунтовно досліджені основні етапи циклу венчурного інвестування, виходячи з чого ми не будемо зупинятися на детальному розгляді кожного з них. Тривалість повного циклу ризикових капіталовкладень в одну фірму перебуває в дуже широких межах: відомі приклади, коли з моменту зародження фірми до її реєстрації на біржі проходило менш 3-х років, однак у більшості випадків цей термін становить 5-10 років. Систематизація цього матеріалу, а також власні дослідження дають нам підстави стверджувати, що банки в тих чи інших формах можуть приймати участь у фінансуванні на кожному етапі зазначеного циклу, на всіх стадіях життєвого циклу виробництва інноваційного продукту, що і продемонстровано на рис. 6.4.



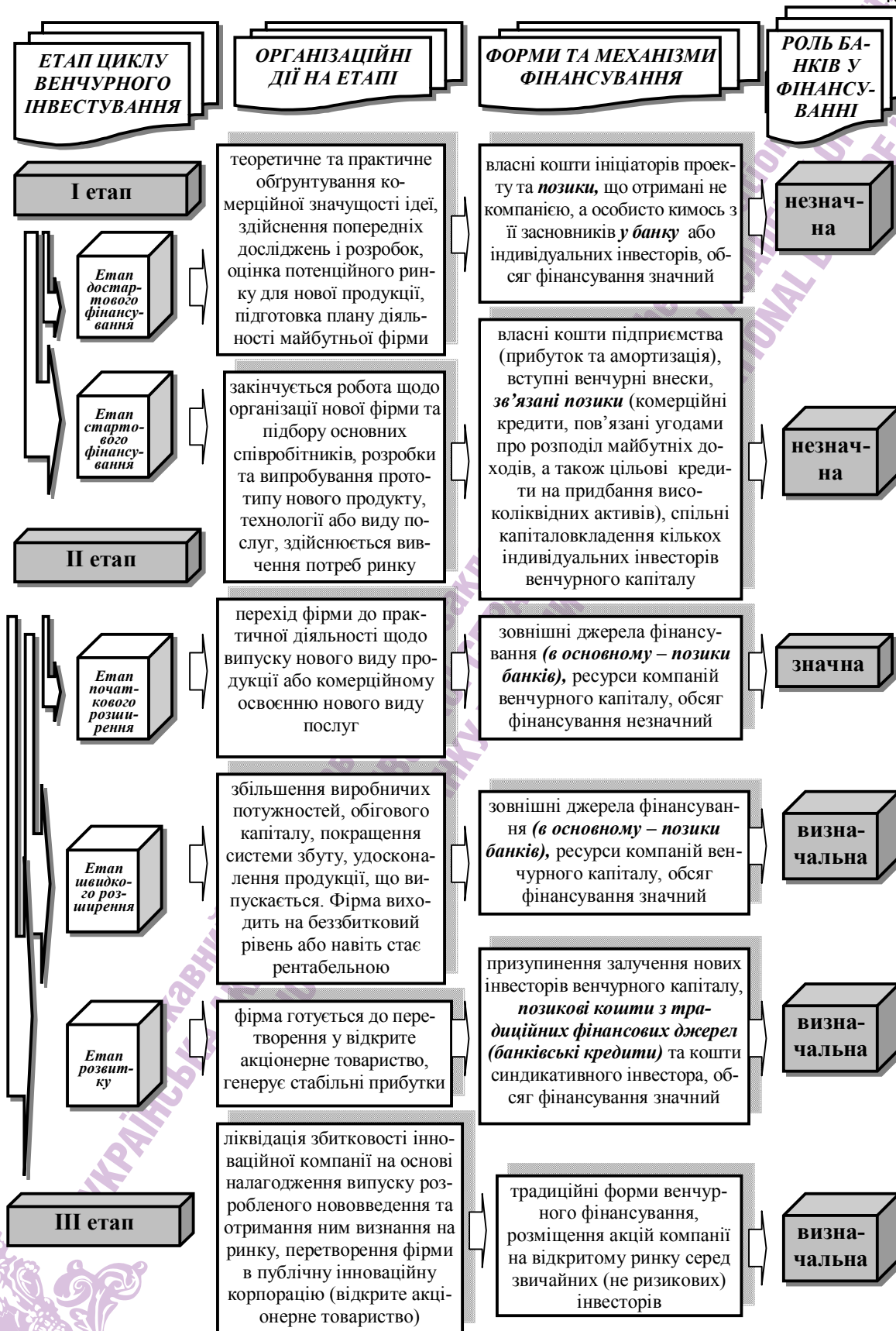


Рис. 6.4. Визначення ролі банківських установ у венчурному бізнесі в залежності від етапів циклу венчурного інвестування (складено автором)

Як свідчать закордонні дослідження [430, 428], венчурні капіталісти, що мають повну інформацію щодо інноваційного продукту або послуги, становлять найбільшу конкурентну загрозу для підприємства-інноватора саме після завершення основного обсягу інноваційних робіт, коли рівень специфічності та невизначеності отриманого в рамках НДДКР наукового результату різко знижується. На цій стадії підприємства-інноватори найчастіше звертаються до банківського кредитування, відмовляючись від продовження венчурного фінансування, тому роль банків виявляється визначальною.

Ми вважаємо, що участь банківських установ у фінансуванні венчурного бізнесу можна умовно поділити на пряму та опосередковану, як це представлено на рис. 6.5.

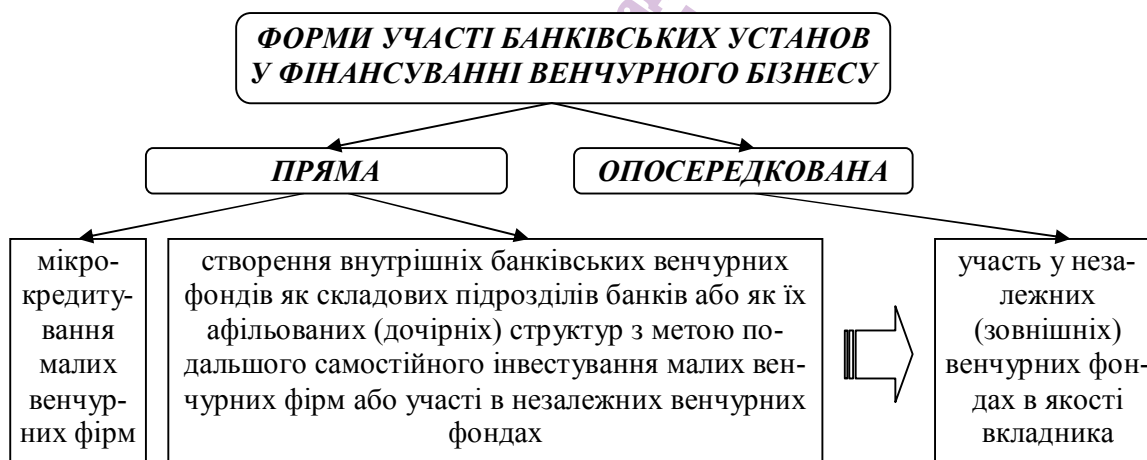


Рис. 6.5. Форми участі банківських установ у фінансуванні венчурного бізнесу (власна розробка)

Розглянемо конкретні організаційні та фінансові механізми участі банківських установ у функціонуванні венчурного бізнесу.

Безпосередня (пряма) участь банківських установ у ризиковому фінансуванні обмежена через острах високого ризику, пов'язаного з відсутністю матеріального забезпечення, неліквідністю капіталовкладень у венчурні фірми, високою часткою їхніх банкрутств на початкових стадіях існування. У свою чергу, і високотехнологічні фірми також воліють утримуватися від бан-

ківських кредитів. Однією з більш-менш доступних форм прямої участі банків у фінансуванні венчурного бізнесу є **розвиток системи мікрокредитування в інноваційній сфері**. Інноваційні мікрокредити є специфічною формою кредитування, що надається цільовим способом малим венчурним підприємствам для здійснення ними НДДКР або комерціалізації нововведень. Мікрокредити надаються невеликими обсягами (їх сума може коливатися від 10 до 100 тис. грн.) залежно від виду й характеру бізнесу, у якому хоче почати свою справу підприємець. Мікрокредити мають ряд специфічних особливостей, які представлені на рис. 6.6.

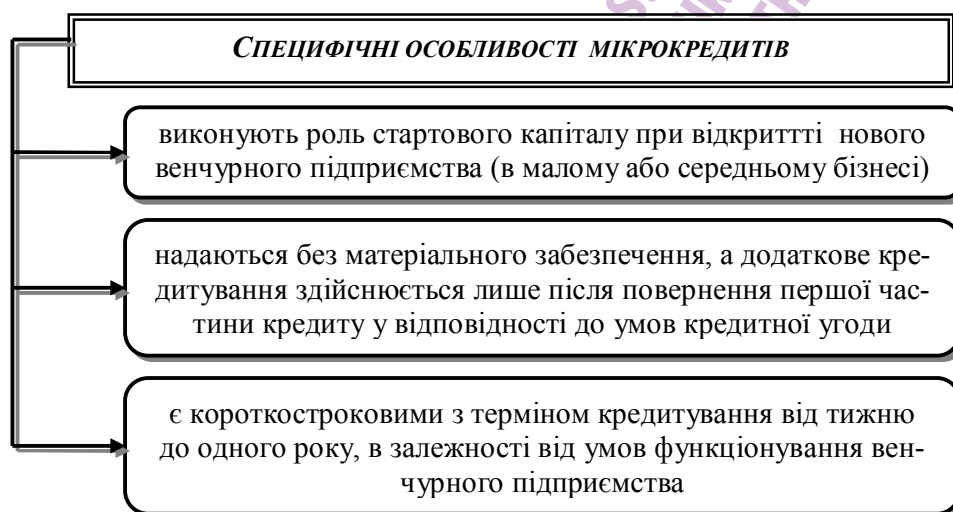


Рис. 6.6. Специфічні особливості мікрокредитів
(складено за даними [257, 230, 162, 163])

Розмаїття форм організації мікрокредитування залежить від конкретних економічних умов регіону, специфіки клієнтів і схем фінансування, але в умовах дефіциту фінансових ресурсів, матеріально-технічного забезпечення, відсутності підприємницького досвіду, вони стають єдиним можливим джерелом створення малих венчурних підприємств. Система мікрокредитування відкриває перед кредитною системою нові можливості для гнучкого й ефективного забезпечення розвитку венчурного підприємництва [257, 230].

Позитивним кроком у розвитку мікрокредитування в Україні можна вважати Указ Президента України «Про проведення в Україні в 2005 році



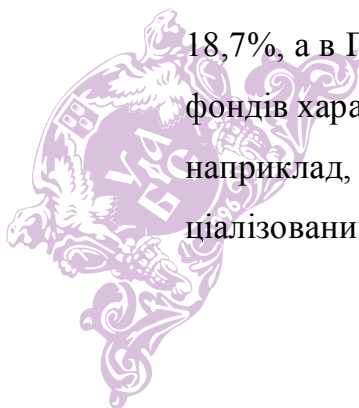
Міжнародного року мікрокредитування» [33], який передбачає стимулювання банківських і небанківських фінансових установ до розширення мікрокредитування та створення сприятливих умов для суб'єктів малого підприємництва в отриманні мікрокредитів.

Крім того, в рамках прямої участі банківських установ у фінансуванні венчурного бізнесу *ми вважаємо за доцільне створення так званих «внутрішніх венчурів» або як складових підрозділів банків або як афільованих (дочірніх) структур банку.*

По певним позиціям банк як фінансовий інститут «затиснутий» в жорсткі рамки: чим ризикованіше операція, тим серйозніше банк змушений страхувати цю операцію. Оскільки вимоги до венчурних фондів не такі жорсткі, як до банків, останні в умовах посилення нагляду і регулювання банківського сектора в Україні будуть потенційно зацікавлені в виведенні своїх високоризикових операцій в рамки дочірнього венчурного фонду.

Механізм інвестиційної діяльності внутрішнього банківського венчуру полягає в акумулюванні заощаджень населення й вільних ресурсів юридичних осіб за допомогою продажу сертифікатів (не цінних паперів) фонду з метою управління колективними інвестиціями. При цьому слід підкреслити, що застосування цього механізму вимагатиме відповідної зміни вітчизняного законодавства, оскільки на сьогоднішній день згідно з Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [3], банки не можуть виконувати функції з управління активами венчурних фондів.

В промислово розвинених країнах на частку венчурних фондів, які є складовими структурами підрозділів банків, припадає близько третини їхнього загального обсягу. Наприклад, у Великобританії ця величина становить 18,7%, а в Голландії – 29,17%. В США участь у створенні власних венчурних фондів характерна для всіх великих комерційних і інвестиційних банків. Так, наприклад, Morgan Stanley бере участь у формуванні венчурних фондів спеціалізованих фірм ризикового капіталу, Hambrecht & Kwist, Kleynner & Perkins



допомагає йому у здійсненні операцій із дрібними науково-впроваджувальними фірмами, налагоджує первинний продаж їхніх акцій. Поряд із цим Morgan Stanley створив і свій венчурний фонд – Morgan Stanley Ventures. Спеціалізовані венчурні фонди в цей час вже сформовані майже всіма найбільшими комерційними банками: Bank of America, Citybank, First Chicago тощо. Silicon Valley Bank має венчурну фірму Alliant Partners, яка спеціалізується на фінансуванні злиття та поглинання компаній, що гарантує банку комплексність послуг, що надаються.

В Японії також переважна більшість структур венчурного капіталу є дочірніми фірмами фінансових інститутів, які вкладають інвестиції в надійні фірми й в основному надають кредити. Хоча ці фонди не мають ніяких пільг і їм складно конкурувати з незалежними фондами венчурного капіталу, великі інвестиційні банки все ж створюють у своїх структурах і забезпечують фінансовими ресурсами спеціалізовані венчурні підрозділи з метою диверсифікації портфеля послуг і розширення бази клієнтів [395].

Певний інтерес становить і вивчення досвіду Росії. Так, в 1997 р. там з'явилися так звані «загальні фонди банківського управління» (ЗФБУ), в яких банки виконують функції щодо управління майном. Вони не оформлюються як юридичні особи. Комерційні банки, що здійснюють операції довірчого управління, діють на підставі ліцензії на здійснення банківських операцій і у відповідності зі ст. 6 Закону Російської Федерації «Про банки й банківську діяльність» [13]. Операції комерційних банків, як інвестиційних посередників, у плані довірчого управління індивідуальним або колективним портфелем, визначаються Інструкцією Центрального Банку від 2 липня 1997 р. № 63 «Про порядок здійснення операцій довірчого управління й бухгалтерського обліку цих операцій кредитними організаціями Російської Федерації» [29]. У відповідності до світової практики банки створюють внутрішні венчурні фонди з мотивів, які представлені на рис. 6.7.



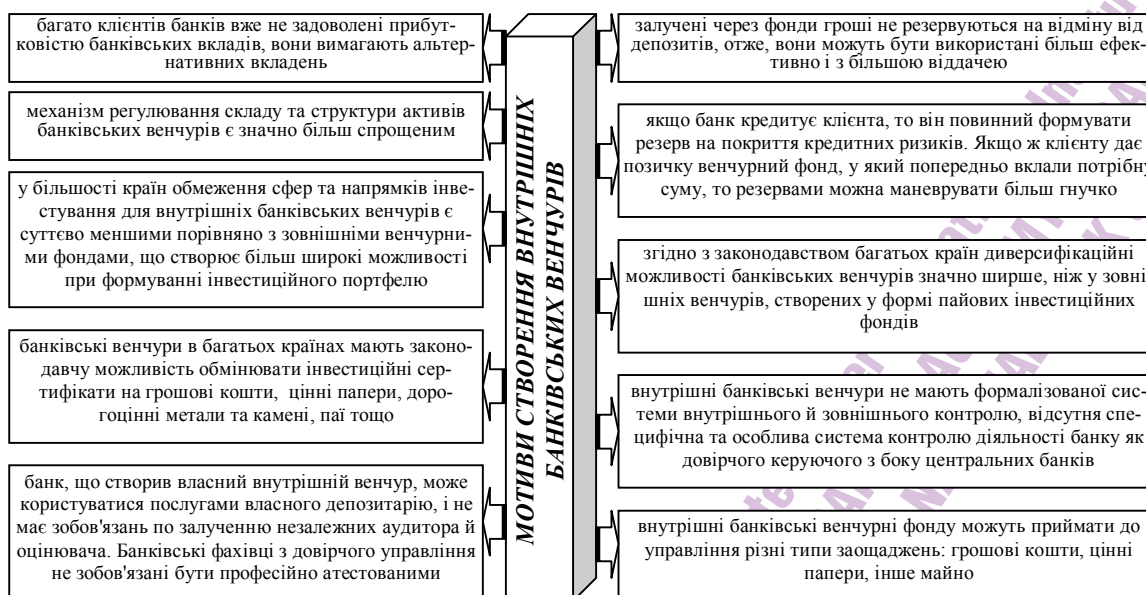


Рис. 6.7. Мотиви створення внутрішніх банківських венчурів

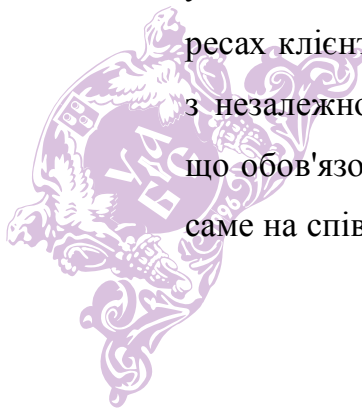
З іншого боку, оскільки банківські венчурні фонди є набагато більш ризикованими інститутами, то вони повинні пропонувати більш високу ставку доходності. Крім того, певну проблему може скласти відносно низька ліквідність інвестиційних сертифікатів внутрішніх банківських венчурів, а також інформаційна непрозорість їх діяльності. Спрощення механізму регулювання складу й структури активів банківських венчурів зменшує ступінь надійності вкладення заощаджень у майновий комплекс, створений при банку. Крім того, банківські венчури у більшості країн світу не мають права укладати договори з нерезидентами. Фактично даний фонд може бути створений як рахунок у банку зі спеціальним режимом функціонування, управління й використання коштів, а вся процедура його функціонування має бути передбачена в окремому документі – регламенті фонду. Формування внутрішнього банківського венчуру передбачає тільки відділення коштів, що прибувають в довірчому управлінні, від власного банківського портфелю й виділення відділів, що здійснюють функції довірчого управління, в окрему спеціалізовану структурну одиницю. Такі фонди мають здійснювати інвестиції в інтересах зовнішніх інвесторів або клієнтів материнської компанії – головного банку. Капітал внутрішнього банківського венчуру доцільно використовувати для

фінансування діяльності підприємств, які швидко розвиваються з метою сприяння росту перспективного бізнесу шляхом надання певної суми коштів в обмін на частку в статутному капіталі.

Реалізація комерційного інтересу внутрішнього венчурного фінансування для банку полягає в тому, щоб підприємство успішно розвивалося й через 3-5 років підвищило свою вартість і вартість своїх акцій в 5-7 разів, забезпечивши в такий спосіб у середньому 30-40% щорічного підвищення. Це дасть можливість банку на певній стадії продати свої акції або саме підприємство, або на фондовому ринку, або іншій зацікавленій стороні. Але у деяких випадках, пов'язаних зі збільшенням гарантії проти нецільового використання вкладених коштів, банки можуть залишатися співвласниками підприємства, створеного під перспективний інноваційний проект, протягом усього життєвого освоєння продукту. У цьому випадку вони розраховують на одержання дивідендів з очікуваних прибутків.

На нашу думку, **можна розглядати два варіанти побудови схеми взаємодії інвестора та внутрішнього банківського венчурного фонду**, а саме:

1. Інвестор підписує договір не з фондом, а безпосередньо з банком, однак кошти перераховують на рахунок фонду, керованого банком. Інвестор фактично довіряє банку право вибору, куди саме вкласти його кошти, однак можливий варіант більше конкретної вказівки напрямків інвестування, у тому числі, і в певний незалежний венчурний фонд. У цьому випадку на балансі внутрішньобанківського венчурного фонду будуть перебувати як кошти інвесторів, так і кошти банку. Аналогічна інформація буде міститися у випи-сці по рахунку цього фонду. Дана схема дає додаткові переваги тим інвесторам, які по певних причинах не бажали б прямо афішувати свою участь, або участь своєї компанії в незалежному венчурному фонді. Банк, діючи в інтересах клієнта за послугою Private Banking може самостійно вилучити внесок з незалежного венчурного фонду у випадку погіршення кон'юнктури, тому що обов'язок відслідковувати всі зміни при даній схемі роботи покладається саме на співробітників банку.



2. Інвестор безпосередньо інвестує у внутрішній банківський венчурний фонд як у афільовану з банком структуру, а банк у цьому випадку лише виконує функцію технічного партнера, очікуючи вказівок клієнта із приводу подальших дій.

Основною проблемою функціонування внутрішнього банківського венчурну є те, що з урахуванням високого ризику капітал через цей венчур буде надаватися клієнтам банку (інноваційно-активним підприємствам) під більш високий відсоток, ніж звичайний банківський кредит. Для того, щоб не зменшити популярність такого способу фінансування, ми вважаємо за доцільне застосовувати **комбіновану схему банківського венчурного фінансування**, при якій частина коштів вносяться в акціонерний капітал, а інша надається у формі інвестиційного кредиту. Кредит слід надавати під боргові розписки (векселя) із правом конверсії заборгованості в акції, або просто в придбання акцій нової компанії. Безумовно, створення внутрішнього венчуру є достатньо витратним для банку (експерти свідчать, що компанія з управління активами працює ефективно, коли її статутний капітал є не меншим, ніж 200 тис. євро), але наявність переваг для банку від застосування такого механізму, на нашу думку, робить його рентабельним.

Виходячи з доволі обмежених можливостей прямої участі банківських установ у фінансуванні венчурного бізнесу, як і промислові компанії, **вони часто беруть участь у ризиковій грі опосередковано – тобто через участь у формуванні незалежних (зовнішніх) венчурних фондів.**

Як відомо, венчурний капітал в залежності від джерела фінансування й методів управління може виступати в трьох основних формах, що представлені на рис. 6.8.

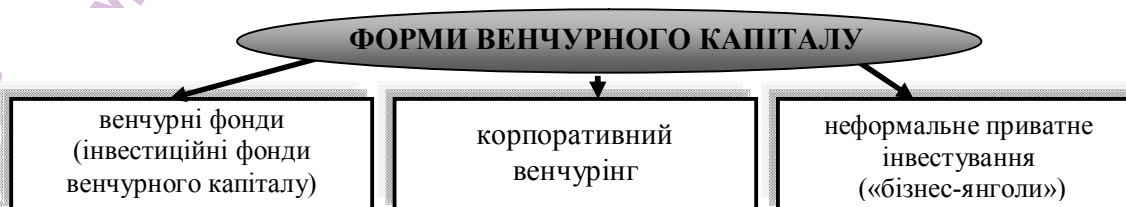


Рис. 6.8. Форми венчурного капіталу (складено за даними [411, 413, 135])

Незалежні (зовнішні) венчурні фонди зі своєю системою оподаткування є серйозними конкурентами банку щодо фінансування інноваційного бізнесу. Обслуговування інвесторів через венчурні фонди дешевше, ніж через банки. Проблемами є недостатня кількість фінансових інструментів в обігу та загальна слабкість небанківського сектору, хоча можливості посилити свої конкурентні переваги у венчурних фондів є. Новими привабливими фінансовими інструментами для венчурних фондів можуть стати заставні (боргові цінні папери, які засвідчують безумовне право його власника на отримання від боржника виконання за основним зобов'язанням, за умови, що воно підлягає виконанню в грошовій формі, а в разі невиконання основного зобов'язання – право звернути стягнення на предмет іпотеки) та інші іпотечні цінні папери (іпотечні облігації та іпотечні сертифікати).

Фонди венчурного капіталу являють собою посередників між джерелом інвестицій та компаніями, що здійснюють реалізацію інноваційних проєктів та не котируються на фондовій біржі. Такі фонди об'єднують ресурси кількох синдигованих інвесторів: приватних і державних пенсійних фондів, благодійних фондів, страхових компаній, корпорацій, іноземних інституціональних або приватних інвесторів, приватних осіб – власників венчурного капіталу, банківських установ, банківських холдингів тощо. Традиційні джерела коштів для венчурних фондів позначені на рис. 6.9.

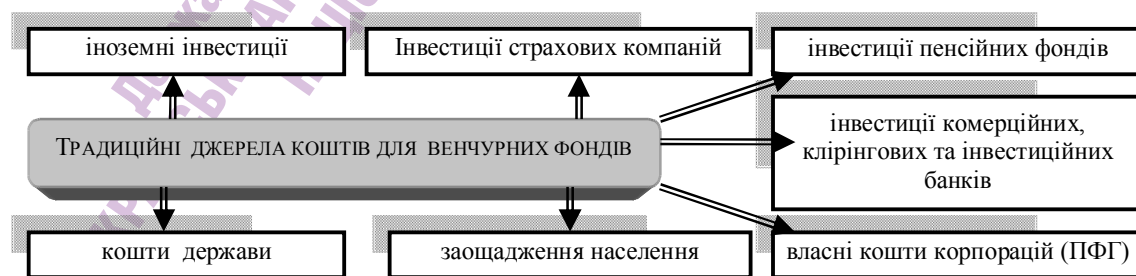


Рис. 6.9. Традиційні джерела коштів для венчурних фондів

Мета діяльності венчурного фонду полягає в отриманні прибутку від продажу пакета акцій інвестованих компаній. Залучаючи значні фінансові ре-

сурси, подібні фонди зацікавлені в інвестуванні невеликого числа компаній середнього розміру, що перебувають на стадіях розширення й підйому. Венчурні фонди спеціалізуються на різних способах інвестування залежно від обраної ними стратегії. Так, деякі фонди венчурного капіталу є загальними й інвестують кошти у фірми на різних стадіях розвитку, що функціонують у різних секторах економіки й географічних регіонів. Інші, навпаки, зосереджуються на фінансуванні компаній на певних стадіях, у певних секторах економіки й регіонах. Крім того, керуюча компанія може організовувати кілька фондів різних спеціалізацій з метою диверсифікації ризиків і максимізації можливих доходів. В останні десятиліття широке поширення одержали спеціалізовані венчурні фірми, які беруть на себе управління одним або декількома фондами ризикового капіталу. Часто такі фірми, що вже зарекомендували себе в очах інвесторів як умілі й надійні партнери, виступають ініціаторами формування нових фондів. Послуги з управління щорічно оплачуються в розмірі 2-3% від загального обсягу фонду ризикового капіталу протягом 7-12 років, на які розраховане існування фонду.

Після реалізації програми ризикових капіталовкладень і продажу цінних паперів нових підприємницьких фірм отриманий венчурним фондом дохід ділиться між його учасниками відповідно до первісного внеску. Виключенням є керуюча венчурним фондом фірма, частка якої може відповідно до укладеного контракту доходити до 20-30% від прибутку, навіть якщо її первісний фінансовий внесок становив тільки 1% від сумарного обсягу коштів, акумульованих у фонді [90]. Як зазначається в роботі [353], фінансова участь керуючої компанії в капіталі фонду взагалі може бути відсутнім.

Проведене нами дослідження дозволяє стверджувати, що участь у незалежному (зовнішньому) венчурному фонді як в інституті спільного інвестування (ІСІ) надає цілий ряд переваг для банківської установи, а саме:

- дозволяє суттєво оптимізувати оподаткування:
- коли емітент самостійно розміщує такі цінні папери, як цільові (безпроцентні) облігації, то при їх погашенні шляхом передачі об'єкту,



під який вони були випущені, у нього виникають податкові зобов'язання щодо нарахування та сплати податку на додану вартість. Якщо ж це здійснюється через венчурний фонд, який спочатку викуповує ці цінні папери, то згідно з абз.1 пп. 3.2.1 п.3.2 ст.3 Закону України «Про податок на додану вартість» [4], такі зобов'язання не виникають;

- кошти спільного інвестування (в тому числі, прибутки, отримані від активів ІСІ) не підлягають оподаткуванню. До складу валового доходу не включаються кошти, залучені від інвесторів ІСІ, доходи від здійснення операцій з активами ІСІ та доходи, нараховані за активами ІСІ відповідно до пп. 4.2.8 п. 4.2 ст.4 Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» від 28.12.94 р. № 334/94-ВР [7];
 - при початкових вкладеннях в активи через схеми інвестування через прямі інвестиції та через венчурний фонд не відрізняються між собою, але банк як інвестор ІСІ відчує значні податкові переваги, коли захоче забрати гроші з одного проекту і вкласти в інший. Якщо інвестувати через ІСІ, то можна вийти з одного проекту і ввійти в інший без яких-небудь податкових втрат. На обігу постійно заощаджується 30% податку на прибуток;
 - реінвестуючи дивіденди при прямих інвестиціях, інвестор (в тому числі і банк) зобов'язаний сплатити податок на прибуток у розмірі 30%. Зовсім інша ситуація з ІСІ. Дивіденди, потрапивши на рахунок ІСІ, не обкладаються податком. Звичайно, якщо інвестор захоче одержати «живі» гроші і вийти з фонду, то дивіденди по акціях того ж самого ІСІ будуть обкладатися 30%-м податком [5];
- створює можливості для отримання так званого «ефекту синергії», сутність якого полягає в тому, що завдяки акумулюванню фондом заощаджень багатьох вкладників його керуюча компанія має можливість інвестувати зібрані кошти на кращих умовах, ніж це зробив би банк самотужки як окремий інвестор. Банк вступає до венчурного фонду шля-



хом придбання паїв фонду (інвестиційних сертифікатів), які є титулами власності на капітал фонду, тому дохід банку пов'язаний також зі зростанням ринкової вартості придбаних ним паїв. Венчурні фонди пропонують вкладникам привабливу дохідність, яка перевищує рівень інфляції, і у багатьох випадках фінансові умови участі для банків вигідніші, ніж при застосуванні традиційних банківських інструментів заощадження;

- участь у венчурному фонді дозволяє банку комплексно використовувати потенціал ощадно-позичкових операцій. Технології ІСІ поєднують в одне ціле те, що в традиційних банківських технологіях розірвано на залучення депозитів і видачу кредитів. Банки, які є членами венчурного фонду, не продають окремі зобов'язання, а поєднують їх у загальний пакет (пул), під який випускають цінні папери з високим рівнем субординації. Банк, що продав таким чином видані ним позики, зберігає за собою обов'язки щодо обслуговування боргу (стягнення щомісячних виплат від позичальників, поштове листування з позичальниками, подання, в разі потреби, позову проти боржників, ведення обліку тощо), що формує додаткові можливості для отримання ним комісійної винагороди;
- створює можливості для концентрації корпоративних прав;
- створює можливості для скуповування боргів;
- створює можливості для інвестування в нерухомість, що набуває особливої актуальності у зв'язку з існуванням цілого ряду обмежень щодо способів інвестування в будівництво Згідно з Законом України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12.07.01р. № 2664-III [6];
- створює можливості для інвестування за кордон;
- створює можливості для використання вексельних схем через механізми ІСІ;



- надає певні переваги, обумовлені закритістю механізму доступу до інформації, пов'язаної з діяльністю венчурного фонду;
- створює можливості для здешевлення кредитних ресурсів (шляхом кредитування за рахунок ІСІ);
- дозволяє значно зменшити ризики інноваційного інвестування (у тому випадку, якщо посередником між банком і підприємствами-інноваторами виступає венчурний капітал, інвестиційні ризики виявляються розподіленими, тобто зменшеними для банків. При цьому з'являються можливості більше масштабного залучення банківських ресурсів у реальний сектор, орієнтований на наукомісткі виробництва);
- участь у венчурних фондах надає банкам можливість зняти обмеження своєї діяльності, що на них накладають низькі розміри власних капіталів.

На жаль, існуюче на сьогоднішній день в Україні законодавство певним чином обмежує участь банківських установ в венчурному бізнесі, а саме:

1. Банки не можуть виконувати функції з управління активами венчурних фондів. Згідно з визначенням, наданим у Законі України від 15.03.2001 р. №2299-III «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [3], компанія з управління активами, яка може створювати та управляти пайовими інвестиційними фондами, – це господарське товариство, яке здійснює професійну діяльність з управління активами інституту спільного інвестування на підставі ліцензії, що видається Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. У частині III ст.29 цього Закону зазначається, що забороняється поєднання діяльності з управління активами з іншими видами професійної діяльності на ринку цінних паперів. Для вирішення цієї проблеми в 2003 р. НБУ виступив з ініціативою щодо внесення відповідних змін у цей Закон.

2. Обсяг банківської участі в капіталі венчурних фондів обмежений.

Так, згідно з Законом України «Про банки і банківську діяльність» від



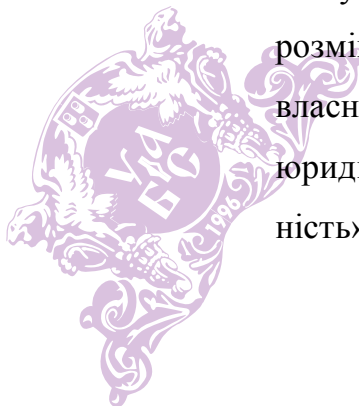
07.12.2000 р. № 2121-3 [8] та Інструкцією про порядок регулювання діяльності банків в Україні від 28.08.2001 № 368 [28] банки мають право здійснювати інвестиції лише на підставі письмового дозволу НБУ (правила встановлені ст. 47 цього Закону). Банк має право здійснити інвестицію без письмового дозволу НБУ у разі, якщо інвестиція в будь-яку юридичну особу становить не більше ніж 5 % регулятивного капіталу банку або юридична особа, в яку здійснюється інвестиція, веде виключно діяльність з надання фінансових послуг (що не відповідає завданням венчурних фондів). Пряма чи опосередкована участь банку у капіталі будь-якого підприємства, установи не повинна перевищувати 15% капіталу банку [164]. Сукупні інвестиції банку не повинні перевищувати 60 % розміру капіталу банку (ст.50 цього Закону).

3. Форми участі банків в діяльності венчурних фондів обмежені.

Банку забороняється інвестувати кошти в підприємство, установу, статутом яких передбачена повна відповідальність його власників (ст.50 Закону України «Про банки і банківську діяльність» [8]).

На нашу думку, банкам потрібно надати право здійснювати діяльність з управління активами ІСІ, зокрема створювати та управляти пайовими інвестиційними фондами (в 2003 р. НБУ вже вносив таку пропозицію [14], але вона була відхилена). Але при цьому слід подолати цілий ряд законодавчих неузгоджень, а саме:

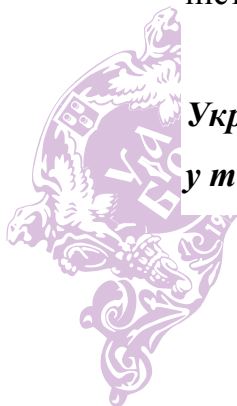
- визнання банку компанією з управління активами, тобто господарським товариством, яке здійснює професійну діяльність з управління активами ІСІ на підставі ліцензій, що видається комісії, не узгоджується із визначенням банку як юридичної особи, яка має виключне право на підставі ліцензії НБУ здійснювати у сукупності такі операції: залучення у вклади грошових коштів фізичних і юридичних осіб та розміщення зазначених коштів від свого імені, на власних умовах та на власний ризик, відкриття і ведення банківських рахунків фізичних та юридичних осіб (ст.2 Закону України «Про банки і банківську діяльність» [8]);



- надання банкам функцій компаній з управління активами ІСІ не узгоджується із переліком банківських операцій у ст.47 Закону України “Про банки і банківську діяльність”, оскільки вказана стаття не передбачає права комерційних банків здійснювати такий вид діяльності;
- компаніями з управління активами повинні бути визнані не лише банки, які утворені та діють у формі господарських товариств, оскільки це не дозволить займатись такою діяльністю кооперативним банкам, існування яких передбачено ст.6 та 8 Закону України “Про банки і банківську діяльність” [8], що може поставити ці банки у нерівноправні умови з банками – господарськими товариствами;
- поєднання банком діяльності з управління активами ІСІ з іншими видами професійної діяльності на цьому ринку, зокрема з торгівлею цінними паперами того ж самого емітента, які входять і до складу активів, які перебувають в його управлінні, створює можливості для зловживань з боку банку у разі різких коливань курсів вказаних цінних паперів та порушення ним прав та інтересів клієнтів, що передали своє майно в управління цього банку;
- з метою запобігання виникненню необґрунтованих ризиків при здійсненні банками діяльності з управління активами ІСІ, зазначеним видом діяльності, крім компаній з управління активами, повинні займатися не всі комерційні банки, а лише спеціалізовані, утворення яких передбачене ст.4 Закону “Про банки і банківську діяльність” [8].

Таким чином, потрібно узгодити норми Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [3], із відповідними положеннями Закону України “Про банки і банківську діяльність” [8].

З метою підвищення ефективності участі банківських установ України у діяльності венчурних фондів ми пропонуємо внести деякі зміни у технологію формування та функціонування венчурних фондів, націлених

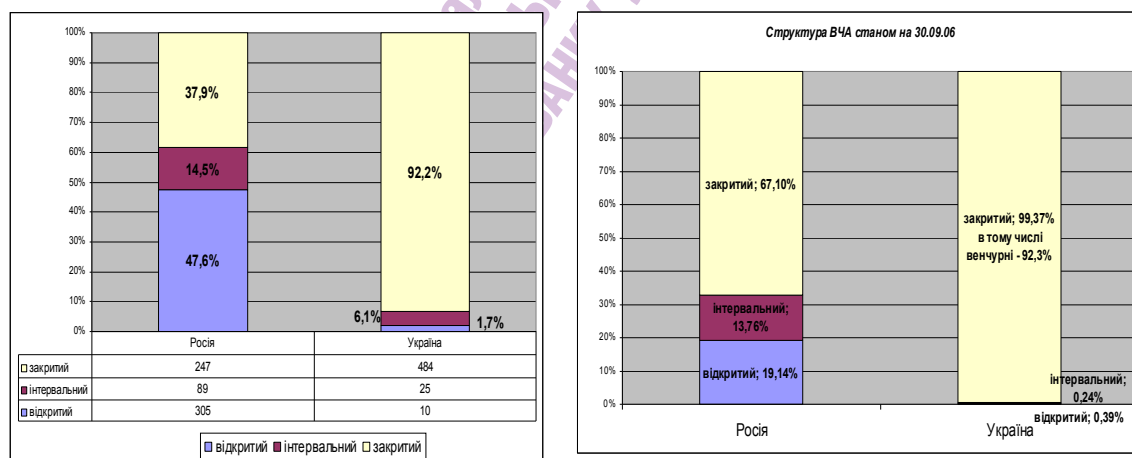


на адаптацію їх організаційних форм до інституціональних умов економіки України.

Так, *пропонується змінити організаційну форму венчурних фондів.*

Найбільш поширеною організаційною формою створення венчурних фондів на сьогоднішній день в Україні є форма закритого пайового інвестиційного фонду (ЗПІФ). Такий висновок підтверджує порівняльний аналіз структури українських та російських ІСІ, результати якого представлені на рис. 6.10.

В США найбільш популярною формою організації венчурного бізнесу також є закриті партнерства з венчурним капіталом, які ще називають незалежними венчурними фондами. Вони базуються на об'єднанні капіталів індивідуальних та інституційних інвесторів. Кооперація інвесторів для управління спільними венчурними фондами здійснюється шляхом створення фінансових фірм, кожна з яких може мати кілька венчурних фондів, сформованих переважно за акціонерним принципом. У портфель такого фонду можуть



а) структура ІСІ за типами фондів

б) структура вартості чистих активів за типами фондів

Рис. 6.10. Порівняльний аналіз структури інститутів спільного інвестування в Росії та Україні станом на 30.09.2006 р. за видами та вартістю активів [41]

входити 70-80 нових підприємств, причому, якщо їх прибутки розподіляються пропорційно вкладеному капіталу, то доходи фінансових фірм становлять

2-3% від обсягу кожного фонду, а у разі успішного здійснення проекту – 20-30% усього прибутку.

Закон України „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” від 15 березня 2001 р. [3], який започаткував утворення абсолютно нових для перехідної економіки України інститутів фінансового ринку, після першого читання взагалі не передбачав ніяких венчурних фондів. Ідея поєднати можливість управління корпоративними фондами (в світовій практиці розвитку інститутів спільного інвестування вони мають назву взаємних) та пайовими фондами (класична назва – юніт-трасти) з управлінням венчурним фондами народилась під час підготовки закону до другого читання. Вона відповідала специфічній задачі оптимізації фінансових потоків, легалізації та ефективному використанню вивезених за кордон коштів за рахунок створення відповідного податкового середовища.

Згідно з Законом України від 15.03.2001 р. №2299-III «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [3] інститут спільного інвестування належить до закритого типу, якщо він (або компанія з управління його активами) не бере на себе зобов'язань щодо викупу цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами) до моменту його реорганізації або ліквідації. У разі якщо недиверсифікований ІСІ закритого типу здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів власного випуску та активи якого більш ніж на 50 % складаються з корпоративних прав та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі, він вважається венчурним фондом. Учасниками венчурного фонду можуть бути тільки юридичні особи.

Поняття венчурного фонду в Україні відрізняється від загальноприйнятого, оскільки вітчизняний венчурний фонд – це специфічний ІСІ, правила формування, існування та закриття якого вмонтовані у загальні правила діяльності ІСІ та компаній з управління активами, що демонструє табл. 6.11.



Стосовно масштабів участі банків в венчурних фондах, сформованих як ЗПФ, то слід зазначити, що згідно з рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про склад та структуру активів інституту спільного інвестування» № 12 від 11.01.2002 [24], кількість цінних паперів одного емітента в активах ІСІ не може становити більше 10 % загального обсягу їх емісії.

Таблиця 6.11

Порівняння венчурних фондів з іншими категоріями ІСІ

<i>Категорія ІСІ</i>	<i>Тип</i>	<i>Строк</i>	<i>Вид</i>	<i>Дивіденди</i>	<i>Розміщення</i>	<i>Інвестори</i>
Корпоративний	відкритий інтервальний	строковий, безстроковий	диверсифікований	не сплачуються	приватне, відкритий продаж	фізичні та юридичні особи
	закритий	строковий	диверсифікований, недиверсифікований	сплачуються		
Пайовий	відкритий інтервальний	строковий безстроковий	диверсифікований	не сплачуються	приватне, відкритий продаж	фізичні та юридичні особи
	закритий	строковий	диверсифікований, недиверсифікований	сплачуються		
Венчурний фонд (корпоративний або пайовий)	закритий	строковий	недиверсифікований	сплачуються	приватне	юридичні особи

Безсумнівними перевагами, які й визначає популярність ЗПФ, є податкові канікули та обмежена відповідальність інвесторів. За прогнозами аналітиків, український фондовий ринок зростатиме ще щонайменше 1,5-2 роки, причому за цей період середньорічна дохідність закритих фондів не впаде нижче ніж 50%. Закриті фонди часто створюють для мінімізації оподаткування, оскільки на законодавчому рівні вони звільнені від сплати податку на прибуток за умови реінвестування доходу (інвестори платять податки тільки після припинення діяльності фонду, а період з моменту відкриття і до закриття є легальними податковими канікулами).

Однак, на нашу думку, поруч з цим, ЗПФ як організаційна форма венчурних фондів характеризується низкою суттєвих недоліків, які роблять її незручною для інвесторів, зокрема – банківських установ.



По-перше, мова йде про неможливість практичної реалізації принципу поетапного фінансування в рамках цієї форми (див. критерій №9 у запропонованій в підрозділі 6.1 авторській системі ідентифікаційних критеріїв венчурного бізнесу), який передбачає, що венчурне фінансування інноваційного проекту негайно припиняється у випадку невдачі на попередньому етапі. В світовій практиці венчурного фінансування велике поширення набула технологія надання інвесторами фонду так званих commitments, тобто зобов'язань виділяти обумовлений заздалегідь обсяг коштів у міру потреби в них, що дозволяє менеджерам фонду уникнути необхідності забезпечувати доходність ще не вкладених коштів та зосередити зусилля на інвестуванні в венчурні фірми та управлінні проінвестованими проектами. Як відомо, згідно з вітчизняним законодавством, ЗПФ повинен бути закритий до визначеного моменту часу (це відноситься також і до додаткової емісії паїв). У закритий фонд вкладають гроші на 3-5 років, і в цей період інвестор не може продати свій пай керуючому фондом. Вкладникам, що бажають вийти із закритого фонду, доводиться продавати папери на фондовій біржі (багато фондів виводять свої інвестиційні сертифікати на вторинний ринок), причому інвестори у разі продажу паїв до закінчення роботи фонду втрачають у доходності: у період зростання біржового ринку дисконт до поточної ціни сертифіката (з урахуванням доходності) становитиме 2-5%, у випадку падіння котирувань на біржі – 7-8%.

По-друге, діяльність ЗПФ вимагає ведення масштабної та дуже деталізованої звітності, що є обтяжливим та небажаним для будь-якого бізнесу. Так, керуюча компанія зобов'язана надавати щомісячно довідку про відповідність розміру статутного та власного капіталу вимогам ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку, перелік інституційних інвесторів, активами яких управляє.

По-третє, з метою забезпечення гарантованого доходу інвесторів законодавчо передбачена жорстка регламентація напрямків вкладень ЗПФ, що унеможливорює вільний вибір венчурним фондом об'єктів інвестування. В



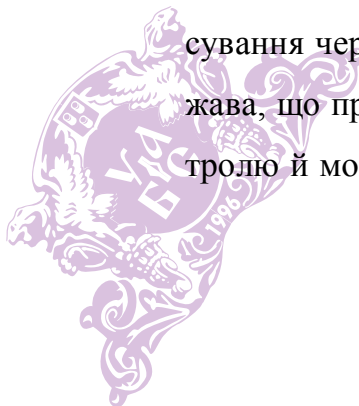
рамках ЗПФ керуюча компанія венчурного фонду, по суті, повинна питати дозволу на вкладення в той або інший об'єкт інвестування, а саме: погоджувати свої вкладення з депозитарієм і реєстратором, користуватися послугами незалежного оцінювача для визначення вартості активів фонду.

Основні засади функціонування та обмеження діяльності інститутів спільного інвестування в Україні були узгоджені з Директивою Європейського Союзу «Про приведення у відповідність Законів та Положень стосовно спільного інвестування в цінні папери, що обертаються» [30], але в цьому документі мова не йдеться про венчурні фонди, виходячи з чого можна стверджувати про наявність в Україні специфічних вимог щодо розміщення коштів інвесторів венчурних фондів, як це продемонстровано в табл. 6.12.

Венчурні фонди одержали ще деякі послаблення порівняно з іншими ІСІ: вартість чистих активів венчурного фонду визначається тільки на кінець року та при його ліквідації; оплата у розстрочку допускається виключно для цінних паперів венчурного фонду; активи ІСІ у формі цінних паперів мають не обов'язково зберігати у зберігача.

По-четверте, після закінчення періоду податкових канікул, учасники ЗПФ стикаються з проблемою подвійного оподаткування, потрапляють під подвійний податковий тиск, оскільки спочатку на рівні всього ЗПФ (як учасники ІСІ) вони сплачують податок на прибуток від інвестиційної діяльності, а потім як окремі інвестори сплачують податки на свої доходи по інвестиційним сертифікатам (при продажу сертифіката інвестор сплачує податок у розмірі: фізичні особи – 15%, юридичні особи – 25% з отриманого доходу, оподатковуваною базою є різниця між сумою, отриманою при продажу цінних паперів, і сумою витрат на придбання паїв).

По-п'яте, світова практика доводить, що механізм венчурного фінансування через конструкцію ЗПФ ефективний, коли в ньому бере участь держава, що пред'являє тверді вимоги до процесу інвестування, прозорості, контролю й можливості впливати на інвестиційний процес. Але, як свідчать віт-



чизняні реалії, в Україні практично не існують ЗПФ з державною часткою в статутному капіталі.

Таблиця 6.12

Обмеження складу та структури активів ІСІ

Вид активу	Обмеження складу та структури активів, % до вартості активів		
	Диверсифікований фонд	Недиверсифікований фонд	Венчурний фонд
Грошові кошти, у тому числі в іноземній валюті, на банківських поточних рахунках та депозитних вкладках	1. Не менше 10% при проведенні відкритої підписки на цінні папери ІСІ відкритого та інтервального типу 2. Не більше 30%, включаючи ощадні сертифікати та облігації комерційних банків	1. Не більше 50% 2. Не менше 10% при проведенні відкритої підписки на цінні папери ІСІ відкритого та інтервального типу	Не більше 50%
Об'єкти нерухомості	Не допускається	Не більше 50%, крім об'єктів, відчуження яких заборонено законодавством	
ЦІННІ ПАПЕРИ, ВИПУЩЕНІ В УКРАЇНІ (крім випущених компанією з управління активами, зберігачем, реєстратором та аудитором (аудиторською фірмою) цього ІСІ та пов'язаними особами, та цінних паперів інших ІСІ)			
Акції	Не більше 40%	Без обмежень	
Облігації підприємств	Не більше 20% (крім комерційних банків)	Без обмежень	Без обмежень
Державні цінні папери (облігації, казначейські зобов'язання)	Не більше 25% (не менше 3 видів)	Без обмежень	Без обмежень
Облігації місцевих позик	Не більше 10%	Без обмежень	Без обмежень
Інвестиційні сертифікати	Не допускається	Не допускається	Не допускається
Ощадні сертифікати та векселі	Не більше 10%	Не більше 30%	Без обмежень
Вартість цінних паперів, які допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі, та нерухомості	Не менше 20% (тільки цінних паперів)	Не менше 50%	Без обмежень (нерухомість – не більше 50%)
Цінні папери іноземних держав та інших іноземних емітентів, допущених до торгів не менше ніж на двох провідних іноземних біржах чи у торговельно-інформаційних системах	1. Не більше 20%, доходи за якими гарантовано урядами іноземних держав) 2. Не більше 10%, доходи за якими гарантовано урядом однієї іноземної держави)	Не більше 20%	Не більше 20%
ІНШІ АКТИВИ			
Корпоративні права (частки, паї)	Не допускається	Не допускається	Не менше 50%, разом з цінними паперами
Похідні цінні папери	Не допускається	Не допускається	Не допускається
Боргові зобов'язання емітентів, частка у корпоративних правах яких входить до складу активів фонду (векселі, облігації, договори позики)	Не допускається	Не допускається	Допускається
Банківські метали, земельні паї, ф'ючерси та опціони	Не передбачено	Не передбачено	Не передбачено

По-шосте, організація венчурного фонду у формі ЗПФ унеможливорює організацію інвестиційного комітету цього фонду та оперативного контролю інвесторів за діями керуючої компанії.

По-сьоме, організація венчурного фонду у формі ЗПФ передбачає достатньо високі вимоги щодо обсягів власного капіталу керуючої компанії.



По-восьме, організація венчурного фонду у формі ЗПФ передбачає згідно з вітчизняним законодавством великий рівень контролю з боку депозитарію, регістратора, оцінщика та аудитора, та досить великі витрати на них (до 7-10% від розміру фонду щорічно).

Наявність зазначених вище особливостей ЗПФ призводить до того, що практично всі вітчизняні венчурні фонди, що створені таким чином, не відповідають класичним вимогам венчурного бізнесу та сформульованим автором в підрозділі 5.1 даного дисертаційного дослідження його ідентифікаційним критеріям. Вони найчастіше є фондами прямих приватних інвестицій, що орієнтуються на фінансування найпізніших стадій інноваційного бізнесу або на інвестування в компанії, що вже активно працюють на фондовому ринку. Таку думку поділяють і автори роботи [С11], які зазначають, що вимоги та специфіка ЗПФ більше відповідають роботі на фондовому ринку або прямому приватному інвестуванню, а не фінансуванню потреб розвитку малих інноваційних компаній.

Таким чином, враховуючи наведений вище перелік недоліків існування венчурних фондів у формі ЗПФ, які обмежують участь банківських установ у фінансуванні ризикового бізнесу, *ми вважаємо за доцільне запропонувати змінити організаційну форму функціонування венчурних фондів.*

Ми пропонуємо альтернативний шлях рішення цієї проблеми, який полягає в *організації венчурних фондів у формі обмежених партнерств (командитних товариств)*. В рамках цієї форми всі учасники венчурного фонду поділяються на обмежених партнерів (відповідають по зобов'язанням лише в межах своїх вкладів) та генеральних (приймають основні управлінські рішення та відповідають по зобов'язанням всім своїм майном). Таким чином, керуюча компанія венчурного капіталу (КУА) може виступати головним партнером, відповідальність якого не обмежена, а різні інституціональні інвестори (в тому числі – банки), які надають фінансові ресурси – партнерами з обмеженою відповідальністю (вкладниками), як це продемонстровано на рис. 6.11.



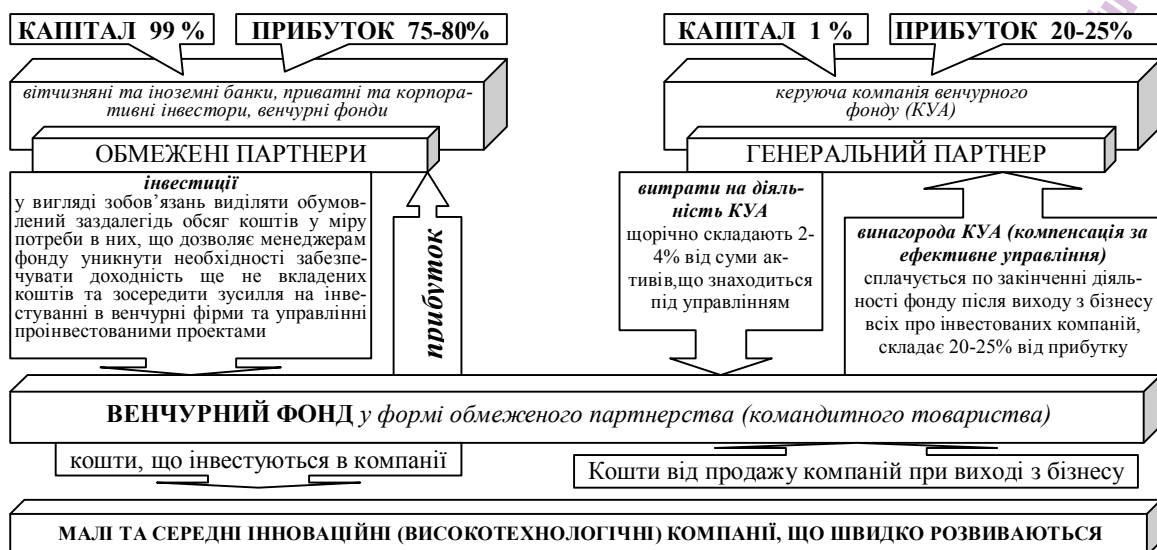


Рис. 6.11. Схема організації венчурного фонду у формі командитного товариства

Як вже зазначалося вище, оскільки згідно ст.50 Закону України «Про банки і банківську діяльність» банку забороняється інвестувати кошти в підприємство, установу, статутом яких передбачена повна відповідальність його власників, то при утворенні венчурного фонду у формі командитного товариства банк може виконувати лише функції партнера з обмеженою відповідальністю (тобто учасника).

Форма обмеженого партнерства з погляду оподаткування є прозорою, оскільки податки сплачуватимуть лише його учасники, а не партнерство в цілому як юридична особа. Обмежене партнерство вільне від податків, а його учасники повинні платити всі ті податки на доходи або прибуток, які б надходили безпосередньо від тих компаній, куди вони самостійно вклали кошти.

Крім того, **для банків ця організаційна форма характеризується низьким рівнем трансакційних витрат**, значно меншим (у порівнянні з ЗПФ) обсягом звітності, можливістю укладання гнучких та складних контрактів між банками як інвесторами та керуючою компанією, можливістю забезпечення високого рівня юридичного захисту цих контрактів.

Крім того, в рамках командитного товариства, на відміну від ЗПФ, є **абсолютно повні можливості для реалізації принципу поетапного фінансування**, адже згідно зі ст. 79 Закону України «Про господарські товариства»

[9] вкладник командитного товариства (тобто банк) має право після закінчення фінансового року вийти з товариства та одержати свій вклад у порядку, встановленому засновницьким договором (меморандумом), або в будь-який момент часу передати свою частку (її частину) у складеному капіталі іншому вкладнику або третій особі.

Форма обмеженого партнерства дозволяє передбачити в угодах всі умови управління фондом, які можуть змінюватися в залежності від побажань всіх партнерів. Це дозволяє юридично закріпити всі правила управління таким чином, щоб кожна зі сторін – інвестори та менеджеру фонду – була заінтересована у досягненні максимального прибутку при виході з бізнесу та захисті від помилкових дій протилежної сторони.

Крім того, ***ми вважаємо за доцільне, щоб венчурний фонд, створений за розробленою вище схемою, мав єдиний (поточний) рахунок*** або інший подібний реєстр, з якого знімаються та на який надходять кошти при здійсненні фондом операцій купівлі та продажу активів. Цей рахунок логічно відкривати саме в тому банку, який входить до складу фонду в якості вкладника (партнера з обмеженою відповідальністю). У цьому випадку всі фінансові потоки фонду будуть зосереджені в одних руках, інвестори матимуть доступ до фінансової інформації, що створює умови для здійснення ефективного та прозорого моніторингу діяльності венчурного фонду з боку інвесторів.

Узагальнюючи проведене вище дослідження, на рис. 6.12 ми представили авторське розуміння основних фінансових та організаційних технологій участі банківських установ у функціонуванні венчурного бізнесу (з урахуванням авторських пропозицій, викладених у даному підрозділі дисертаційної роботи).



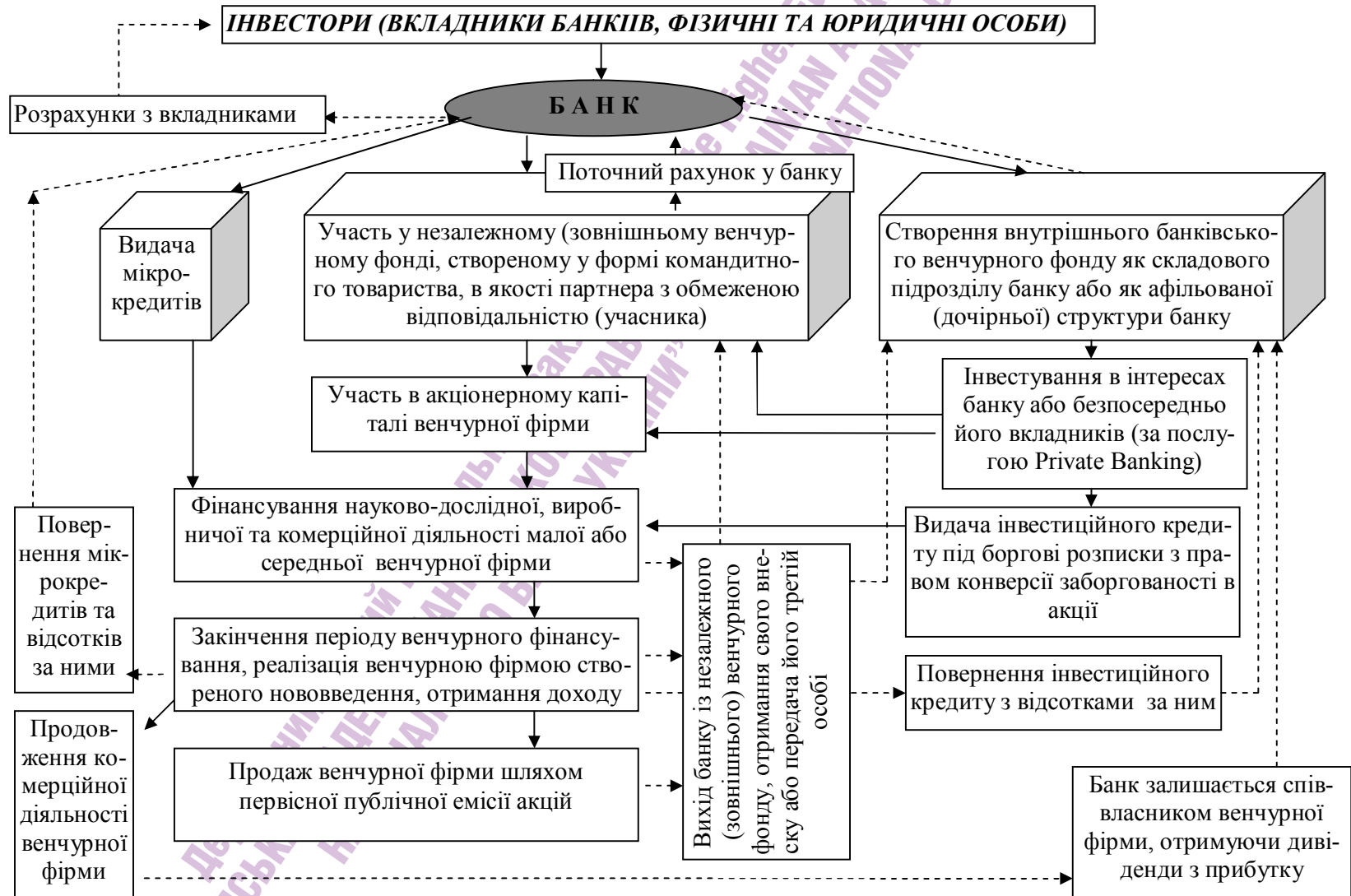


Рис.6.12. Фінансові технології участі банківських установ у функціонуванні венчурного бізнесу (власна розробка)



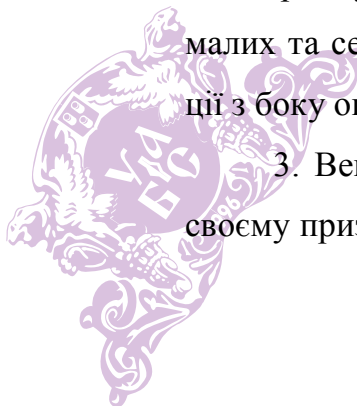
Таким чином, можна стверджувати, що банківські установи, попри скептичне ставлення певного кола науковців та практиків, мають всі підстави (фінансові, організаційні, нормативно-правові) для того, щоб стати активним учасником реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні.

Висновки до шостого розділу

1. Світова практика свідчить про досить високу результативність венчурного бізнесу як способу реалізації інновацій, який дає можливість комерціалізації результатів наукових досліджень, створює конкурентне середовище у сфері науки і наукового обслуговування та значною мірою формує науково-технічний рівень виробництва в країні. Отже, розвиток венчурного бізнесу в Україні може стати засобом підвищення інноваційного рівня вітчизняної економіки. Ґрунтовні дослідження загальних тенденцій розвитку венчурного бізнесу дозволили виділити специфічні критерії його ідентифікації та встановити відповідність венчурного бізнесу в Україні цим критеріям.

2. Ринок венчурного інвестування в Україні чітко відповідає критеріям олігополії, оскільки на ньому виділяються декілька потужних венчурних фондів, має місце взаємозалежність учасників ринку, діє сильна нецінова конкуренція, доступ на ринок для нових агентів ускладнений, має місце витіснення з ринку слабких учасників або в результаті їхнього банкрутства, або як наслідок поглинання й злиття з більш сильними конкурентами. Особливістю цього ринку є те, що швидкозростаючий попит на венчурний капітал з боку малих та середніх інноваційних компаній не знаходить відповідної пропозиції з боку операторів цього ринку.

3. Венчурний капітал, що працює в Україні, не відповідає основному своєму призначенню, оскільки здебільшого не орієнтується на власне іннова-

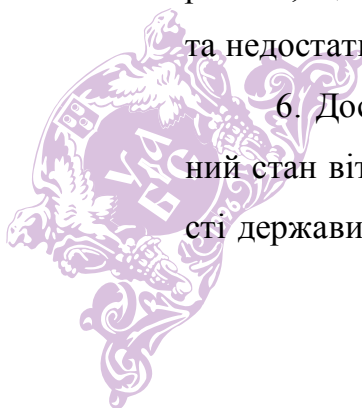


ційні проекти, не є ризиковим за своєю суттю, оскільки венчурні фонди не інвестують в розробку та впровадження принципово нової техніки, технології, вітчизняних „ноу-хау”, а зводять свою діяльність до інвестицій у прибуткові та майже неризиковані сектори національної економіки, працюють у традиційних напрямках виробництва та спрямовують свої зусилля переважно на оновлення виробничих ліній та обладнання, реалізації інвестиційних проєктів середнього рівня ризику з використанням операцій з фінансовими активами й нерухомістю.

4. Функціонування венчурних фондів в Україні характеризується, по-перше, орієнтацією на контрольні пакети акцій, що не властиво для класичного венчуного бізнесу, по-друге, відсутністю чітко вираженої спеціалізації на інвестуванні в конкретні сектори вітчизняної економіки, по-третє, скороченням, у порівнянні з загальносвітовою практикою, строків реалізації проєктів, що пов'язано зі значними політичними, законодавчими та макроекономічними ризиками, по-четверте, відсутністю чітко вираженої спеціалізації на обраних фінансових інструментах інвестування. Однак можна констатувати переважання боргових інструментів залучення довгострокового капіталу, привабливими інструментами є „дружні” облігації підприємств, боргові зобов'язання, а також акції, якщо компанія з управління активами має інсайдерський вплив у наглядовій раді чи правлінні; непривабливими є державні цінні папери та більша частина акцій українських компаній.

5. Найпоширенішою формою венчурного інвестування в Україні стало надання інвестиційного кредиту – від вкладень у спеціально випущені під проєкт облігації до прямого інвестиційного кредитування через венчурні фонди, які сьогодні змушені працювати на відносно невеликих за розмірами ринках, що характеризуються низьким рівнем конкуренції серед виробників та недостатньо високою платоспроможністю покупців.

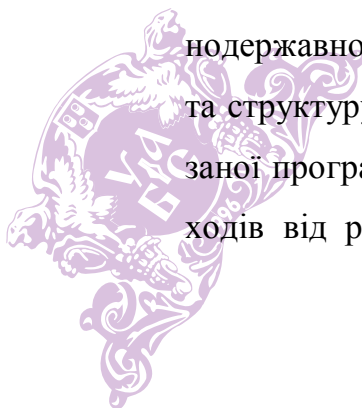
6. Досвід країн, які сформували власну венчурну індустрію, та сучасний стан вітчизняного інвестиційного ринку обумовлюють необхідність участі держави у процесі становлення венчурного капіталу в Україні. Найбільш



ефективним вбачається участь на правах рівноправного партнерства, що дозволить державі набувати і реалізовувати особисті майнові права на об'єкти промислової і інтелектуальної власності. Реалізація цього завдання вимагає фінансового, інфраструктурного та організаційного забезпечення з боку держави. В дисертації обґрунтована недоцільність створення з цією метою нової, окремої інституції, а координаційні функції у створенні мережі венчурних фондів пропонується покласти на вже існуючі державні установи.

7. Організаційний механізм реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні, запропонований в дисертації, передбачає взаємодію системи органів державної влади, яка включає Державне агентство України з інвестицій та інновацій (Держінвестицій), Державна інноваційна фінансово-кредитна установа (ДФКУ), Державне підприємство «Національний центр впровадження галузевих інноваційних програм» (ДП «НЦВГП»), Український центр сприяння іноземному інвестуванню (УЦСІ) та національна мережа регіональних центрів інноваційного розвитку (НМРЦІР), а також венчурний корпоративний інвестиційний фонд інноваційного розвитку (ВКІФІР), державний інноваційно-інвестиційний банк (ДІБ) та державна фінансова установа муніципального розвитку (ДФУМР), створення яких передбачено Програмою модернізації ринків капіталу в Україні з одного боку і вітчизняних та іноземних банківських установ, венчурних фондів та приватних інвесторів з іншого. Викладена схема взаємодії між вказаними суб'єктами – принципи їхнього функціонування, завдання та підпорядкованість – дає можливість практичного застосування загальносвітового досвіду функціонування венчурного бізнесу з урахуванням специфіки вітчизняного економічного середовища.

8. Запропонований у дисертації фінансовий механізм реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бізнесу в Україні визначає обсяг та структуру венчурного капіталу, що акумулюється з метою виконання вказаної програми, визначає розподіл відповідальності та прав у отриманні доходів від реалізації інноваційних проектів, фінансові обмеження задіяних

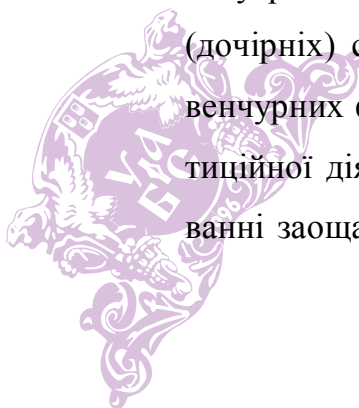


державних структур, що формує основу для внутрішнього контролю. Доповненням запропонованих заходів стимулювання розвитку венчурного бізнесу має стати розвиток біржових та позабіржових ринків цінних паперів зі зменшеними вимогами щодо компаній, які емітують акції, створення вітчизняної біржової системи для високотехнологічних компаній, що динамічно розвиваються.

9. Чітке визначення та закріплення функцій суб'єктів запропонованої мережі венчурних фондів за участю банківських установ дозволить ефективно, координовано здійснювати як пряме, так і опосередковане регулювання венчурного бізнесу, створити відповідне інформаційне забезпечення та підтримку інвесторам, як на рівні регіонів, так і на загальнодержавному рівні, реалізувати диференційований підхід щодо фінансової підтримки державою учасників венчурного бізнесу.

10. Низька активність банків у фінансуванні венчурного бізнесу в Україні обумовлена низкою факторів, основним з яких можна вважати традиційно високу ризикованість власне венчурного бізнесу ускладнену високим загальним ризиком вітчизняної економіки. Однак проведені дослідження вказують не лише на потенційну можливість участі банківського сектору у фінансуванні інноваційних проєктів, а на зростання ролі саме банківського фінансування на кожному наступному етапі циклу ризикових капіталовкладень.

11. Систематизуючи результати дослідження фінансування банківськими установами венчурного бізнесу, виділено пряму та опосередковану форми участі банків у фінансуванні. Поряд з мікrokредитуванням пряма участь здійснюється шляхом створення внутрішніх банківських венчурних фондів – “внутрішніх венчурів” як складових підрозділів банків, або як їх афілійованих (дочірніх) структур з метою подальшого самостійного інвестування малих венчурних фірм або участі в незалежних венчурних фондах. Механізм інвестиційної діяльності внутрішнього банківського венчуру полягає в акумулюванні заощаджень населення й вільних ресурсів юридичних осіб за допомо-



гою продажу сертифікатів (не цінних паперів) фонду з метою управління колективними інвестиціями. Запропоновано два варіанти побудови схеми взаємодії інвестора та внутрішнього банківського венчурного фонду:

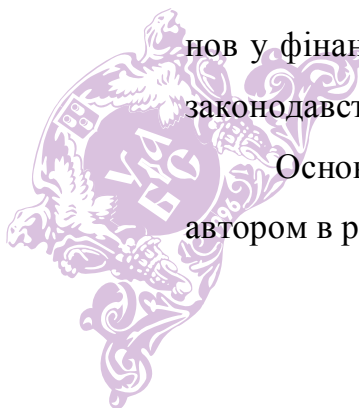
- інвестор безпосередньо інвестує у внутрішній банківський венчурний фонд як у афільовану з банком структуру, а банк у цьому випадку лише виконує функцію технічного партнера.

- інвестор підписує договір не з фондом, а безпосередньо з банком, однак кошти перераховують на рахунок фонду, керованого банком. Інвестор фактично довіряє банку право вибору, куди саме вкласти його кошти.

12. Виходячи з доволі обмежених можливостей прямої участі банківських установ у фінансуванні венчурного бізнесу, вони часто приймають участь у цьому процесі опосередковано – через участь у формуванні незалежних (зовнішніх) венчурних фондів, що забезпечує ряд переваг: дозволяє суттєво оптимізувати оподаткування; створює можливості для отримання так званого «ефекту синергії», сутність якого полягає в тому, що керуюча компанія має можливість інвестувати зібрані кошти на кращих умовах, ніж це зробив би банк самотужки як окремий інвестор; дозволяє комплексно використовувати потенціал ощадно-позичкових операцій; створює можливості для концентрації корпоративних прав, для скуповування боргів, для використання вексельних схем через механізми ІСІ, для інвестування в нерухомість; ості для інвестування за кордон; надає певні переваги, обумовлені закритістю механізму доступу до інформації, пов'язаної з діяльністю венчурного фонду; створює можливості для здешевлення кредитних ресурсів (шляхом кредитування за рахунок ІСІ); дозволяє значно зменшити ризики інноваційного інвестування.

13. Впровадження запропонованих технологій участі банківських установ у фінансуванні венчурних фондів вимагає внесення відповідних змін до законодавства України.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором в роботах [81, 83, 80, 118, 405, 124, 85, 98, 125, 126, 127, 128, 92].

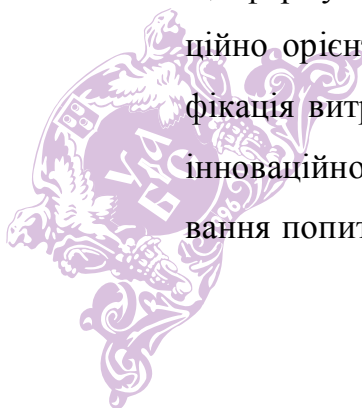


ВИСНОВКИ

Основний науковий результат дисертаційної роботи полягає у формуванні теоретико-методологічних засад функціонування ринку інноваційного інвестування та розробленні концептуальних основ, форм, фінансових механізмів, методичних і практичних рекомендації щодо вдосконалення діяльності банківських установ на ньому. Ґрунтуючись на комплексному системному дослідженні процесів інноваційного інвестування, узагальненні зарубіжного і вітчизняного досвіду фінансового забезпечення інноваційного розвитку, зокрема, участі банківських установ у фінансуванні інноваційного бізнесу, розроблено ряд наукових висновків і рекомендацій, зміст яких полягає у наступному:

1. У роботі вирішено науково-практичну проблему обґрунтування функціонування ринку інноваційного інвестування, актуальність якої визначається домінуванням інновацій з-поміж сукупності факторів економічного розвитку, що вимагає вдосконалення методології макроекономічного аналізу інвестицій, оскільки об'єктивним є існування взаємного впливу процесів розробки, впровадження та поширення інновацій та процесів інвестування. Узагальнення системних взаємозв'язків інноваційного розвитку економіки та його інвестиційного забезпечення доводить необхідність створення комплексного інноваційно-інвестиційного механізму господарювання, який передбачає інтеграцію інноваційної та інвестиційної функцій.

2. З метою комплексного урахування впливу інноваційного та інвестиційного фактора на чистий внутрішній продукт в кожному елементі витрат, що формують цей показник, за ознакою інноваційності виокремлено інноваційно орієнтовані та традиційно орієнтовані витрати. Запропонована класифікація витрат склала основу формування системи індикаторів (показників) інноваційності економіки та дала можливість відобразити механізм формування попиту на товарному ринку та ринку факторів виробництва як резуль-



тат взаємодії традиційно орієнтованих та інноваційно орієнтованих витрат кожного виду. Дослідження особливостей формування попиту на традиційно орієнтовані та інноваційно орієнтовані чисті інвестиції вказують на різний ступінь впливу динаміки реальної відсоткової ставки на кожен тип та наявність різного за напрямком впливу факторів, що визначають очікувану доходність інвестицій.

3. З метою удосконалення механізму забезпечення інноваційного процесу інвестиційними ресурсами обґрунтовано в ринковому середовищі виділення ринку інноваційного інвестування. Товаром на даному ринку виступають інвестиційні ресурси, формування ціни на які залежить, поряд з іншим, від рівня трансакційних витрат. Загальні тенденції спеціалізації інфраструктурних елементів ринку та специфіка організації інвестиційної діяльності об'єктивно обумовлює виділення в інфраструктурі ринку інноваційного інвестування підсистем, які характеризують окремі аспекти руху інвестиційних ресурсів від їх власників до суб'єктів інноваційної діяльності. Зокрема, пропонується в інфраструктурі ринку інноваційного інвестування виокремити інфраструктурну підсистему формування пропозиції, інфраструктурну підсистему формування попиту, організаційно-супроводжуючу та інформаційно-консультаційну підсистему. Дослідження місця та функцій ринку інноваційного інвестування в існуючому ринковому середовищі, проведене на основі виділення на кожному з ринків (товарному ринку, ринку факторів виробництва, фінансовому ринку) інноваційного сегменту, дає підстави стверджувати, що досліджуваний ринок може розглядатися як відносно самостійний елемент міжринкової взаємодії.

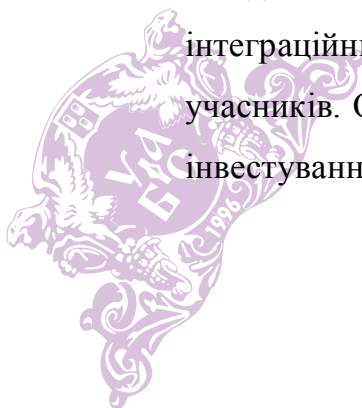
4. Аналіз макроекономічних індикаторів ринку інноваційного інвестування свідчить, що механізм формування попиту-пропозиції на цьому ринку підпорядкований загальним принципам формування попиту на гроші в економіці. Найбільш суттєвими факторами впливу на розподіл пропозиції між традиційно орієнтованими та інноваційно орієнтованими інвестиційними ресурсами є державне регулювання інвестиційних витрат, ступінь конкуренції



на традиційному та інноваційному сегментах інвестиційного ринку, інноваційна орієнтованість розвитку економіки в цілому.

5. Попит на ринку інноваційного інвестування можна поділити на потенційний і конкретний. Останній безпосередньо визначає пропозицію на досліджуваному ринку та формується під впливом низки факторів, найсуттєвішими з яких є вартість інвестиційних ресурсів, величина реальних доходів населення, рівень технічної та технологічної забезпеченості споживачів інвестиційних ресурсів на ринку інноваційного інвестування, ступінь монополізації виробництва інноваційної продукції, рівень кадрової забезпеченості інноваційної діяльності, вартість неінвестиційних ресурсів (витрати, що не пов'язані з платою за користування інвестиційними ресурсами), рівень оподаткування інноваційної діяльності. Стосовно досліджуваного ринку можна говорити про обмеженість використання неокласичної теорії рівноваги. Як показала практика, в умовах України можуть бути втрачені переваги методів стабілізації, що спираються на класичні теорії.

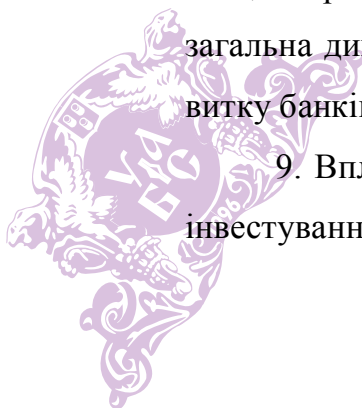
6. Аналіз вітчизняного ринку інноваційного інвестування за критеріями, що відповідають олігополістичному ринку дозволив виявити обмежену кількість покупців інвестиційних ресурсів, обмеженість суб'єктів пропозиції інвестиційних ресурсів, наявність економічних, політичних, інституціональних, кон'юнктурних та інших передумов для змови та взаємної залежності суб'єктів вітчизняного ринку інноваційного інвестування, наявність можливості контролю над ціною інвестиційних ресурсів та нецінової конкуренції, як серед банків, так і серед небанківських посередників, ускладнений доступ на ринок інноваційного інвестування, що викликано низьким рівнем захисту прав власності, труднощами при отриманні кредитних ресурсів, необхідністю ліцензування інноваційної діяльності, розширення масштабів інтеграційних процесів, що є прямим свідченням витіснення з ринку слабких учасників. Отже, можна стверджувати, що вітчизняний ринок інноваційного інвестування за всіма критеріями ідентифікується як олігополістичний.



7. Моделювання функції попиту та пропозиції на ринку інноваційного інвестування в Україні базується на кількісних характеристиках факторів, що визначають їх рівень. Формалізація залежності між попитом на інноваційно орієнтовані інвестиційні витрати та факторами, що впливають на його розмір, дозволяє констатувати позитивну залежність між величиною попиту та обсягом споживчих витрат, розміром чистого нагромадження основного капіталу. Щодо впливу рівня кадрової забезпеченості на величину попиту на інноваційно орієнтовані інвестиційні ресурси відзначається позитивна залежність між кількістю докторів наук та обсягом досліджуваних витрат та негативна залежність між кількістю кандидатів наук та обсягом відповідних витрат. Результати моделювання пропозиції інноваційно орієнтованих інвестиційних ресурсів вказують на позитивну залежність між її величиною з одного боку та обсягом ВВП, розміром видатків державного бюджету, обсягом чистого прибутку, що залишається в розпорядження вітчизняних суб'єктів господарювання та обсягом довгострокових кредитів, наданих вітчизняними банківськими установами – з іншого.

8. Дослідження суб'єктно-об'єктного взаємозв'язку ринку інноваційного інвестування та банківської системи дозволяють виділити найбільш суттєві напрямки впливу суб'єкта (банківських установ) на об'єкт (досліджуваний ринок), зокрема: формування пропозиції інвестиційних ресурсів на ринку, ціноутворення, інформаційне забезпечення та структура ринку інноваційного інвестування. Зворотний зв'язок між банківською системою та досліджуваним ринком є менш очевидним, але досить вагомим, особливо в умовах посилення ролі інновацій як фактора економічного зростання. Основними індикаторами, що дозволяють виявити зворотний вплив є ціна на інвестиційні ресурси та попит на ринку інноваційного інвестування. Крім того, загальна динаміка ринку інноваційного інвестування визначає тенденції розвитку банків.

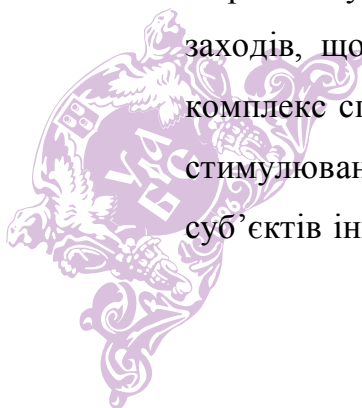
9. Вплив банківської системи на функціонування ринку інноваційного інвестування можна розглядати як безпосередній та опосередкований. Безпо-



середній – здійснюється через власну інвестиційну діяльність банку та його інвестиційне посередництво, а опосередкований – шляхом загального впливу на грошову масу, зміну її характеристик, структуру грошових агрегатів тощо. Виділення функцій банку як суб'єкта ринку інноваційного інвестування дало можливість констатувати ряд об'єктивних особливостей у діяльності сучасних банків і розглядати їх як специфічного, відмінного від інших фінансових установ учасника досліджуваного ринку, який має ряд переваг, зокрема, гнучкість та можливість акумулювання значного обсягу ресурсів тощо.

10. Специфіка інноваційної діяльності, що пов'язана з труднощами довгострокового прогнозування руху грошових потоків, обумовлює необхідність формування механізмів надання спеціалізованих кредитів – інноваційних, розробки індивідуальних кредитних програм підтримки суб'єктів інноваційної діяльності, спеціалізованих банківських продуктів та форм обслуговування тощо. Дослідження специфіки проектного фінансування дозволяє класифікувати його як специфічний банківський продукт, що поєднує у собі елементи багатьох традиційних банківських операцій, застосування якого як елемента системи фінансового забезпечення інвестиційного процесу є традиційним у закордонній практиці. Результати порівняльного аналізу венчурного фінансування, проектного фінансування та банківського кредитування дозволили виявити найбільш суттєві відмінності у механізмах їх здійснення, що може скласти теоретичне підґрунтя для вибору тієї чи іншої форми фінансування інновацій сучасними українськими банками.

11. Стимулюючий вплив держави на функціонування ринку інноваційного інвестування потребує цілісної узгодженої системи заходів, яка має включати: комплекс загальних заходів, спрямованих на підтримку стабільного розвитку ринку інноваційного інвестування в цілому, комплекс загальних заходів, що мають забезпечити стабільний розвиток банківської сфери та комплекс спеціалізованих заходів, що формують мотиваційні механізми для стимулювання активізації банківської участі в інвестиційному забезпеченні суб'єктів інноваційної діяльності. Найбільш ефективними інструментами ре-

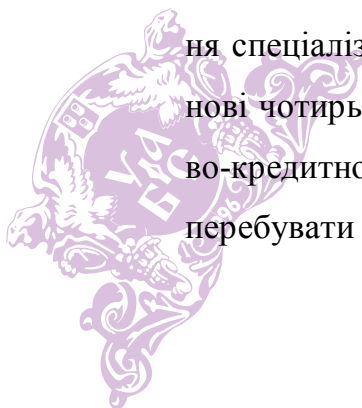


гулювання діяльності банків з позиції їх застосування для державної підтримки банківського інвестування в інновації визначено державне гарантування кредитів, диференціацію економічних нормативів діяльності банків, реформування системи обов'язкового резервування.

12. З метою виявлення можливості участі банківських установ в інноваційному інвестуванні на різних етапах життєвого циклу інновації досліджено динаміку ефекту від інвестування у поєднанні з аналізом можливих ризиків, які виникають на відповідних етапах життєвого циклу. Це дало можливість обґрунтувати застосування певних форм участі банків у фінансовому забезпеченні інновації на кожному етапі її життєвого циклу.

13. Організаційним фактором, що обумовлює необхідність спеціалізації банківських установ в Україні є вкрай низький рівень інфраструктурної підтримки універсальними банками інвестування інноваційної діяльності підприємств. Формування моделі спеціалізованих банківських установ на ринку інноваційного інвестування України має ґрунтуватися на поєднанні функції інвестиційних банків в широке коло фінансових операцій – спеціалізований інноваційно-інвестиційний банкінг. Спеціалізацію банківських установ на досліджуваному ринку доцільно розглядати у трьох напрямках: як спеціалізацію в рамках окремого банку без створення нової юридичної особи; як спеціалізацію в рамках окремого банку зі створенням нової юридичної особи; як спеціалізацію банківської установи цілком.

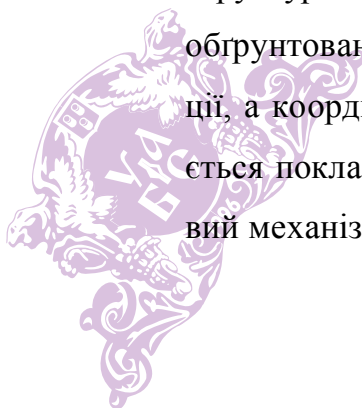
14. Викладено концептуальні засади формування системи спеціалізованих банківських установ – інноваційно-інвестиційних банків як суб'єктів ринку інноваційного інвестування в рамках банківської системи України. Послуги таких банків зорієнтовані переважно на фінансово-організаційне забезпечення інноваційного підприємництва. Організаційний механізм формування спеціалізованих інноваційно-інвестиційних банків можна будувати на основі чотирьох найбільш прийнятних моделей: 1) покласти функцію фінансово-кредитного забезпечення інноваційної діяльності банк, який цілком буде перебувати у державній власності; 2) діяльність по фінансуванню інновацій



може здійснювати будь-який вже функціонуючий комерційний банк; 3) створити спеціалізовану фінансово-кредитну установу, де як засновники візьмуть участь наукові й інноваційні організації; 4) створити спеціалізовану фінансово-кредитну установу, в якій як засновники візьмуть участь як держава, так і приватні інвестори.

15. Інтеграційні процеси значною мірою впливають на функціонування ринку інноваційного інвестування. Аналіз чинного законодавства виявив відсутність жодного виду структур, які б повною мірою задовольняли вимогам інтеграції промислового та банківського капіталу на ринку інноваційного інвестування України. З огляду на специфіку сучасного вітчизняного інвестиційного середовища фінансовий механізм функціонування інтеграційних об'єднань на ринку інноваційного інвестування – інвестиційно-інноваційних інтеграційних об'єднань, має базуватися на поєднанні різних типів функціональних підсистем, а саме: кредитно-фінансової, виробничої, науково-технічної, комерційної, фондової. Така модель має ряд переваг перед функціонування промислово-фінансових груп.

17. Розвиток венчурного бізнесу в Україні може стати засобом підвищення інноваційного рівня вітчизняної економіки. Однак венчурний капітал, що працює в Україні, не відповідає основному своєму призначенню, оскільки здебільшого не орієнтується на власне інноваційні проекти, не є ризикованим за своєю суттю. Найпоширенішою формою венчурного інвестування в Україні стало надання інвестиційного кредиту. Досвід країн, які сформували власну венчурну індустрію, та сучасний стан вітчизняного інвестиційного ринку обумовлюють необхідність участі держави у процесі становлення венчурного капіталу в Україні. Реалізація цього завдання вимагає фінансового, інфраструктурного та організаційного забезпечення з боку держави. В дисертації обґрунтована недоцільність створення з цією метою нової, окремої інституції, а координаційні функції у створенні мережі венчурних фондів пропонується покласти на вже існуючі державні установи. Запропонований фінансовий механізм реалізації загальнодержавної програми розвитку венчурного бі-



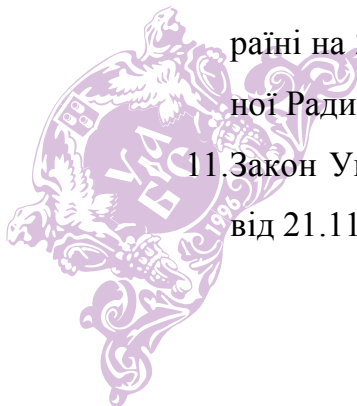
знесу в Україні визначає обсяг та структуру венчурного капіталу, що акумулюється з метою виконання вказаної програми, визначає розподіл відповідальності та прав у отриманні доходів від реалізації інноваційних проєктів, фінансові обмеження задіяних державних структур, що формує основу для внутрішнього контролю. Низька активність банків у фінансуванні венчурного бізнесу в Україні обумовлена низкою факторів, основним з яких можна вважати традиційно високу ризикованість власне венчурного бізнесу ускладнену високим загальним ризиком вітчизняної економіки. Однак проведені дослідження вказують не лише на потенційну можливість участі банківського сектору у фінансуванні інноваційних проєктів, а на зростання ролі саме банківського фінансування на кожному наступному етапі циклу ризикових капіталовкладень.

Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

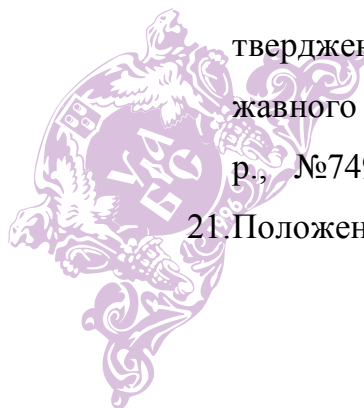


СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

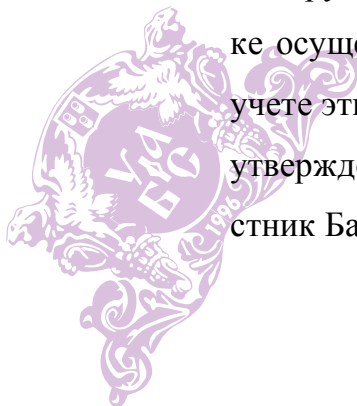
1. Закон України «Про основи державної політики у сфері науки та науково-технічної діяльності» №1978-XII від 13 грудня 1991 р. // Відомості Верховної Ради. – 1992. – №12. – С. 166.
2. Закон України «Про інноваційну діяльність» №40-IV від 4 липня 2002 р. // Відомості Верховної Ради. – 2002. – №36. – С. 266.
3. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» №2299-III від 15.03.2001 р. // Відомості Верховної Ради. – 2001. – №21. – С.103.
4. Закон України «Про податок на додану вартість» №168/97-ВР від 03.04.97 // Відомості Верховної Ради. – 1997. – №21. – С.156.
5. Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств» від 22 травня 1997 р. №283/97- ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1997 р. – №27. – С. 181.
6. Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» №2664-III від 12.07.2001р. // Відомості Верховної Ради. – 2002. – №1. – С. 1.
7. Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств» №334/94-ВР від 28.12.1994 р. // Відомості Верховної Ради. – 1995. – №16. – С. 116.
8. Закон України «Про банки і банківську діяльність» №2121-3 від 07.12.2000 р. // Відомості Верховної Ради. – 2001. – № 5-6 (09.02.2001). – С. 30.
9. Закон України «Про господарські товариства» №1576-XII від 19.09.1991 р. // Відомості Верховної Ради. – 1991. – №49. – С. 682.
10. Закон України «Про пріоритетні напрями інноваційної діяльності в Україні на 2003–2013 рр.» № 433-IV від 16 січня 2003 р. // Відомості Верховної Ради. – 2003. – № 13. – С. 93.
11. Закон України «Про промислово-фінансові групи в Україні» №437/95-ВР від 21.11.1995 р. // Відомості Верховної Ради. – 1996. – №23. – С.88.



12. Закон України «Про забезпечення вимог кредиторів та реєстрацію обов'язків» №1892-IV від 24 червня 2004 р. // Відомості Верховної Ради. – 2004. – № 11. – С. 140.
13. Закон Российской Федерации «О банках и банковской деятельности» № 395-1 от 02.12.1990 (ред. от 03.03.2008) // www.consultant.ru/popular/bank.
14. Законопроект про внесення змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» (реєстраційний №4197 від 26.09.2003 року, внесений Національним банком України).
15. Проект Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні // офіційний сайт Державного агентства України з інвестицій і інновацій. – www.in.gov.ua/index.php?get=news&id=895
16. Постанова Кабінету Міністрів України «Про внесення змін і визнання такими, що втратили чинність, деяких постанов Кабінету Міністрів України» від 8 серпня 2007 р. № 1007 // www.udik.com.ua/ukr/legislation.
17. Постанова Кабінету Міністрів України «Про утворення Українського центру сприяння іноземному інвестуванню» від 2 серпня 2005 р. №666 // <http://zakon.rada.gov.ua>
18. Постанова Кабінету Міністрів України «Про внесення змін і доповнень до Постанови Кабінету міністрів України «Про утворення Українського центру сприяння іноземному інвестуванню» від 31 травня 2006 р. №771 // <http://zakon.rada.gov.ua>
19. Постанова Кабінету Міністрів України від 20.07.2002 р. №781 про затвердження Положення «Про створення (реєстрацію), реорганізацію та ліквідацію промислово-фінансових груп» // www.rada.gov.ua
20. Положення про Державне агентство України з інвестицій та інновацій, затверджено Постановою Кабінету Міністрів України «Деякі питання Державного агентства України з інвестицій та інновацій» від 16 травня 2007 р., №749 // www.rada.gov.ua
21. Положення про порядок формування резерву для відшкодування можли-



- вих втрат за кредитними операціями банків», затверджене Постановою Правління НБУ від 06.06.2000 р. №279 // www.rada.gov.ua
22. Порядок відбору банків для участі в проєкті «Розширення доступу до ринків фінансових послуг», який підтримується Міжнародним банком реконструкції та розвитку», затверджене Наказом Міністерства фінансів України №749 від 20.06.2007 р.
23. Постанова Правління Національного банку України «Про затвердження змін до Положення «Про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків»: від 19.03.2003 р. №119 // Офіційний вісник України. – 2003. – №15. – С. 670.
24. Про затвердження Положення про склад та структуру активів інституту спільного інвестування: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11 січня 2002 р. №12 // <http://zakon.rada.gov.ua>
25. Питання утворення регіональних центрів інноваційного розвитку: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 3 травня 2007 року №255-р. // <http://zakon.rada.gov.ua>
26. Про схвалення Концепції Державної цільової програми модернізації ринків капіталу України: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 08 листопада 2007 року №976-р. // <http://zakon.rada.gov.ua>
27. Інструкція з бухгалтерського обліку кредитних, вкладних (депозитних) операцій та формування і використання резервів під кредитні ризики в банках України, затверджена Постановою Правління Національного банку України від 15 вересня 2004 р. №435 // www.bank.gov.ua
28. Інструкція про порядок регулювання діяльності банків в Україні від 28.08.2001 р. №368 // www.bank.gov.ua
29. Інструкція Центрального Банка России от 2 июля 1997 г. №63 «О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями Российской Федерации», утвержденная Приказом Банка России от 2 июля 1997 г. «02-287» // Вестник Банка России. – 1997. – №43.



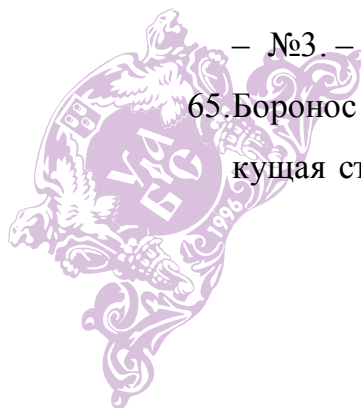
30. Директива Європейського Союзу №85/611 від 20 грудня 1985 р. «Про приведення у відповідність Законів та Положень стосовно спільного інвестування в цінні папери, що обертаються».
31. Про окремі питання створення промислово-фінансових груп: Указ Президента України від 8 липня 2001 року №754/98 // <http://zakon.rada.gov.ua>
32. Про деякі питання створення промислово-фінансових груп: Указ Президента України від 1 червня 2002 року №597/99 // <http://zakon.rada.gov.ua>
33. Про проведення в Україні в 2005 році Міжнародного року мікrokредитування: Указ Президента України від 20 жовтня 2004 року №1283/2004 // <http://zakon.rada.gov.ua>
34. Про стан науково-технологічної сфери та заходи щодо забезпечення інноваційного розвитку України: Указ Президента України від 11 липня 2006 року №606 // <http://zakon.rada.gov.ua>
35. Про утворення Державного агентства України з інвестицій та інновацій: Указ Президента від 30 грудня 2005 року №1873/2005 // <http://zakon.rada.gov.ua>
36. Господарський кодекс України. – Х.: ТОВ «Одіссей», 2004. – 248 с.
37. Аджиев Я.И. Проблемы инфраструктуры инновационной деятельности и пути их решения // Совершенствование предпринимательской деятельности и ее правового обеспечения. – М., 2005. – Вып. 4. – С. 233-237.
38. Александрова В.П. Економіка знань та її перспективи для України. – К.: Ін-т екон. прогнозів. НАН України, 2004. – 161 с.
39. Амортизация и оптимальные сроки службы техники. Монография / Козьменко С.Н., Васильева Т.А., Ярошенко С.П. и др. – Сумы: Деловые перспективы, 2005. – 223 с.
40. Аналіз регуляторного впливу до проекту Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні // офіційний сайт Державного агентства України з інвестицій і інновацій. – www.in.gov.ua/index.php?get=news&id=895



41. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування в 2006 р. // www.ufs.com.ua/stories/docs/uaib2006.doc
42. Антонюк Л.Л., Поручник А.М. Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні. – К., 2000. – 387 с.
43. Анін В.І. Аналіз статистичних даних обсягів інвестицій в основний капітал // Статистика України. – 2004. – №1. – С. 59-60.
44. Антонюк Л.Л., Поручник А.М., Савчук В.С. Інновації: теорія, механізм розробки та комерціалізації. – К., 2003. – 351 с.
45. Астахов А.С. Динамические методы оценки эффективности горного производства. – М.: Изд-во «Недра», 1973. – 253 с.
46. Бажал Ю.М. Економічна теорія технологічних змін. – К.: Заповіт, 1996. – 238 с.
47. Балацкий Е., Павличенко Р. Иностранные инвестиции и экономический рост: теория и практика исследования // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – №1. – С.52-64.
48. Банки и банковские операции: Учебник для ВУЗов / Е. Ф. Жуков, Л. М. Максимова, О. М. Макарова и др.; Под ред. проф. Е. Ф. Жукова. – М.: Юнити, 1997.– 471 с.
49. Банковский портфель / Отв. ред. Коробов Ю., Рутин Ю., Солдаткин В.– М.: «Соминтек», 1994.– 582 с.
50. Банковское дело: Справочное пособие / М.Ю. Бабичева, О.В. Трохова и др.; Под ред. Ю.А. Бабичевой. – Москва: Экономика, 1994. – 397 с.
51. Банковское дело / Под. ред. О. И. Лаврушина. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 576 с.
52. Банковское дело: Учеб. для ВУЗов / Под ред. В. И. Колесникова, Л. П. Кроливецкой. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 476 с.
53. Банковская система России. Настольная книга банкира. В 3-х кн. / Ред. А. Г. Грязнова, А. В. Молчанов, А. М. Тавасиев и др. – М.: ДеКА, 1995. – кн.1.– 668 с.



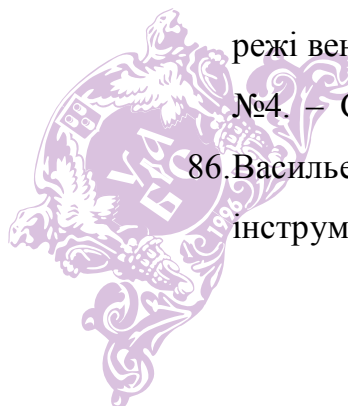
54. Баранецький І.О. Особливості та перспективи розвитку венчурного підприємництва в Україні // Формування ринкових відносин в Україні – 2004. – №4. – С.46-53.
55. Бард В.С. Финансово-инвестиционный комплекс: теория и практика в условиях реформирования российской экономики. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 304 с.
56. Баскакова М.Ю. Проблеми просування нової продукції вітчизняних товаровиробників на ринок. Світові тенденції у вдосконаленні методів просування нової продукції на ринки / Маркетинг і менеджмент інноваційного розвитку: Монографія / За заг. ред. д.е.н., проф. С.М.Ілляшенка. – Суми: ВТД «Університетська книга», 2006. – 530 с.
57. Безчасний Л.К., Онишко С.В. Тенденції на світовому ринку капіталів та їх вплив на інвестиційну діяльність в Україні // Економіка України. – 2001. – №3. – С. 4-12.
58. Бернар И., Колли Ж.-К. Толковый экономический и финансовый словарь. В 2-х томах. – М.: Международные отношения. – Т.1. – 1994. – 784 с.
59. Бірюк С. Проблемні питання діяльності венчурних ІСІ в Україні. – <http://www.uaib.com.ua/companyandfunds>.
60. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент. – Киев: МП "ИТЕМ" ЛТД, 1995. – 448 с.
61. Бланк И.А. Управление формированием капитала. – К.: "Ника-Центр", 2000. – 512 с.
62. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. Пер. с англ., 4е изд. – М.: «Дело лтд.», 1994. – 720 с.
63. Боди З., Мертон Р. Финансы.: Пер с англ. – М.: Изд. дом "Вильямс", 2000. – 592с.
64. Бойченко Ю. Проектное финансирование // Инвестиции в России. – 1998. – №3. – С. 38-43.
65. Боронос В.Н., Васильева Т.А., Леонов С.В. Модифицированная чистая текущая стоимость как разновидность математического моделирования ин-



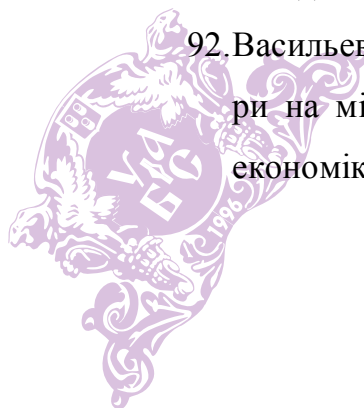
- вестиционных процессов // Вісник Східноукраїнського національного університету ім. Володимира Даля. – 2002. – №2(48). – С.8-12.
66. Борочкин А. Развитие отрасли венчурных инвестиций в России: венчурные фонды // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №19 (322). – С.40-43.
67. Борщ Л.М. Банківська система України в інвестиційній діяльності // Фінанси України. – 2003. – №5. – С. 5-12.
68. Брегеда О.А. Ринок банківських послуг в Україні: Авторефер. дис... канд. екон. наук: 08.04.01 / Київськ. Нац. Екон. ун-т. – К., 2002. – 17 с.
69. Бунчук М. Роль венчурного капитала в финансировании малого инновационного бизнеса // Электронный бюллетень «Технологический БизнесЪ». – 1999. – №1. – С. 2
70. Бурдюгов А. Порядок розрахунку коефіцієнту ризику та норми резервування банку при кредитуванні інвестиційних проектів // Вісник Національного банку України. – 2005. – №1. – С. 4–7.
71. Бут А.П. Банківське фінансування інноваційних фірм: міжнародний досвід та його використання в Україні // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006. – №6 (61). – С. 96-100.
72. Бут А.П. Особливості взаємозв'язку інноваційної моделі економіки та банківських інститутів у сучасних умовах // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006. – №11 (66). – С.23-27.
73. Бюлетень Національного банку України. – 2008. – №1 // www.bank.gov.ua/2008/bull-01.08.pdf.
74. Бюлетень Національного банку України.. – 2005. – № 3 // www.bank.gov.ua/2005/bull-03.05.pdf.
75. Вагизова В.И. Финансово-кредитное обеспечение инновационной деятельности в условиях перехода к рыночным отношениям: Дис... канд. экон. наук: 08.00.01. – Казань, 1996. – 213 с.
76. Вальрас Л. Элементы чистой политической экономии. – М.: Изограф, 2000. – 448 с.



77. Варламова С.Б. Инвестиционные банки: вопрос на повестке дня // Банковские услуги. – №7. – С. 7-12.
78. Варшавець М. Особливості функціонування венчурного капіталу в Україні // Ринок цінних паперів. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2004. – № 5. – С. 25-31.
79. Василенко М.Е. Проблемы активизации инвестиционной деятельности в современных условиях // Актуальні проблеми економіки. – 2004. – №2. – С. 50-57.
80. Васильєва Т.А. Банківські інвестиції: сутність та особливості // Ринкова економіка: сучасна теорія і практика управління. – Том 10. Випуск 16: Питання аналізу фінансово-господарської діяльності українських підприємств у сучасних умовах. – 2007. – С. 22-27.
81. Васильєва Т.А. Банковское инвестирование на рынке инноваций: Монография. – Сумы: Изд-во СумГУ, 2007. – 513 с.
82. Васильєва Т.А., Винниченко Н.В. Внутренний аудит инвестиционной деятельности в общей системе управления предприятием // Механізм регулювання економіки. – 2006. – №3. – С.107-112.
83. Васильєва Т.А. Банківське фінансування інноваційної діяльності: Монографія. – Суми: Ділові перспективи. – 2006. – 60 с.
84. Васильєва Т.А., Бондаренко А.Ф., Грищенко О.С. Інвестиційно-інноваційна стратегія як механізм забезпечення сталого економічного зростання в Україні // Праці Шостої міжнародної наукової конференції студентів і молодих учених "Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання". Частина 5. / Ред. кол. Ступін О.Б. (голова) та ін. – Донецьк: ДонНУ, 2005. – С. 176-178.
85. Васильєва Т.А. Взаємодія держави і банків при формуванні національної мережі венчурних фондів в Україні // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – №4. – С. 204-212.
86. Васильєва Т.А., Винниченко Н.В., Грищенко Л.Л. Податкова політика як інструмент стимулювання інвестиційної діяльності в регіоні // Матеріали



- У міжрегіональній науково-практичній конференції «Оподаткування у промисловому регіоні: теорія, практика та перспективи розвитку». – Донецьк: ДонДУЕТ ім. М.Туган-Барановського, 2005. – С. 343-346.
87. Васильєва Т.А., Винниченко Н.В., Грищенко О.С. Проблеми формування регіональних інвестиційних програм // Матеріали міжнародної науково-практичної конференції „Сучасний стан та проблеми розвитку підприємництва в регіоні”. – Том 5. – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2005. – С. 10-12.
88. Васильєва Т.А., Винниченко Н.В. Дослідження інвестиційного потенціалу Сумської області // Праці Шостої міжнародної наукової конференції студентів та молодих учених „Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання”. Частина 4. / Ред.кол. Ступін О.Б. (голова) та ін. – Донецьк: ДонНУ, 2005. – С. 237-240.
89. Васильєва Т.А., Винниченко Н.В. Інвестиційний рейтинг Сумської області як індикатор її соціально-економічного розвитку // Проблеми економічної освіти і науковий прогрес”. Матеріали міжвузівської науково-методичної конференції (25 листопада 2005 р.). – Кривий Ріг: Мінерал, 2005. – С. 43-44.
90. Васильєва Т.А., Винниченко Н.В. Особенности аудита инвестиционной деятельности предприятий // Вісник Національного технічного університету «Харківський політехнічний інститут». Збірник наукових праць. Тематичний випуск: Розвиток обліку та аудиту як основи інформаційно-аналітичної системи підприємства. – Харків: НТУ «ХПІ». – 2005. – №58. – Т. 2. – С. 124-125.
91. Васильєва Т.А., Винниченко Н.В. Переваги стратегічного управління інвестиційною діяльністю в регіоні // Розвиток наукових досліджень ' 2005": Матеріали міжнародної науково-практичної конференції, м. Полтава, 7-9 листопада 2005 р. – Полтава: Вид-во „ІнтерГрафіка”, 2005. – Т. 9. – С. 36-39.
92. Васильєва Т.А., Винниченко Н.В. Проблеми фінансування соціальної сфери на місцевому рівні // Державна політика та стратегія реформування економіки України в ХХІ сторіччі. Матеріали Всеукраїнської науково-

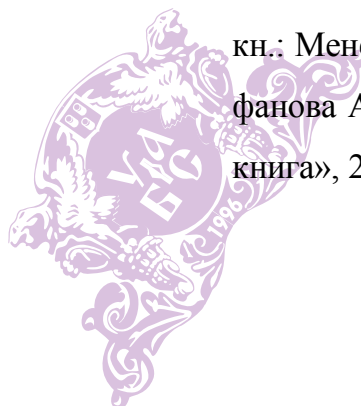


- практичної конференції (Полтава, 27 березня 2007 року). – Полтава: ПДАА, 2007. – С. 42-43.
93. Васильєва Т.А., Гриценко Л.Л. Организационно-экономический механизм осуществления региональной экспертизы инвестиционных проектов // Економіка: проблеми теорії та практики: Збірник наукових праць: В 5 т. Том III. – Дніпропетровськ: ДНУ. – 2005. – Випуск 207. – С. 771-779.
94. Васильєва Т.А., Гриценко Л.Л. Инвестиционное проектирование с учетом региональных особенностей // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки. – Черкаси: ЧДТУ. – 2005. – Випуск 14. – С. 244-248.
95. Васильєва Т.А., Гриценко Л.Л., Винниченко Н.В. Научно-методические подходы к оценке инвестиционной привлекательности регионов Украины // Механізм регулювання економіки. – 2005. – № 3. – С. 199-205.
96. Васильєва Т.А., Гриценко Л.Л., Винниченко Н.В. Региональный контроллинг инвестиционных проектов // Матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції «Проблеми інформаційного та статистичного забезпечення управління економікою». – Дніпропетровськ: „Пороги”, 2005. – С. 137-140.
97. Васильєва Т.А., Гриценко О.С. Порівняльний аналіз підходів до визначення собівартості інвестиційного банківського кредиту // Забезпечення сталого розвитку банківської діяльності: Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції (11 жовтня 2007р.). Відп. за випуск М.І.Діба – К.: КНЕУ, 2007. – С. 61-64.
98. Васильєва Т.А., Гриценко О.С. Проблеми і перспективи фінансово-правового регулювання інвестиційного кредитування банків в Україні // Проблеми і перспективи становлення фінансової системи України: Матеріали X Всеукраїнської наук.-практ. конф. студентів, аспірантів та молодих вчених, м. Севастополь, 10-13 жовтня 2007 р. – Севастополь: Вид-во СевНТУ, 2007. – С. 279-281.
99. Васильєва Т.А., Гриценко О.С. Проблеми і перспективи реформування системи оподаткування інвестиційної діяльності на рівні регіону // Інтег-

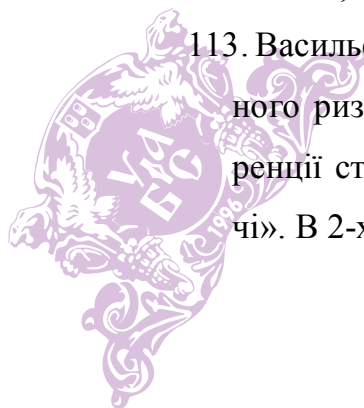


раційні процеси та розвиток фінансової системи України: Матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції (29-30 листопада 2006 року). – Х.: ФОП Лібуркіна Л.М., 2006. – С. 11-13.

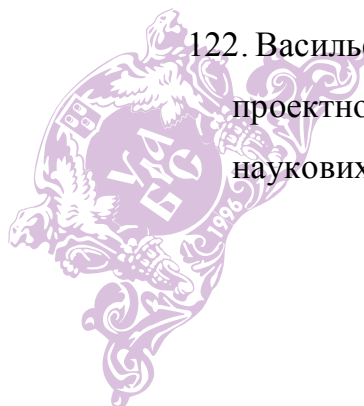
100. Васильєва Т.А., Грищенко О.С. Проблеми та перспективи формування інноваційно-інвестиційної стратегії регіонального розвитку // Теорія і практика сучасної економіки. Матеріали VI міжнародної науково-практичної конференції: Черкаси, 4-6 жовтня 2006 року. / Відповідальний редактор Хомяков В.І. – Черкаси: ЧДТУ, 2006. – С. 33-35.
101. Васильєва Т.А., Грищенко О.С. Проблеми формування організаційно-економічного механізму залучення іноземних інвестицій на загальнодержавному та регіональному рівнях // Збірник тез доповідей на III Міжнародній науково-практичній конференції молодих вчених „Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національні ідентичності та тенденції глобалізації” у Тернопільському державному економічному університеті 23-24 лютого 2006 р. – Тернопіль, Економічна думка. – 2006. – С. 174-176.
102. Васильєва Т.А., Диденко О.Н., Пожар А.М. Комплексная система риск-менеджмента инноваций // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. – Том 12. – Суми: ВВП „Мрія-1” ЛТД, УАБС, 2005. – С. 178-181.
103. Васильєва Т.А., Диденко О.Н. Суть и особенности риск-менеджмента инноваций, его роль в системе управления научно-техническим прогрессом // Вісник СумДУ. – 2004. – №9(68) – С. 76-83.
104. Васильєва Т.А., Диденко О.Н. Учет риска при оценке эффективности инновационных проектов // Вісник Української академії банківської справи. – Суми: Інформаційно-видавничий відділ УАБС, 2005. – №1(18). – С. 93-98.
105. Васильєва Т.А., Иванов С.В., Козьменко О.В. Управление проектами / В кн.: Менеджмент для магистров: Учеб. пособие / Под ред. д.е.н., проф. Епифанова А.А., д.е.н., проф. С.Н. Козьменко. – Сумы: ИТД «Университетская книга», 2003. – С. 421-466.



106. Васильєва Т.А. Концептуальні засади державного регулювання банківського посередництва на ринку інноваційного інвестування // Ринкова економіка: сучасна теорія і практика управління. – Том 11. Випуск 19: Високотехнологічне виробництво: аспекти розвитку у трансформаційній економіці. – 2008. – С. 38-43.
107. Васильєва Т.А., Леонов С.В., Грищенко О.С. Оцінка ефективності суспільно значущих інвестиційних та інноваційних проектів // Вісник Донецького університету, сер. В: Економіка і право, спецвипуск, Т.1. – 2006. – С. 151-157.
108. Васильєва Т.А. Механізми участі банківських установ у проектному фінансуванні інновацій // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник тез доповідей X Всеукраїнської науково-практичної конференції (22-23 листопада 2007 р.): У 2-х т. – Т.2. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 7-9.
109. Васильєва Т.А. Олігополістичний характер ринку інноваційного інвестування в Україні // Наука та наукознавство. – 2008. – №2. – С. 21-35.
110. Васильєва Т.А. Основні індикатори ринку інноваційного інвестування // Економіка розвитку. – Харків, вид-во ХНЕУ. – 2008. – №1(45). – С. 22-26.
111. Васильєва Т.А. Особенности управління инвестиционной діяльністю в регионе // Механізм регулювання економіки. – 2005. – №3. – С. 103-106.
112. Васильєва Т.А., Пожар О.М., Грищенко О.С. Оцінка ефективності інвестиційного проекту на різних етапах його життєвого циклу // Перспективи та пріоритети розвитку економічного аналізу: Тези доповідей і виступів III Всеукраїнської наукової конференції студентів, аспірантів та молодих учених / Заг. ред. канд. екон. наук, доц. Іоніна Є.Є. – Донецьк: ТОВ „Юго-Восток, Лтд”, 2006. – С. 40-41.
113. Васильєва Т.А., Пожар О.М., Грищенко О.С. Удосконалення інвестиційного ризик-менеджменту // Матеріали 7-ої Міжнародної наукової конференції студентів і молодих учених «Економіка і маркетинг в XXI сторіччі». В 2-х частинах. – Ч.1. – Донецьк: ДРУК-ІНФО, 2006. – С. 57-58.



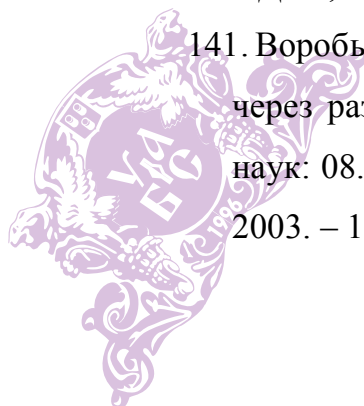
114. Васильєва Т.А. Проблеми і перспективи банківського інноваційного кредитування // Розвиток фінансово-кредитної системи України: здобутки, проблеми, перспективи: Тези доповідей III Всеукраїнської науково-практичної конференції аспірантів та молодих вчених, 25-26 жовтня 2007 р. / Відп. за вип. Б.І.Пшик. – Львів: ЛІБС УБС НБУ, 2007. – С. 127-129.
115. Васильєва Т.А. Проблеми створення та функціонування спеціалізованих інноваційних банків // Вісник УАБС. – 2007. – №2 (23). – С. 51-56.
116. Васильєва Т.А. Разработка стратегии банка в условиях рыночной конкуренции // Ринкова економіка: сучасна теорія і практика управління. – Том 11. Випуск 18: Проблеми збалансованого розвитку української економіки. – 2008. – С. 36-40.
117. Васильєва Т.А. Ринок інноваційного інвестування в системі міжринкової взаємодії // Наука і економіка. – 2008. – №2(10). – С. 7-12.
118. Васильєва Т.А. Розвиток ринку інновацій в Україні / В кн.: Маркетинг інновацій і інновації в маркетингу: Монографія / За заг. ред. д.е.н., проф. С.М.Ілляшенка. – Суми: ВТД «Університетська книга», 2008. – С. 55-90.
119. Васильєва Т.А. Роль банківських установ у проектному фінансуванні інноваційної діяльності // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т.20. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 158-165.
120. Васильєва Т.А. Роль та місце комерційних банків на ринку інноваційного інвестування // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т.21. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 111-119.
121. Васильєва Т.А. Системні взаємозв'язки інноваційного розвитку економіки та його інвестиційного забезпечення // Наука і наукознавство. – 2007. – №4. – С. 120-129.
122. Васильєва Т.А. Сравнение механизмов участия банка в кредитовании и проектном финансировании инноваций // Прометей: регіональний збірник наукових праць з економіки / Донецький економіко-гуманітарний інститут



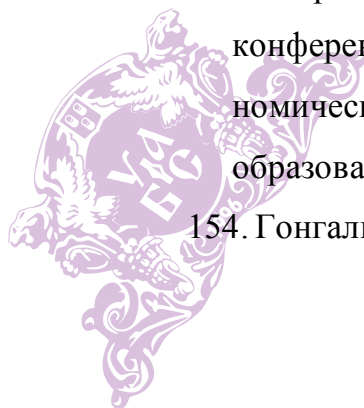
- МОН України; Інститут економіко-правових досліджень НАН України. – Вип. 3(24). – Донецьк: ДЕГІ, 2007. – С. 397-400.
123. Васильєва Т.А. Субъектно-объектная взаимосвязь банковской сферы и рынка инновационного инвестирования // Вісник СумДУ. – 2008. – №1. – С. 168-175.
124. Васильєва Т.А. Технологии банковского финансирования венчурного бизнеса // Бізнес Інформ. – 2008. – №1. – С. 119-126.
125. Васильєва Т.А., Федірко В.В. Впровадження клієнтоорієнтованої стратегії в роздрібному банківському бізнесі // Фінансові механізми сталого економічного розвитку. Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції (м. Харків, 18 травня 2007 року). – Харків, ХІБМ, 2007. – С. 221-225.
126. Васильєва Т.А., Федірко В.В. Проблеми впровадження клієнтоорієнтованої стратегії як елементу комплексу маркетингу в банках // Підготовка тез доповіді на Другій Всеукраїнській науково-практичній конференції студентів, аспірантів та молодих вчених «Маркетинг у третьому тисячолітті» (Донецький національний університет економіки і торгівлі, м. Донецьк, 15-16 травня 2007 р.)
127. Васильєва Т.А., Федірко В.В. Роль і місце механізму управління клієнтською базою в становленні системи банківського маркетингу в Україні // Державна політика та стратегія реформування економіки України у XXI сторіччі. Матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції (Полтава, 27 березня 2007 року). – Полтава: ПДАА, 2007. – с. 44-46.
128. Васильєва Т.А., Федірко В.В. Основні відмінності та переваги клієнтоорієнтованої маркетингової стратегії банку // Теорія і практика економіки та підприємництва. Матеріали III Міжнародної науково-практичної конференції (м.Алушта, 7-9 травня 2007 року). – Алушта. – Вид-во ТНУ, 2007. – С.45-47.
129. Васильєва Т.А. Формы интеграционных объединений банков на рынке инновационного инвестирования // Бизнес-информ. – 2007. – №12 (2). – С. 97-99.



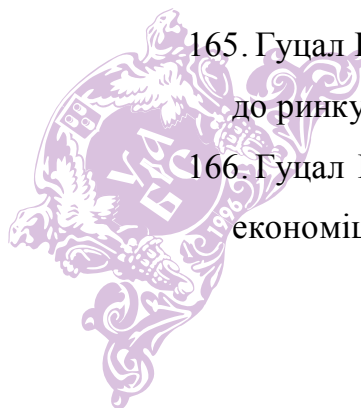
130. Васильєва Т.А., Шевцова С.В. Інвестиційний менеджмент / В кн.: Бізнес-адміністрування: Магістерський курс: Підручник / за ред. Л.Г.Мельника, С.М.Ілляшенка, І.М.Сотник. – Суми: ВТД "Університетська книга", 2008. – С. 185-224.
131. Васюренко О.В. Банківський менеджмент: Посібник. – К.: Академія, 2001. – 320с.
132. Васюренко О., Азаренкова Г. Фінансове управління потребує точного визначення окремих понять // Фінанси України. – 2003. – №1. – С. 28–33.
133. Васюренко О.В., Пасічник І. Методологічні аспекти вдосконалення механізму фінансування інноваційної діяльності підприємств // Банківська справа. – 1999. – №5. – С. 22-25.
134. Васюренко О.В., Пасічник І. Шляхи розвитку кредитного забезпечення інноваційної діяльності // Економіка України. – 2000. – №2. – С. 23-29.
135. Венчурное финансирование: мировой опыт: Сб. обзоров и рефератов / РАН ИНИОН. – М.: 2001. – 106 с.
136. Власова А.М., Краснокутська Н.В. Інноваційний менеджмент: Навчальний посібник. – К.: КНЕУ, 1997. – 92 с.
137. Вожжов А.П., Новикова Р.О. Фінансові методи забезпечення економічного зростання // Фінанси України. – 2001. – № 3. – С. 74–83.
138. Вожжов А., Попова Н. Інвестиційне кредитування комерційних банків: зміст і вимоги до формування ресурсної бази // Банківська справа. – 2003. – №1. – С. 73–79.
139. Возняк Г. Банківське кредитування як джерело фінансування інноваційної діяльності на сучасному етапі // Регіональна економіка. – 2005. – №2. – С.194-199.
140. Возняк Г.В. Державне стимулювання інвестиційно-інноваційної сфери економіки України // Вісник соціально-економічних досліджень. – Одеса: ОДЕУ, 2002. – Вип. 13. – С. 379-382.
141. Воробьев С.А. Активизация инвестиционного посредничества Банков через развитие операций проектного финансирования: Дис... канд. экон. наук: 08.00.10 / Санкт-Петерб. гос. унив. экономики и финансов. – С-Пет., 2003. – 152 с.



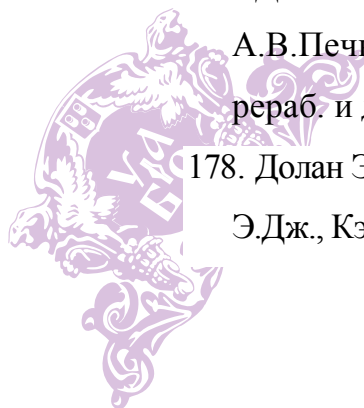
142. Гальчинський А. Теорія грошей. – К.: Основи, 1996. – 413 с.
143. Ганчич А.М. До питання про активізацію венчурного фінансування в Україні // Інвестиції. – 2007. – №21. – С.31-35.
144. Геєць В. Нестабільність та економічне зростання. – К.: Ін-т екон. прогнозув., 2000. – 344 с.
145. Геєць В. Економіка України: моделі реформування, зміна структури та прогноз розвитку. – К.: Ін-т державного управління і самоврядування при Кабінеті Міністрів України, 1993. – 267 с.
146. Геєць В., Степанкова Т., Кваснюк Б. та ін. Від кризи до росту. Концепції довгострокової політики та економічного співробітництва України: Метод. рекомендації. – К.: НАН України, Інститут економіки, 1995. – 88 с.
147. Геращенко В.В., Смирнов А.Л. Инвестиционно-банковский бизнес: зарубежный опыт в России // Деньги и кредит. – 2007. – № 5. – С.24-29.
148. Глазьев С.Ю. Экономическая теория технического развития. – М.: Наука, 1990. – 232 с.
149. Глущенко В.В. Коммерческие банки как субъекты управления в корпоративном секторе экономики России // Финансы и кредит. – 2006. – №31(235). – С. 2-7.
150. Головин В., Андрущенко К. Правительство создает новый государственный банк // Дело. – 2007. – 12 января. – С. 4.
151. Головка А.Т., Грушко В.І., Денисенко М.П. та ін. Система банківського менеджменту: Навчальний посібник. - К.: Фірма "ІНКОС", 2004. – 480 с.
152. Голубков Е.П. Проектирование элементов комплекса маркетинга // Маркетинг в России и за рубежом. – 2002. – № 1. – С. 30-37.
153. Гольмова Е.В., Ананьев Е.П. Роль инновационной стратегии в экономическом росте производственного сектора // Материалы научно-практической конференции «Перспективные разработки науки и техники». Том 2. Экономические науки. – Белгород: Руснауцкнига; Днепрпетровск: Наука и образование, 2004. – С. 44–50.
154. Гонгальський Д. Грошові інновації // Контракти. – 2003. – № 39. – С. 2.



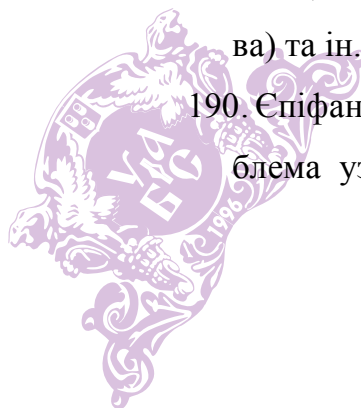
155. Горячева И.А. Особенности рынка научно-технической продукции // Татищевские чтения: актуальные проблемы науки и практики: материалы междунар. науч. конф. (Тольятти, 20-23 апр. 2005 г.). Ч. 2. Актуальные проблемы социально-экономического развития: территориальные и отраслевые аспекты. – Тольятти, 2005. – С. 180-183.
156. Гроші і кредит. Підручник / М.І.Савлук, А.М.Мороз, М.Ф.Пуховкіна та ін. – К: Либідь, 1992.– 331 с.
157. Грошово-кредитна політика в Україні / Стельмах В.С., Єпіфанов А.О., Гребеник Н.І., Міщенко В.І.– 2-е вид., перероб. і доп.– К.: Знання, 2003.– 421 с.
158. Грушко В.І., Петриченко Л.Ю. Системна модель аналізу фінансової стійкості комерційного банку // Фінанси України (укр.).– 2001.– № 12.– С.20-28.
159. Грушко В.І., Грушко Н.В., Бевзенко О.В., Красота О.В., Лаптев С.М. Пенсійна система України: Навч. посіб. для студ. ВНЗ / В.І. Грушко (ред.). – К. : Кондор, 2006. – 334с.
160. Грушко В.І., Лаптев С.М., Любунь О.С. Банківський нагляд: Навчальний посібник. – К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 264 с.
161. Гуткевич С.О. Інвестиційна система банку // Актуальні проблеми економіки. – 2002. – №5. – С.39-42.
162. Гуцал І., Синовєрський Р. Стан та перспективи мікрокредитування в Україні // Наукові записки Тернопільського національного педагогічного університету імені В. Гнатюка. Серія: Економіка, 2006. – №20. – С.111–115.
163. Гуцал І., Фастовець М. Регулювання ризиковості кредитування малого бізнесу: мікроекономічний аспект // Світ фінансів, 2006. – №2. – С. 114-120.
164. Гуцал І. Правові основи формування кредитної політики комерційних банків // Вісник Тернопільської академії народного господарства, 2003. – №2. – С. 13-17.
165. Гуцал І.С. Функціонування кредитного механізму в Україні в перехідний до ринку період. – Т.2 : Збруч, 1999. – 312с.
166. Гуцал І.С. Банківське кредитування суб'єктів ринку в трансформаційній економіці України. – Львів:Біблос, 2001.– 244 с.



167. Гуцал І.С. Глобалізація та шляхи розвитку вітчизняної банківської системи // Світ фінансів. – 2004. – №1. – С. 90-96.
168. Дагаев А. Рычаги инновационного роста // Проблемы теории и практики управления. – 2000. – № 5. – С. 70-78.
169. Дагаев А.А. Рискový капитал и его роль в процессе освоения нововведений. – М.: ВНИИСИ, 1986. – 347 с.
170. Дагаев А.А. Механизмы венчурного (рискового) финансирования: мировой опыт и перспективы развития в России // Менеджмент в России и за рубежом. – 1998. – №2. – С. 25-28.
171. Данилова Т.Н. Инвестиционный рынок и его место в структуре финансового рынка (институциональный подход) // Финансы и кредит. – 2002. – №8(98). – С. 10-25.
172. Данько М. С. Визначення науково-технологічних пріоритетів як складова політики економічного зростання // Вісник Інституту економічного прогнозування. – К.: Інститут економічного прогнозування НАН України, 2002 (1). – С. 40–57.
173. Данько М.С. Методичні особливості прогнозування інноваційного розвитку економіки України // Наука та наукознавство. – 2000. – №4. – С. 40–53.
174. Дворецкая А.Е. Влияние трансформации финансового рынка на банковский сектор: мировой опыт // Банковские услуги. – 2003. – №4. – С. 9-16.
175. Денисюк В.А., Красовська О.В. Напрями розвитку венчурного фінансування в країнах ЄС та актуальність їх використання в Україні // Проблеми науки. – 2002. – № 11. – С. 9-21.
176. Державне агентство України з інвестицій та інновацій. – Офіційний вебсайт. – www.in.gov.ua.
177. Деньги. Кредит. Банки: Ученик для вузов / Е.Ф.Эуков, Л.М.Максимова, А.В.Печникова и др.; Под ред. академ. РАЕН Е.Ф.Жукова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ–ДАНА, 2003. – 600 с.
178. Долан Э. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Долан Э.Дж., Кэмпбелл Д. К., Кэмпбелл Дж. Р. Пер. с англ. – М.: АНК, 1996. – 44 с.



179. Дослідження економіки України // Бізнес-огляд. – Березень. – 2000. – К.: Міжнародний центр перспективних досліджень, 2000. – С. 7.
180. Дубинський А. Укрэксимбанк приберет к рукам УБРР // Экономические известия. – 2007. – № 161(694) от 19.09. – С. 5.
181. Дугин И.М. Финансовая поддержка малого бизнеса в Украине: существующая практика и перспективы // Актуальні проблеми економіки. – 2002. – № 8. – С. 29.
182. Дучинська Н., Писарева М. Дослідження економічної природи венчурного капіталу // Підприємництво, господарство і право. – 2006. – № 12. – С. 179-182.
183. Дэвид П., Форэ Д. Экономические основы общества знания // Экономический вестник Ростовского государственного университета. – 2003. – Т.1. – №1. – С. 15-22.
184. Дятлова Е.А. Налоговое стимулирование инновационной деятельности в Украине // Материалы научно-практической конференции «Перспективные разработки науки и техники». Том 2. Экономические науки. – Белгород: Руснауцкнига; Днепрпетровск: Наука и образование, 2004. – С. 69-72.
185. Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / За ред. акад. НАН України В.М. Гейця. – К.: Ін-т екон. прогнозів.; Фенікс, 2003. – 1008 с.
186. Економіка й організація інноваційної діяльності: Підручник / О.І.Волков, М.П. Денисенко, А.П. Гретин та ін.; Під ред. проф. О.І. Волкова, проф. М.П.Денисенка. – К.: ВД «Професіонал», 2004. – 960 с.
187. Економічна оцінка державних пріоритетів технологічного розвитку / За ред. д-ра екон. наук Ю.М.Бажала. – К.: Ін-т екон. прогнозів., 2002. – 320 с.
188. Экономические аспекты научно-технического прогнозирования / Под ред. М.А. Виленского. – М.: Экономика, 1975. – 222 с.
189. Енциклопедія банківської справи України / Редкол.: В.С.Стельмах (голова) та ін. – К.: Молодь, Ін Юре, 2001. – 680 с.
190. Єпіфанов А.О. Методи державного управління у сфері економіки: проблема узгодження економічного і юридичного розуміння // Українське



- адміністративне право: актуальні проблеми реформування: Збірник наукових праць. – Суми, 2000. – С. 22-25.
191. Єпіфанов А.О. Методологічні складові ефективного розвитку банківського сектору економіки України: Монографія- Суми:ВТД "Університетська книга", 2007. – 417 с.
192. Єпіфанов А.О. Стан і перспективи розвитку банківської системи України // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т. 3. – Суми, 2000. – С. 7-14.
193. Єпіфанов А., Міщенко В. Теорія і практика грошових відносин // Банківська справа. – 1997. – № 1. – С. 49-51.
194. Жаліло Я. А. Економічна стратегія держави: теорія, методологія, практика / Національний ін-т стратегічних досліджень. – К. : НІСД, 2003. – 368 с.
195. Жаліло Я. А., Кияк А.Т., Прозоров Ю.В., Ряботін М.І., Сменковський А.Ю. Від парадигми фінансової стабілізації – до ідеології зростання: Аналітична доповідь / Національний інститут стратегічних досліджень. – К.: Центр антикризових досліджень, 2002. – 48 с.
196. Забашта Е. А. Финансовые инновации региональных банков: типология, институциональные факторы, политика использования: Дис... канд. экон. наук: 08.00.10 / Ростовский гос. ун-т. – Ростов н/Д. – 2005. – 207 с.
197. Завлин П., Ипатов А., Кулагин А. Инновационная деятельность в условиях рынка. – С-Петербург: Наука, 1994. – 190 с.
198. Задерей Н. Держбанк зі скидкою // Контракти. – 2004. – № 18. – С. 16-18.
199. Залтман Дж. Как мыслят потребители. То, о чем не скажет потребитель, то, чего не знает ваш конкурент. – Прайм-Еврознак, 2006. – 384 с.
200. Захарін С.В. Регулювання розвитку інвестиційного ринку // Фінанси України. – 2005. – №7. – С. 98-105.
201. Західні банки за допомогою Українського банку реконструкції і розвитку «виб'ють» ЕБРР із території України // Бизнес. – 2003. – №29.
202. Зінько Н.Я. Банківські джерела фінансування інноваційних проектів (на прикладі комерційних банків США та Європи) // Регіональна економіка. –



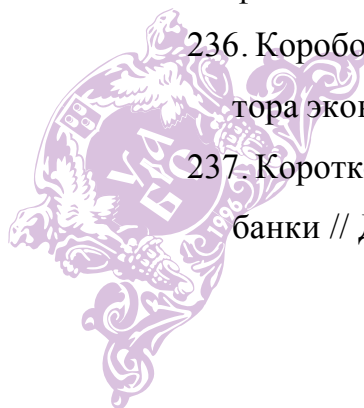
2005. – №3. – С. 188-193.
203. Зінько Н.Я. Роль небанківських фінансових інститутів у фінансуванні інноваційної діяльності // Розвиток фінансово-кредитної системи України: здобутки, проблеми, перспективи: Тези доповідей II Всеукраїнської науково-практичної конференції аспірантів та молодих вчених, 27-29 вересня 2006 р. / Відп. за вип. А.Я.Кузнецова. – Львів: ЛБІ НБУ, 2006. – С. 57-58.
204. Зінько Н.Я. Удосконалення банківського та небанківського фінансування інноваційної діяльності в Україні. – Дис. на здоб. наук. ступ. к.е.н. за спец. 08.00.08. – Львів, 2007. – 198 с.
205. Зінько Н.Я. Сучасний стан банківського фінансування інвестиційно-інноваційної діяльності в Україні // Інтеграційні процеси та розвиток фінансової системи України: Матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції (29-30 листопада 2006 року). – Х.: ФОП Лібуркіна Л. М., 2006. – С. 188-189.
206. Зыков Ю.А. Актуальные проблемы экономики НТП. – М.: Наука, 1986. – 257 с.
207. Зябрева Н. Особенности украинского венчура // Компаньон. – 2002. – №41. – С. 32–35.
208. Игонина Л.Л. Опыт банков развитых стран в области инвестиционной деятельности и возможности его реализации в российской экономике // Вестник Института Цивилизации. – 1999. – №1. – С. 27-34.
209. Игошин Н. В. Инвестиции: Организация управления и финансирование: Учеб. для вузов по экон. Специальностям / Н.В. Игошин. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ, 2001. – 542 с.
210. Инвестиционные решения и управление НТП: Монография / Под. ред. д.э.н., проф. С.Н. Козьменко – Сумы: ИТД „Университетская книга”; ООО „КИК „Деловые перспективы”, 2005. – 158 с.
211. Інноваційна стратегія українських реформ / А.С.Гальчинський, В.М.Гесць, А.К.Кінах, В.П.Семиноженко. – К.: Знання України, 2002. – 336 с.
212. Инновационная модель развития: теория и практика нововведений. – М.: Информпечать, ИТРК РСРП, 1998. – 246 с.



213. Інноваційна складова економічного розвитку: Монографія / НАН України, Ін-т економіки. Відп. ред. Л.К.Безчасний. – К., 2000.– 262 с.
214. Інноваційний розвиток економіки та напрямки його прискорення / За ред. д-ра екон. наук, проф. В.П.Александрової. – К.: Ін-т екон. прогнозів. НАН України, 2002. – 51 с.
215. Калин А.В. Механізм взаємодії ринків в умовах між системної економіки // Формування ринкових відносин в Україні. – 2003. – №3(22). – С. 12-20.
216. Катасонов В.Ю., Морозов Д.С, Петров М.В. Проектное финансирование, мировой опыт и перспективы для России. – М.: «АНКИЛ», 2001. – 312 с.
217. Катасонов В.Ю., Морозов Д.С. Проектное финансирование: организация, управление риском, страхование. – М.: АНКІЛ, 2000. – 272 с.
218. Кейнс Дж. М.. Избранные произведения: Пер. с англ. / Предисл., коммент., сост. А.Г. Худокормов. – М.: Экономика, 1993. – 543 с.
219. Кныш М.И., Перекатов Б.А., Тютиков Ю.П. Стратегическое планирование инвестиционной деятельности.– Санкт-Петербург: Изд Дом «Бизнес-пресса», 1998.– 315 с.
220. Ковалев В.В. Финансовый анализ. М.: Финансы и кредит, 1998. – 347 с.
221. Ковальчук О.В. Моніторинг інвестиційних процесів в Україні // Актуальні проблеми економіки. – 2003. – №7. – С. 36-42.
222. Козлов В. Фундаментальные знания – основа развития страны // Индустрия – Инженерная газета. – 2004. – №16 от 18.05.2004 г. – С. 6.
223. Козьменко С.М., Васильєва Т.А. Основи формування ринку інноваційного інвестування // Економіка: проблеми теорії та практики: Збірник наукових праць. – Випуск 234: В 4 т. –Т. III. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2007. – С. 572–577.
224. Козьменко С.М., Горіна С.О. та ін. Глобалізація банківської діяльності й регіональні інтереси // Фінанси України. – 2000. – С. 141-149.
225. Козьменко С.Н. Финансовая глобализация и перспективы банковских структур // Проблемы і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т.6.– Суми, 2002.– С. 29-38.



226. Козьменко С.М., Шпиг Ф.І. Обмеження і межі присутності іноземного капіталу у вітчизняній банківській системі // Вісник Української академії банківської справи. – 2006. – № 2. – С. 105-109.
227. Козьменко С.Н. Проблемы и перспективы слияний и поглощений компаний (на примере зарубежного опыта и банковской сферы) // Россия-Украина: Экономическое и научно-техническое сотрудничество. – М., 1999. – С. 18-41.
228. Козьменко С.Н., Линсли Ф. Проблемы слияний и поглощений коммерческих банков // Банківська система України: теорія і практика становлення: Збірник наукових праць: В 2-х т. Т.1. – Суми, 1999. – С. 55-62.
229. Кокурин Д. Инновационная деятельность. – М.: Экзамен, 2001. – 576 с.
230. Колодинський С.Б. Кредитне забезпечення венчурного підприємництва // Вісник Української академії банківської справи. – 2003. – №2(15). – С. 88-91.
231. Коляда Т. Про ефективність використання коштів від приватизації державного майна // Економіка України. – 2002. – №7. – С. 42-47.
232. Коляда Т., Прозоров Ю. Створення Українського банку реконструкції та розвитку як вихід з інституціональної пастки на шляху залучення інвестицій економіку України // Науковий вісник Волинського державного університету ім. Лесі Українки. – 2003. – №12. – С.33-38.
233. Кононенко В.А. Банк как посредник на рынке инвестиций (Реализация в трансформационной экономике): Дис... канд. экон. наук: 08.00.10: Санкт-Петербург, 2004. – 124 с.
234. Корнєєв В.В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках: Монографія. – К.: НДФІ, 2003. – 376 с.
235. Корнєєв В.В. Інвестиційна спорідненість приватизації і фондового ринку фінансових послуг // Фінанси України. – 2002. – №4. – С. 73–79.
236. Коробова Г.Г. Система государственных банков развития реального сектора экономики // Банковские услуги. – 2003. – №4. – С. 16-22.
237. Коротков П.А., Борисов С.М. Инвестиционный процесс и коммерческие банки // Деньги и кредит. – 2001. – №5. – С. 36-42.



238. Косов Н.С. Последствия банковского кризиса и перспективы участия банков в инвестировании производства // Вестник Московского университета. Сер.6. – Экономика. – 2002. – №1. – С. 105-119.
239. Косова Т.Д. Інституціональна модель фінансування інвестиційного процесу. – Дис. на здоб. наук. ступ. д.е.н. за спец. 08.04.01, Ін-т-т ек-ки пром-ті НАН України, Донецьк, 2005. – 619 с.
240. Костюк А., Костюк Е., Чернышов К. ФПГ на рынках корпоративного контроля и инвестиций в Украине // Проблемы теории и практики управления. – 2005. – №2. – С. 25-29.
241. Коуз Р. Фирма, рынок і право / Пер. с англ. – М.: Справа ЛТД. 1993. – 192 с.
242. Кравчук А.В. Залучення інвестицій в економіку регіону // Фінанси України. – 2001. – №11. – С. 109-115.
243. Краснов В. Український ринок капіталів // Вісник НБУ. – 2001. – №2. – С. 35-37.
244. Красовська Т.О., Борисова Н.Б. Фінансування фундаментальних досліджень в Україні: за результатами опитування вчених // Проблеми науки. – 2005. – №2. – С. 16-22.
245. Кредитний ризик комерційного банку / За ред. В. Вітлінського. – К.: Знання, 1999. – 552 с.
246. Кредитна система України і банківські технології. У 3 кн. Кн.1: Кредитна система України: Навчальний посібник / Національний банк України; Ред. І.В. Сало. – Львів: ЛБІ НБУ, 2002. – 508 с.
247. Крупка М.І. Фінансово-економічні аспекти безпеки інноваційного підприємництва // Економічна безпека України: внутрішні та зовнішні чинники. Навч. посібник. – Львів: Видавничий центр ЛНУ імені Івана Франка, 2002. – 256 с.
248. Крупка М.І. Фінансові особливості економічної інтеграції України у світове господарство // Фінанси України. – 2001. – № 9. – С. 8-21.
249. Крупка М.І., Островерх П.І., Реверчук С.К. Основи економічної теорії. К.: Атіка, 2001. – 344 с.
250. Крупка І.М. Формування макроекономічного середовища в Україні // Фінанси України. – 2004. – №4. – С. 87-96.



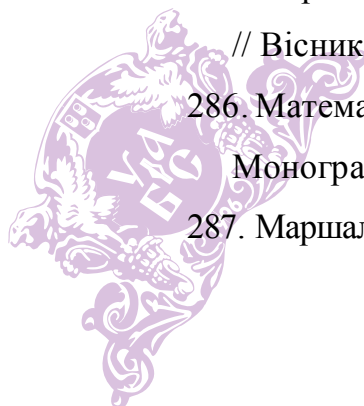
251. Крупка М.І. Фінансово-кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України. – Львів: Видавничий центр Львівського національного університету, 2001. – 608 с.
252. Крюкова Н.Ю., Остертаг Т.Н. Рынок инновационной продукции // Рыночное хозяйство. – 2002. – №2. – С. 5-12.
253. Кузнєцова А.Я. Форми і методи фінансово-кредитного забезпечення розвитку інноваційного підприємництва // Принципи формування і механізми реалізації фінансової політики приватизованих підприємств: Монографія / За наук. ред. д-ра екон. наук, проф. М.А. Козоріз. – Львів: Інститут регіональних досліджень НАН України; ЛБІ НБУ, 2004. – С. 260-279.
254. Кузнєцова А.Я. Фінансові механізми стимулювання інвестиційно-інноваційної діяльності: Монографія. – Л.: Львів. банків. ін-т НБУ, 2004. – 279с.
255. Кузнєцова А.Я., Карпа Я.Т. Банківський сектор України як джерело фінансування інвестиційно-інноваційної діяльності // Вісник НБУ. – 2004. – №1 (95). – С. 60–63.
256. Кузнєцова С.А., Маркова В.Д. Развитие инновационного рынка как механизма распространения наукоемкой продукции. – Новосибирск, 2002. – 107 с.
257. Кузнєцова А.Я. Аналіз ринкових способів залучення фінансового капіталу під дослідницькі проекти // Вісник Львівського університету. – Львів, 2001. – Вип. 30. – С. 192-197.
258. Кузнєцова А.Я. Фінансування інвестиційно-інноваційної діяльності: Монографія / Інститут економічного прогнозування НАН України та ін. – Л.: Львів. банків. ін-т НБУ, 2005. – 367 с.
259. Кузьмін О.Є., Комарницький І.М. Фінансова інфраструктура для підтримки малих підприємств // Фінанси України. – 2003. – № 2. – С. 87.
260. Кузьмін О.Є., Тувакова Н.В., Кузнєцова А.Я., Князь С.В. Інвестиційна та інноваційна діяльність: Монографія / За наук. ред. проф., д-ра екон. наук О. Є. Кузьміна. – Львів: ЛБІ НБУ, 2003. – 233 с.
261. Куликов А. Кредиты и инвестиции. – М: «Моссовет», 1995. – 140 с.



262. Кургинян А. Инвестиционные банки // Экономика. Финансы. Право. – 1999. – № 10. – С. 11-14.
263. Курно А. Исследование математических принципов теории богатства. Естественные монополии: теория и проблемы регулирования. – М.: Новый век, 2003. – 452 с.
264. Лазаренко А.Л. Эволюция развития коммерческих банков как отражение объективной потребности инвестиций в воспроизводственный процесс народного хозяйства. Брошюра. – Орел: Издательство ОрелГИЭТ, 2003. – 96 с.
265. Лапко О.О. Інноваційна діяльність в системі державного регулювання. – К.: ІЕП НАНУ, 1999. – 254 с.
266. Лапко О.О. Венчурний капітал як джерело фінансування інноваційного розвитку економіки // Экономика і прогнозування. – 2006. – № 3. – С. 25-43.
267. Лапко О.О. Розвиток системи управління науково-інноваційною сферою в Україні // Экономика і прогнозування. – 2002. – №1. – С. 55-62.
268. Леонтьев В.В. Экономическое эссе: теории, исследования, факты и политика. – М.: Политиздат, 1990. – 414 с.
269. Лібералізація руху капіталу в ході євроінтеграції: досвід країн центральної Європи: Монографія / Ред. Єпіфанов А.О.; Козьменко С.М.; Макаренко М.І.- Суми: УАБС НБУ, 2007. – 109 с.
270. Линдерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей. – М.: Прогресс, 1992. – 517 с.
271. Лисяк Л. Щумський В. Реальність потенційних джерел інвестування в Україні // Фінанси України. – 2000. – №2. – С. 74-79.
272. Логинов Е.Л. Инвестиционно-финансовый мониторинг. – В кн.: Проблемы и пути развития рыночной экономики. – Краснодар, 1996. – С. 45-38
273. Логинов Е.Л. Инвестиции в условиях экономической самостоятельности и коммерческого риска. – В кн.: Экономические проблемы совершенствования развития хозяйственного механизма. – Краснодар, 1990. – С. 4-7.



274. Луців Б.Л. Напрями формування й розвитку інвестиційно-банківських інститутів в Україні // Вісник Української академії банківської справи. – 2001. – №1(10). – С. 39-43.
275. Луців Б.Л. Інвестиційний банківський портфель. – К.: Лібра, 2002. – 192 с.
276. Львов Д.С. Экономика качества продукции. – М.: «Экономика», 1972. – 255 с.
277. Любунь О.С., Паливода К.В., Денисенко М.П., Кіреєв О.І., Грушко В.І. Іпотечне кредитування: Навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. – К.: Центр навчальної літератури, 2005. – 392 с.
278. Любунь О. С., Грушко В. І Фінансовий менеджмент у банку. – К.: Видавничий дім "Слово", 2004. – 296 с.
279. Лютий І.О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки. – К.: Атіка, 2000. – 240 с.
280. Ляхова О. Проектне фінансування як новий метод організації фінансування інвестиційних проектів // Вісник Національного банку України. – 2004. – №10. – С. 20-22.
281. Маказан Є.В. особливості сучасного інноваційно-інвестиційного ринку // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006. – №11(66). – С. 37-40.
282. Макаренко И.П. Проблемы инновационной политики в условиях реформирования экономики // Экономист. – 2005. – №4. – С. 40-42.
283. Макро- і мікроекономічні складові розвитку: Монографія / Стельмах В.С.; Єпіфанов А.О.; Сало І.В.; Д'яконова І.І.; Єпіфанова М.А. – Суми: ВТД "Університетська книга", 2006. – 505 с.
284. Маркетинг і менеджмент інноваційного розвитку: Монографія / За заг. ред. д.е.н., проф. С.М.Ілляшенка. – Суми: ВТД „Університетська книга”, 2006. – 728 с.
285. Мартиненко В. Інвестиційне середовище в перехідній економіці України // Вісник НБУ. – 2001. – №12. – С. 48-50.
286. Математичні моделі та інформаційні технології в сучасній економіці: Монографія / Ред. Єпіфанов А.О. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – 246 с.
287. Маршалл А. Принципы экономической науки. – М.: Прогресс, 1993. – 415 с.



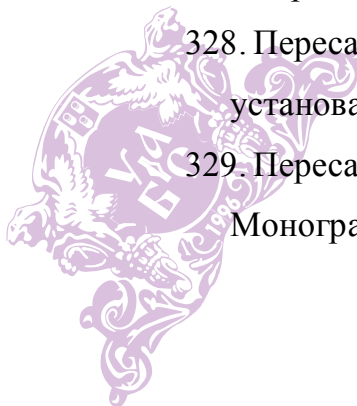
288. Мехряков В.Д. О развитии российского рынка банковских услуг // Финансы. – 2002. – №6. – С.65-72.
289. Мещеряков А.А. Використання деяких класичних підходів науки "Економіка, організація і управління підприємством" у сучасному банку // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т. 13.– Суми, 2005. – С. 10-15.
290. Мещеряков А.А. Оцінка прибутковості активів на основі визначення джерел їх формування // Вісник Української академії банківської справи. – 2005. – № 2. – С. 52-55.
291. Мещеряков А.А. Теоретико-практичні засади побудови фінансового менеджменту банку // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006.– № 6. – С. 53-57.
292. Мещеряков А.А. Функції комерційного банку в умовах глобалізації світової економіки // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т.15. – Суми., 2006. – С. 108-117.
293. Мещеряков А. А.Формування та використання ресурсної бази банку // Фінанси України. – 2006. – № 3. – С. 89-93.
294. Микков У.Э. Оценка эффективности капитальных вложений (новые подходы). – М.: Наука, 1991. – 208 с.
295. Микитюк О.П. Особливості венчурного фінансування в Україні // Фінанси України. – 2005. – № 8. – С. 83-91.
296. Мир денег. Краткий путеводитель по денежной, кредитной и налоговой системам Запада (под редакцией Р.М.Ентова). – М.: «Развитие», 1992. – 307 с.
297. Мовсесян А.Г. Интеграция банковского и промышленного капитала: современные мировые тенденции и проблемы развития в России. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 444 с.
298. Морозенко О. Финансисты, которые не только считают деньги, но и просят тенденции // Контракты. – 2002. – №40 (сентябрь). – С. 6.
299. Мошенський С.З. Особливості функціонування страхових компаній на фінансовому ринку України // www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2007.



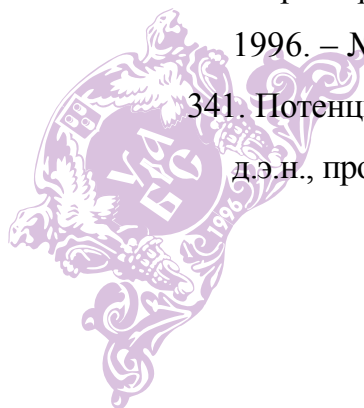
300. Наукова та інноваційна діяльність в Україні: Стат. збірник. – К.: Держкомстат України, 2002. – 318 с.
301. Наукова та інноваційна діяльність в Україні: Стат. збірник. – К.: Держкомстат України, 2004. – 289 с.
302. Наукова та інноваційна діяльність в Україні. Статистичний збірник. Держкомстат України. – К.: ІВЦ Держкомстату України, 2006. – 362 с.
303. Наука і виробництво: партнери чи конкуренти? Деякі аспекти сучасної інноваційної політики України // Президентський вісник. – від 7 квітня 2004 року. – № 3. – С. 6.
304. Наумец И. Авантюрный капитализм // Инвестгазета. – 2004. – №40 (469), 5 октября. – С. 6.
305. Нигматуллина Л.Г. Особенности коммерциализации интеллектуальной собственности в переходной экономике // Ресурсоэффективность и энергосбережение: тр. V междунар. симп. (Казань, 1-2 дек. 2004 г.). – Казань, 2005. – С. 697-700.
306. Никконен А. Венчурный инновационный фонд – катализатор привлечения частного капитала в технологический потенциал России // Инновации. – 2002. – № 5. – С. 46-47.
307. Новоселов М.В., Люлякин А.А., Попов Е.В. Зарубежные модели венчурного инновационного проектирования // Инновации. – 2005. – № 5. – С.96-102.
308. Образцов М.В. Инвестиционная и эмиссионная деятельность банков на рынке ценных бумаг: российская модель / Учебное пособие. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1997. – 145 с.
309. Онишко С.В. Фінансове забезпечення інноваційного розвитку: Монографія. – Ірпінь: Національна академія ДПС України, 2004. – 434 с.
310. Онишко С. Деякі проблеми кредитного забезпечення потреб економіки інноваційного типу: досвід України // Вісник НБУ. – квітень. – 2004. – С. 50-53.
311. Онишко С.В. Фінансовий потенціал інноваційного розвитку економіки // Фінанси України. – 2003. – № 6. – С. 67-75.



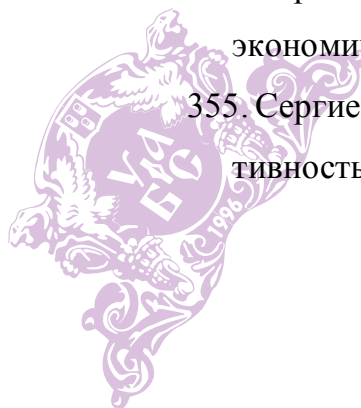
312. Онишко С.В. Деякі методологічні аспекти дослідження інноваційної моделі економіки // Проблеми науки. – 2002. – №5. – С. 30-35.
313. Онишко С. Структура інвестиційного ресурсу України та перспективи економічного зростання // Економіст. – 2001. – №11. – С.58-61.
314. Осецький В.Л. Інвестиції як інструмент інноваційного розвитку економіки // Вісник УАБС. – 2005. – №1 (18). – С. 3-6.
315. Офіційний сайт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг // www.dfp.gov.ua
316. Офіційний сайт Укрінбанку // www.ukrinbank.com.
317. Офіційний сайт Укрсіббанку // ukrsibbank.com.
318. Офіційний сайт Державного комітету статистики України // www.ukrstat.gov.ua.
319. Офіційний сайт Національного банку України // www.bank.gov.ua.
320. Павленко А.Ф., Вовчак А.В., Примак Т.О. Маркетингові комунікації: сучасна теорія та практика: Монографія. – К.: КНЕУ, 2005. – 408 с.
321. Павловский М.А. Стратегія розвитку суспільства: Україна і світ (економіка, політологія, соціологія). – К.: Техніка, 2001. – 312 с.
322. Паніна Н.В. Українське суспільство 1994-2005: соціологічний моніторинг – К.: ТОВ «Видавництво Софія», 2005. – 160 с.
323. Панова Г.С. Кредитная политика коммерческого банка. – М.: ИКЦ «ДИС», 1997. – 464 с.
324. Парето В. Чистая экономия. – Воронеж: Феникс, 1923. – 227 с.
325. Пересада А.А. Інвестиційні процеси в Україні. – К.: Лібра, 1998. – С. 91-100.
326. Пересада А.А. Основы инвестиционной деятельности. – К.: Либра, 2000. – С. 188-192.
327. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом. – К.: Лібра, 2002. – 472 с.
328. Пересада А.А. Кредитування міжнародними фінансово-кредитними установами українських підприємств. – К.: Лібра, 2001. – 128 с.
329. Пересада А.А., Майорова Т.В. Управління банківськими інвестиціями: Монографія. – К.: КНЕУ, 2005. – 388 с.



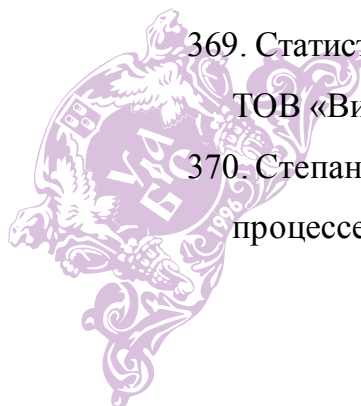
330. Пигу А. С. Экономическая теория благосостояния. - М.: Прогресс, 1985. – 346 с.
331. Плиса В. Особливості становлення, проблеми та перспективи розвитку страхового ринку в Україні // Вісник ЛНУ ім. Івана Франка. – Львів, 2001. – Вип. 30. – С. 13-19.
332. Погорелов Д.И. Финансовый потенциал российской венчурной компании // Финансы. – 2006. – №10. – С. 36-37.
333. Позний С. Н. Этапы и факторы инновационного развития Украины // Актуальні проблеми економіки. – 2003. – №11. – С. 171-175.
334. Попович О.С. Науково-технологічна та інноваційна політика: основні механізми формування та реалізації / Під ред. д-ра екон. наук, проф. Б.А.Малицького. – К.: Фенікс, 2005. – 226 с.
335. Портер Майкл Е. Стратегія конкуренції / Пер. с англ. А. Олійник, Р. Сільський. – К.: Основи, 1998. – 390 с.
336. Поручник А.М., Антонюк Л.Л. Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні: Монографія. – К.: КНЕУ, 2000. – 172с.
337. Прасолова С. Особливості формування кредитної політики банків України з довгострокового інвестування // Вісник НБУ. – 2004. – №11. – С. 58-61.
338. Примак Т.О. Маркетингові комунікації: Навчальний посібник. – К.: Ельга, Ніка-Центр, 2003. – 280 с.
339. Прозоров Ю.В. Інституційні зміни у структурі банківського капіталу та посилення кредитної підтримки інновативно-інноваційного шляху розвитку економіки // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т 15: Збірник наукових праць: Наукове видання. – Суми.: Мрія-1 ЛТД; УАБС, 2004. – С. 3-5.
340. Прокофьева О.К. Слияние и присоединение банков // Деньги и кредит. – 1996. – №11. – С. 21-25.
341. Потенциал инновационного развития предприятия: Монография / Под. ред. д.э.н., проф. С.Н. Козьменко – Сумы: Деловые перспективы, 2005. – 256 с.



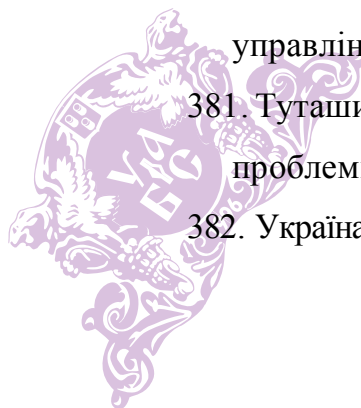
342. Рижов В. На роздуми немає часу // Урядовий кур'єр. – 14 вересня 2002 р. – №169. – С. 7.
343. Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения. Избранное. – Антология экономической мысли: ЭКСМО, 2007. – 960 с.
344. Риск-менеджмент инноваций. Васильева Т.А., Диденко О.Н., Епифанов А.А. и др. – Сумы: „Деловые перспективы”, 2005. – 260 с.
345. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учебное пособие под ред. Торкановского В.С. – СПб.: АО «Комплект», 1994. – 419 с.
346. Сало І.В. Дослідження ринкової нерівноваги та впливу на розвиток економіки держави нейтральних грошей // Вісник Сумського державного університету. Серія: Фінанси та кредит.– 1996. – №5. – С.25-29.
347. Сало І. Роль економічних теорій грошей, інвестицій і накопичення у стабілізації та розвитку економіки // Вісник НБУ.– 1996. – №2. – С. 60-63.
348. Сало І., Д'яконова І. Фінансові аспекти активізації інвестиційного процесу в Україні // Банківська справа. – 1997. – №2. – С. 23-28.
349. Самуэльсон П. Экономикс. В 2-х т. Т.1: Пер.с англ. – М.: АЛГОН; Машиностроение, 1997. – 334 с.
350. Саркисянец А.Г. Сравнительная характеристика развития банковской системы России и других стран // Финансы и кредит. – 2000. – №10. – С. 25.
351. Свиридов О.Ю. Деньги, кредит, банки: Учеб. пособие для вузов. – Ростов н/Д: Феникс, 2000. – 446 с.
352. Семиноженко В. Інноваційна стратегія українських реформ // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 149. – С. 5.
353. Семенов А.С., Каширин А.И. Венчурное финансирование инновационной деятельности // Инновации. – 2006. – №1(88). – С. 29-37.
354. Сергиенко Я. О финансовом механизме длинноволновых технико-экономических колебаний // Вопросы экономики. – 2004. – №1. – С. 69-77.
355. Сергиенко Я., Френкель А. Венчурные инвестиции и инновационная активность // Вопросы экономики. – 2006. – №5. – С.115-122.



356. Серпилин А. По-венчурному // Бизнес: организация стратегии системы. – 2003. – № 8. – С. 43-46.
357. Слинько Д. Банк розвитку „клонували” // Галицькі Контракти. – 2003. – №21. – С. 5.
358. Смит П., Бэрри К., Пулфорд А. Коммуникации стратегического маркетинга / Пер. с англ. под ред. Л.Ф. Никулина. – М.: Юнити-Дана, 2001 – 415 с.
359. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. 1 – 2 кн. // Антология экономической классики. М.: Эконов, 1993. Т. 1. – 546 с.
360. Соловьева О. Л. Формирование рынка инновационных ресурсов. – М.: Интерконтакт Наука, 2006. – 120 с.
361. Сологуб А. Венчурные капиталисты рискуют в России по-крупному, но осторожно // Деловой Петербург. – 2002. – 18 ноября. – С. 4.
362. Стадник В.В., Йохна М.А. Економіка і організація інноваційної діяльності. – К., 2005. – 400 с.
363. Статистичний щорічник України за 2000 рік: Довідкове видання.– К.: Техніка, 2001.– 598 с.
364. Статистичний щорічник України за 2001 рік: Довідкове видання.– К.: Техніка, 2002.– 644 с.
365. Статистичний щорічник України за 2002 рік: Довідкове видання: Наукове видання.– К.: Консультант, 2003.– 663 с.
366. Статистичний щорічник України за 2003 рік: Довідкове видання: Наукове видання.- К.: Консультант, 2004.– 632 с.
367. Статистичний щорічник України за 2004 рік: Довідкове видання: Наукове видання.– К.: Консультант, 2005.– 592 с.
368. Статистичний щорічник України за 2005 рік. / За ред. О.Г. Осауленка. – К.: ТОВ «Видавництво «Консультант», Держкомстат України, 2006. – 575 с.
369. Статистичний щорічник України за 2006 рік. / За ред. О.Г. Осауленка. – К.: ТОВ «Видавництво «Консультант», Держкомстат України, 2007. – 478 с.
370. Степанов В.Н. Роль опорных банков в региональном инвестиционном процессе // Привлечение банковского капитала в интересах развития оте-



- чественного производства: Материалы Всерос. конф., Москва, 21 - 22 марта 2000 г. – М., 2000. – С. 40-44.
371. Степанова В.С. Место коммерческого банка в формировании системы проектного финансирования. – В кн.: Современные проблемы и перспективы развития финансовой и кредитной сфер экономики России XXI века. – Хабаровск: ХГАЭП. – 2004. – С. 34-45.
372. Стеченко Д.М. Інноваційні форми регіонального розвитку: Навчальний посібник. – К.: Вища школа, 2002. – 254 с.
373. Сторіжко В.Ю., Тернецький К.О., Пушкаш О.М. та інші. Програма прогнозування розвитку технологій в Україні // Прогнозування розвитку технологій в Україні. – К.: Парламентське вид-во, 1998. – С. 89-131.
374. Стратегічний менеджмент банку: Навчальний посібник / Козьменко С.М., Шпиг Ф.І., Волошко І.В.- Суми: Університетська книга, 2003.– 734 с.
375. Структура кредитно-інвестиційного портфелю комерційних банків України // <http://www.aub.com.ua>
376. Сухоруков А., Острый А. О состоянии экономической безопасности Украины // Финансовые рынки и ценные бумаги. – 2004. – №16. – С. 29-31.
377. Татаренко Н.О., Поручник А.М. Теорії інвестицій: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2000. – 160 с.
378. Титова Е.С. Современное состояние и тенденции развития российского рынка научно-технической продукции // Сб. тез. докл. на XXXIX науч.-техн. студ. конф. – Электросталь, 2005. – С. 67-68.
379. Твисс Б. Управление научно-техническими нововведениями. – М.: Экономика, 1989. – 217 с.
380. Тсаи К.Х., Ванг Ю.Ч. Инновации и инновационная политика технологических отраслей промышленности в Тайване // Проблеми і перспективи управління в економіці. – 2004. – №1. – С. 52–60.
381. Тугашинський В.Б. технологичні парки України: результати роботи та проблеми діяльності // Наука та інновації. – 2005. – №2. – С. 102-108.
382. Україна: Фінансовий сектор і економіка. Нові стратегічні завдання / А.Роу,



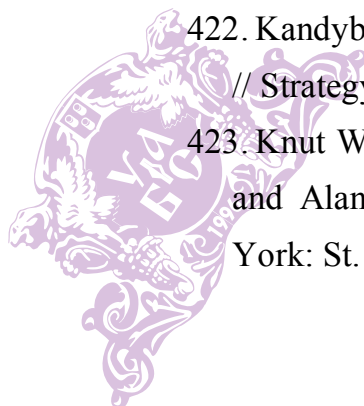
- Ю.Власенко, І.Жиляєв та інші; Світовий банк. – Вид. дім «Козак», 2001. – 120 с.
383. Український банк реконструкції та розвитку // Офіційний сайт. – <http://www.ubrr.com.ua>
384. Усоскин В. М. Современный коммерческий банк: управление и операции. – М.: изд-во «Все для вас», 1993. – 320 с.
385. Фабозци Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 932 с.
386. Фатхутдинов Р.А. Инновационный менеджмент. – Спб.: Питер, 2002. – 400 с.
387. Федоренко В.Г. Інвестиційний менеджмент: Навч. посіб. – 2-ге вид., доп. – К.: МАУП, 2001. – 280 с.
388. Федоренко Н.П., Шаталин С.С., Львов Д.С., Петраков Н.Я. Теория и практика оценки эффективности хозяйственных мероприятий // Вопросы экономики. – 1983. – №11. – С. 100-120.
389. Федько Н.Г., Федько В.П. Маркетинговые коммуникации. Серия «Учебники и учебные пособия». Ростов н/Д: Феникс, 2002. – 384 с.
390. Финансово-кредитный словарь / Под ред. В, Ф. Гарбузова. В 2-х томах. Т.1. – М.: Финансы и статистика, 1994. – 511 с.
391. Фінансово- кредитний механізм економічного розвитку: Зб. наук. пр. / НАН України; Інститут економіки / А.І. Даниленко (ред.). – К., 1999. – 164 с.
392. Фінансово-кредитна системи України-Росії (XVIII - XX ст.): Навчальний посібник / Ред. І.В. Сало.- К., 2000.– 312 с.
393. Хансен Э. Экономические циклы и национальный доход: Пер. с англ. – М.: Экономика (серия «Экономическое наследие»; часть Т.І и Т.ІІ сборника «Классики кейнсианства»), 1997. – 546 с.
394. Харрод Рай Ф. К теории экономической динамики. – М.: Экономика, 1965. – 114 с.
395. Хесин Е. Великобритания // Мировая экономика и международные отношения. – 2003. – № 8. – С. 16.
396. Хикс Дж. Стоимость и капитал: Пер. с англ. / Общ. ред. и вступ. ст. Р. М. Энтова. – М.: Прогресс, 1993. – 488 с.



397. Циклы воспроизводства капитала: Монографія / С.Н.Козьменко, Т.А.Васильєва, И.Д.Скляр и др. – Сумы: Деловые перспективы, 2005. – 221 с.
398. Черваньов Д.М., Нейкова Л.І. Менеджмент інноваційно-інвестиційного розвитку підприємств України. – К.: Знання, КОО, 2002. – 514 с.
399. Чухрай Н. І. Механізми інноваційних перетворень у країнах ЄС та можливості їх трансформації в економіку України // Економіка прогнозування. – 2003. – № 1. – С. 9–13.
400. Шарко М.В. Концептуальные основы инновационного развития экономики Украины: теоретико-методологические аспекты. – Херсон: ХНТУ. – 2005. – 394 с.
401. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж.В. Инвестиции: Наукове видання: пер. с англ. – М.: Инфра-М, 1998. – 1028 с.
402. Шевченко С. НУФ “перетвориться” на УБРР? // Галицькі контракти. – 2003. – № 17-18. – С. 21.
403. Шелудько Н.М. Інвестиційний процес: оцінка ролі й участі банків // Фінанси України. – 2003. – №8. – С. 121-122.
404. Шеремет В.В. Управление инвестициями / Справочное пособие для специалистов и предпринимателей. – М.: Высшая школа, 1998. – 928 с.
405. Шпиг Ф.І., Васильєва Т.А. Трансформація взаємовідносин банківських установ та венчурних фондів в Україні // Академічний огляд. – 2008. – №3. – С. 67-75.
406. Шумпетер Й. Теория экономического развития. – М.: Прогресс, 1982. – 367 с.
407. Шумянкова Н.В. Коммерциализация результатов научно-технической деятельности. – М., 2005. – 293 с.
408. Яковенко Л. Роль банків в інвестиційному забезпеченні діяльності реального сектору // Банківська справа. – 2000. – №1. – С.25-26.
409. Aghion P., Bloom N., Blundell R., Grith R., Howitt P. Competition and Innovation: An Inverted U Relationship. – 2002. – 21 September. // www.economics.harvard.edu.
410. Avnimeiech G., Kenney M., Teubal M. Building Venture Capital Industries: Understanding the U.S. and Israeli Experiences. BRIE Working Paper 160. – 2004.



411. Becchetti Leonardo, Vergata Tor, Sena Jaime. Finance, investment and innovation: empirical and theoretical challenges. International conference financial systems, corporate investment in innovation and venture capital working paper. – November 2002.
412. Black B.S., Gilson R.J. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets // Journal of Financial Economics, 1998. Vol. 47. №3. P.243-277.
413. Christofidis Constantin and Debande Olivier. Financing Innovative Firms Through Venture Capital. European Investment Bank, PJ / Industry and Services, EIB Sector Papers 2001, February.
414. Cobb C. W., Douglas P. H. A Theory of Production // Amer. Econ. Rev. Suppl. 1928. Vol. 18. March. P. 139-165.
415. Commons J. Institutional Economics American Economic Review. – 1931. – №21. – P. 648-657.
416. Compers P.A., Lerner J. What Drives Venture Capital Fundraising: Working Paper 6906 / NBER Working Paper Series, January 1999.
417. Domar E.D. Essays in the theory of economic growth, N. Y., 1957.
418. Epstain G. A. Political Economy of Comparative Central Banking // New Perspectives in Monetary Macroeconomics. Explorations in the Tradition of Hyman Minsky. Ann Arbor. Ed. By Dymsky G PoUin R. - The University of Michigan Press, 1994. – 231-278 pp.
419. Friedman M. Freedom of Choose, 1980.
420. Gelbraith John K. American Capitalism. The Concept of Countervailing Power. – Boston, 1958.-P. 119-120.
421. Jeng L., Wells P. The Determinance of Venture Capital Funding: Evidence across Countries / Journal of Corporate Finance. 2000. Vol. 6. P. 241-289.
422. Kandybin A., Kihn M. Как увеличить возврат на инвестиции в инновации // Strategy+business. – www.intalev.ua.
423. Knut Wicksell, “A New Principle of Just Taxation,” in Richard A. Musgrave and Alan T. Peacock, eds., Classics in the Theory of Public Finance (New York: St. Martin’s Press, 1967 [orig. 1896]), pp. 72-118.



424. Kozmenko S., Vasyl'yeva T. Investment provision of innovative development in Ukraine // Problems and Perspectives in Management. – 2008. – Volume 6. Issue 1. – P. 4-10.
425. Kozmenko S., Vasilieva T. Specialized innovating-investment banks in Ukraine // Banks and Bank Systems. – 2008. – Volume 3. Issue 1. – P. 49-57.
426. Mayer C., Schoors K., Yafeh Yi. Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK: Working Paper 9645 / NBER Working Paper Series, April 2003.
427. Monetary Equilibrium. By Gunnar Myrdal. – London: William Hodge, 1939. – 214 p.
428. Osada M. Bank versus Venture Capital: Mimeo. University Pompeu Fabra, November 2000.
429. Raising EU R&D Intensity. Improving the Effectiveness of Public Support Mechanisms for Private Sector Research and Development: Report to the European Commission by an Independent Expert Group. – Brussels: European Commission Directorate-General for Research Information and Communication Unit, 2003. – 105 p.
430. Schertler A. Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis: European Integration, Financial Systems and Corporate Performance (EIFC): United Nations University Working Paper №03-27, 2003.
431. Schumpeter Joseph Alois. Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 1912.
432. Sleufer P., Leitinger R. Framework For Venture Capital In The Accession Countries To The European Union. - University of Applied Sciences «FH bfi Wien». – Austria. 12 p.
433. Tadesse S. Financial architecture and technology // Research Paper. – Moore School of Business, University of South Carolina. – 2004.
434. Welfens P.J.J. Investment, Financial Markets, New Economy Dynamics and Growth in Transition Countries // Экономический журнал Высшей школы экономики. – 2003. – Т. 7. – №2. – С. 173–220.



ДОДАТОК А

ВИХІДНІ ДАНІ ДЛЯ МОДЕЛЮВАННЯ МАКРОЕКОНОМІЧНИХ ІН- ДИКАТОРІВ РИНКУ ІННОВАЦІЙНОГО ІНВЕСТИВАННЯ В УКРАЇНІ

(складено автором на основі [318, 319, 363, 364, 365, 366, 367, 368, 369])



Таблиця А.1

Розподіл обсягу фінансування наукових та науково-технічних робіт за джерелами фінансування

Роки	Обсяги фінансування наукових та науково-технічних робіт						
	Загальна сума витрат	Частка у ВВП	У тому числі за рахунок коштів				
			державного бюджету	власних	іноземних замовників	вітчизняних замовників	інші джерела
	<i>Загальні обсяги (млн. грн.)</i>						
2000	2046,3	0,012	614,5	61,3	785,8	477,1	107,6
2001	2432,5	0,012	751,6	210,4	789,5	555,3	125,7
2002	2611,7	0,012	733,3	146,7	933,6	683,1	115
2003	3597,4	0,013	1070,7	228,5	1321,5	875,1	101,6
2004	4251,7	0,012	1449,5	275,9	1475	908,6	142,7
2005	5160,4	0,012	1711,2	338,5	1680,1	1258	172,6
2006	5164,4	0,009	2017,4	462,7	1563,3	1000,9	120,1
	<i>Частка в сукупних витратах (частка одиниці)</i>						
2000	1		0,3	0,03	0,38	0,23	0,05
2001	1		0,31	0,09	0,32	0,23	0,05
2002	1		0,28	0,06	0,36	0,26	0,04
2003	1		0,3	0,06	0,37	0,24	0,03
2004	1		0,34	0,06	0,35	0,21	0,03
2005	1		0,33	0,07	0,33	0,24	0,03
2006	1		0,39	0,09	0,3	0,19	0,02

Таблиця А.2

Інноваційна активність підприємств

Роки	Характеристики інноваційної активності підприємств						
	Питома вага підприємств, що займаються інноваціями	Загальна сума витрат	У тому числі за напрямками				
			дослідження і розробки	придбання нових технологій	підготовка виробництва для впровадження інновацій	придбання машин та обладнання пов'язані з упровадженням інновацій	інші витрати
	%	<i>Загальні обсяги (млн. грн.)</i>					
2000	18,0	1760,1	266,2	72,8	163,9	1074,5	182,7
2001	16,5	1979,4	171,4	125,0	183,8	1249,4	249,8
2002	18,0	3018,3	270,1	149,7	325,2	1865,6	407,7
2003	15,1	3059,8	312,9	95,9	527,3	1873,7	250,0
2004	13,7	4534,6	445,3	143,5	808,5	2717,5	419,8
2005	11,9	5751,6	612,3	243,4	991,7	3149,6	754,6
2006	11,2	6160,0	992,9	159,5	954,7	3489,2	563,7
	%	<i>Частка в сукупних витратах (частка одиниці)</i>					
2000	18,0	1	0,15	0,04	0,09	0,61	0,1
2001	16,5	1	0,09	0,06	0,09	0,63	0,13
2002	18,0	1	0,09	0,05	0,11	0,62	0,14
2003	15,1	1	0,1	0,03	0,17	0,61	0,08
2004	13,7	1	0,1	0,03	0,18	0,6	0,09
2005	11,9	1	0,11	0,04	0,17	0,55	0,13
2006	11,2	1	0,16	0,03	0,15	0,57	0,09

Обсяг виконаних наукових та науково-технічних робіт, виконаних власними силами організацій (підприємств)

Роки	Окремі характеристики виконання наукових та науково-технічних робіт власними силами організацій (підприємств)									
	Всього, у фактичних цінах	У тому числі								Питома вага обсягу виконаних науково-технічних робіт у ВВП, %
		фундаментальні дослідження		прикладні дослідження		розробки		науково-технічні послуги		
	млн. грн.	млн. грн.	частка	млн. грн.	частка	млн. грн.	частка	млн. грн.	частка	
2000	1978,4	266,6	0,13	436,7	0,22	1106,3	0,56	168,8	0,09	1,14
2001	2275,0	353,3	0,16	304,9	0,13	1317,2	0,58	299,6	0,13	1,13
2002	2496,8	424,9	0,17	343,6	0,14	1386,6	0,56	341,7	0,14	1,11
2003	3319,8	491,2	0,15	429,8	0,13	1900,2	0,57	498,6	0,15	1,24
2004	4112,4	629,7	0,15	573,7	0,14	2214,0	0,54	695,0	0,17	1,19
2005	4818,6	902,1	0,19	708,9	0,15	2406,9	0,50	800,7	0,17	1,13
2006	5354,6	1141,0	0,21	841,5	0,16	2741,6	0,51	630,5	0,12	1,00

Таблиця А.4

Джерела фінансування технологічних інновацій

Роки	Окремі характеристики фінансування технологічних інновацій					
	Загальна сума витрат	Частка у ВВП	У тому числі за рахунок коштів			
			власних	державного бюджету	іноземних інвесторів	інші джерела
	Загальні обсяги (млн. грн.)					
2000	1760,1	0,01	1399,3	7,7	133,1	217,0
2001	1979,4	0,01	1654,0	55,8	58,5	203,1
2002	3018,8	0,013	2141,8	45,5	264,1	562,4
2003	3059,8	0,011	2148,4	93,0	130,0	688,4
2004	4534,6	0,013	3501,5	63,4	112,4	857,3
2005	5751,6	0,013	5045,4	28,1	157,9	520,2
2006	6160,0	0,011	5211,4	114,4	176,2	658,0
Частка в сукупних витратах (частка одиниці)						
2000	1		0,8	0	0,08	0,12
2001	1		0,84	0,03	0,03	0,1
2002	1		0,71	0,02	0,09	0,19
2003	1		0,7	0,03	0,04	0,22
2004	1		0,77	0,01	0,02	0,19
2005	1		0,88	0	0,03	0,09
2006	1		0,85	0,02	0,03	0,11



Таблиця А.5

Впровадження інновацій на промислових підприємствах

Роки	Окремі характеристики впровадження інновацій на промислових підприємствах					
	Питома вага підприємств, що впроваджували інновації. %	Впроваджено нових технологічних процесів, процесів	у т.ч. мало-відходні, ресурсозберігаючі	Освоєно виробництво нових видів продукції, найменувань	з них нові види техніки	Питома вага реалізованої інноваційної продукції в обсязі промислової, %
2000	14,8	1403	430	15323	631	7,1
2001	14,3	1421	469	19484	610	6,8
2002	14,6	1142	430	22847	520	7,0
2003	11,5	1482	606	7416	710	5,6
2004	10,0	1727	645	3978	769	5,8
2005	8,2	1808	690	3152	657	6,5
2006	10,0	1145	424	2408	786	6,7

Таблиця А.6

Динаміка валового внутрішнього продукту

Роки	Окремі характеристики динаміки валового внутрішнього продукту					
	У фактичних цінах		Індекси фізичного обсягу			Індекси-дефлятори
	валовий внутрішній продукт	валовий внутрішній продукт у розрахунку на одну особу	валовий внутрішній продукт	валовий внутрішній продукт у розрахунку на одну особу	валовий внутрішній продукт	валовий внутрішній продукт
	млрд. грн.	тис. грн.	% до попереднього року		% до 1990 р.	% до попереднього року
2000	170070	3436	105,9	106,7	43,2	123,1
2001	204190	4195	109,2	111,1	47,2	109,9
2002	225810	4685	105,2	106,3	49,7	105,1
2003	267344	5591	109,6	110,5	54,4	108,0
2004	345113	7273	112,1	113,0	61,0	115,1
2005	441452	9372	102,7	103,5	62,7	124,5
2006	544153	11630	107,3	108,1	67,3	114,8



Таблиця А.7

Наукові кадри та кількість організацій, що виконують наукові дослідження й розробки

Роки	Окремі характеристики виконання наукових досліджень й розробок				
	Кількість організацій, які виконують наукові дослідження й розробки	Чисельність науковців, осіб	Обсяг виконаних наукових робіт на одного науковця, тис. грн.	Чисельність докторів наук в економіці України, осіб	Чисельність кандидатів наук в економіці України, осіб
2000	1490	120773	16	10339	58741
2001	1479	113341	20	10603	60647
2002	1477	107447	23	11008	62673
2003	1487	104841	32	11259	64372
2004	1505	106603	39	11573	65839
2005	1510	105512	46	12014	68291
2006	1452	100245	53	12488	71893

Таблиця А.8

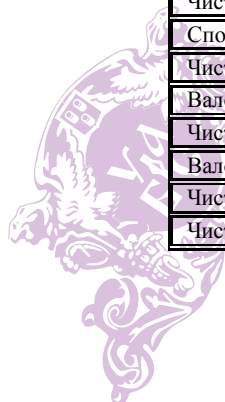
Кредити, надані банками України

Роки	Окремі характеристики банківських кредитів								
	Всього	У тому числі за видами							
		валют		кредитів					
		національної	іноземної	короткострокових			довгострокових		
всього	у нац. валюті			в ін. валюті	всього	у нац. валюті	в ін. валюті		
2000	19574	10568	9006	16060	8903	7157	3514	1665	1848
2001	28373	15845	12528	22218	13034	9184	6156	2811	3344
2002	42035	24463	17572	30185	18689	11497	11849	5774	6076
2003	67835	39563	28272	37282	24737	12545	30553	14826	15727
2004	88579	51207	37372	40575	26864	13711	48003	24343	23660
2005	143418	81274	62144	54819	39474	15346	88599	41801	46798
2006	245226	123783	121443	86193	60101	26092	159033	63681	95351



Основні макроекономічні показники та структура ВВП

Показники	Роки						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1. ВВП за категоріями кінцевого використання у фактичних цінах, млн. грн.							
Валовий внутрішній продукт	170070	204190	225810	267344	345113	441452	544153
Кінцеві споживчі витрати	127982	156344	170325	201624	245556	337879	424906
домашніх господарств	92406	112260	124560	146301	180399	252624	319383
некомерційних організацій, обслуговуючих домашні господарства	3909	4017	4226	4493	4547	4727	5173
сектору загального державного управління	31667	40067	41539	50830	60610	80528	100350
індивідуальні споживчі витрати	19572	23707	24803	29936	36767	49418	61125
колективні споживчі витрати	12095*	16360	16736	20894	23843	31110	39225
Валове нагромадження основного капіталу	33427	40211	43289	55075	77820	96965	133874
Зміна запасів матеріальних оборотних коштів	-42	4229	2209	3661	-4883	2736	655
Придбання за виключенням вибуття цінностей	146	85	96	115	133	175	211
Експорт товарів і послуг	106200	113245	124392	154394	219607	227252	253707
Імпорт товарів і послуг	-97643	-109924	-14501	-147525	-193120	-223555	-269200
2. Структура валового внутрішнього продукту за категоріями кінцевого використання, %							
ВВП	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Кінцеві споживчі витрати	75,2	76,6	75,4	75,4	71,2	76,5	78,1
домашніх господарств	54,3	55,0	55,1	54,7	52,3	57,2	58,7
некомерційних організацій, обслуговуючих домашні господарства	2,3	2,0	1,9	1,7	1,3	1,1	1,0
сектору загального державного управління	18,6	19,6	18,4	19,0	17,6	18,2	18,4
індивідуальні споживчі витрати	11,5	11,6	11,0	11,2	10,7	11,2	11,2
колективні споживчі витрати	7,1*	8,0	7,4	7,8	6,9	7,0	7,2
Валове нагромадження основного капіталу	19,7	19,7	19,2	20,6	22,6	22,0	24,6
Зміна запасів матеріальних оборотних коштів	0,0	2,1	1,0	1,4	-1,4	0,6	0,1
Придбання за виключенням вибуття цінностей	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Експорт товарів і послуг	62,4	55,4	55,1	57,8	63,6	51,5	46,6
Імпорт товарів і послуг	-57,4	-53,8	-50,7	-55,2	-56,0	-50,6	-49,4
3. ВВП за категоріями доходу у фактичних цінах, млн. грн.							
ВВП	170070	204190	225810	267344	345113	441452	544153
Оплата праці найманих працівників	71930	86440	103117	122188	157450	216600	268631
Податки на виробництво та імпорт	31707	30720	30764	34277	40018	62777	82377
Субсидії на виробництво та імпорт	-3184	-3456	-3125	-4030	-4855	-6700	-8891
Валовий прибуток, змішаний дохід	69617	90486	95054	114909	152500	168775	202036
Чистий прибуток, змішаний дохід	39394	56183	58894	76024	105924	118230	143771
4. Структура валового внутрішнього продукту за категоріями доходу, %							
Валовий внутрішній продукт	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Оплата праці найманих працівників	42,3	42,3	45,7	45,7	45,6	49,1	49,4
Податки за виключенням субсидій на виробництво та імпорт	16,8	13,4	12,2	11,3	10,2	12,7	13,5
на продукти	15,2	11,6	10,9	10,1	9,3	12,0	12,9
інші, пов'язані з виробництвом	1,6	1,8	1,3	1,2	0,9	0,7	0,6
Валовий прибуток, змішаний дохід	40,9	44,3	42,1	43,0	44,2	38,2	37,1
5. Додаткові макроекономічні показники (млн. грн.)							
Чисте нагромадження основного капіталу	3204	5908	7129	16190	31244	46420	75609
Споживання основного капіталу	-30223	-34303	-36160	-38885	-46576	-50545	-58265
Чистий внутрішній продукт	139847	169887	189650	228459	298537	390907	485888
Валовий національний дохід	164942	200610	222585	264247	341686	436411	535459
Чистий національний дохід	134719	166307	186425	225362	295110	385866	477194
Валове заощадження	41896	52248	62632	74330	109808	113362	126980
Чисте заощадження	11673	17945	26472	35445	63232	62817	68715
Чисте кредитування (+), чисте запозичення (-)	8365	7723	17177	15521	36829	13156	-7745



ДОДАТОК Б

**ЗАВДАННЯ І ФУНКЦІЇ ДЕРЖАВНИХ УСТАНОВ – УЧАСНИКІВ
ПРОГРАМИ РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ В УКРАЇНІ**



Таблиця Б.1

Законодавчо визначені завдання та функції основних державних установ, що є учасниками запропонованого автором механізму формування вітчизняної мережі венчурних фондів

Назва	Нормативно-правова основа функціонування	Основні завдання та функції
1	2	3
Державне агентство України з інвестицій та інновацій (Держінвестиції)	<p>утворено згідно з Ука-зом Президента України [35], визнано спеціально уповноваженим центральним органом виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності згідно з Постановою Кабінету Міністрів України [20]</p>	<p>Основними завданнями Держінвестицій України є: участь у формуванні та забезпеченні реалізації державної політики у сфері інвестицій та інноваційної діяльності; створення національної інноваційної системи для забезпечення проведення ефективної державної інноваційної політики, координація роботи центральних органів виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності.</p> <p>Держінвестиції України відповідно до покладених на нього завдань:</p> <ul style="list-style-type: none"> – здійснює заходи щодо проведення єдиної науково-технічної та інноваційної політики; – готує і подає в установленому порядку пропозиції щодо: <ul style="list-style-type: none"> ○ формування та забезпечення реалізації державної політики у сфері інвестицій та інноваційної діяльності; ○ визначення пріоритетних напрямів інноваційної діяльності, розроблення державних інвестиційних та інноваційних програм і передбачення у державному бюджеті коштів для їх кредитування; ○ визначення обсягу бюджетних коштів для надання фінансової підтримки суб'єктам інноваційної діяльності, які реалізують інноваційні та інвестиційні проекти; – вивчає світовий досвід залучення інвестицій та запровадження механізмів стимулювання інноваційного розвитку, подає пропозиції щодо поширення його в Україні; – вживає заходів до залучення іноземних інвестицій в національну економіку та мобілізації внутрішніх інвестицій; – розробляє у межах своїх повноважень проекти нормативно-правових актів з питань формування та реалізації державної політики у сфері інвестицій та інноваційної діяльності і подає їх в установленому порядку Кабінетові Міністрів України; – бере участь у підготовці та здійсненні заходів щодо інституційного розвитку ринків капіталу, управління інвестиційними ресурсами та корпоративного управління і подає в установленому порядку відповідні пропозиції; – бере участь: <ul style="list-style-type: none"> ○ у проведенні аналізу соціально-економічних результатів функціонування спеціальних (вільних) економічних зон та територій пріоритетного розвитку з урахуванням їх інноваційної спрямованості; ○ у розробленні проектів Державної програми економічного і соціального розвитку, Державного бюджету України і Програми діяльності Кабінету Міністрів України; ○ у формуванні державного замовлення на інноваційну продукцію; – подає в установленому порядку пропозиції щодо створення інноваційної інфраструктури в регіонах, забезпечує її розвиток; – координує залучення інвестицій для забезпечення інноваційного розвитку; – розробляє та запроваджує механізм надання фінансової та іншої підтримки реалізації інноваційних проектів, а також стимулювання інноваційного розвитку економіки і соціальної сфери; – вживає заходів до формування за кордоном позитивного інвестиційного іміджу України; – здійснює заходи щодо реалізації узгодженої державної політики у сфері інвестицій та інноваційної діяльності; – подає в установленому порядку пропозиції щодо фінансування програм інноваційного розвитку, а також підприємств, які провадять інноваційну діяльність, та спеціалізованих державних інноваційних фінансово-кредитних установ; – організовує роботу з проведення прогнозно-аналітичних досліджень тенденцій у розвитку сфери інвестицій та інноваційної діяльності; – розробляє проекти державних інвестиційних та інноваційних програм і виступає в установленому законодавством порядку їх замовником; – проводить у передбаченому законодавством порядку конкурсний відбір інвестиційних та інноваційних проектів; – укладає відповідно до законодавства міжнародні договори про співробітництво у сфері інвестицій та інноваційної діяльності; – формує бази даних інвестиційних та інноваційних програм і проектів, міжнародних інвестиційних та інноваційних програм і проектів, у виконанні яких беруть участь вітчизняні державні підприємства в рамках міжнародного інноваційного співробітництва, а також відповідних грантів; – бере відповідно до законодавства участь у процесі укладення, виконання та припинення дії угод про розподіл продукції, укладення договорів концесії з метою реалізації



Продовження таблиці Б.1

1	2	3
		<p>інвестиційних проектів у пріоритетних галузях національної економіки; готує і подає в установленому порядку пропозиції щодо створення спеціалізованих державних інноваційних фінансово-кредитних установ для фінансової підтримки інноваційних програм і проектів, розробляє статuti (положення) таких установ; атверджує порядок формування і використання коштів спеціалізованими державними інноваційними фінансово-кредитними установами, що належать до сфери управління Держінвестицій, і здійснює контроль за їх діяльністю;</p> <ul style="list-style-type: none"> – доручає державним інноваційним фінансово-кредитним установам проводити конкурсний відбір пріоритетних інноваційних проектів і надавати фінансову підтримку цим проектам у межах коштів, передбачених законом про Державний бюджет України на відповідний рік; – визначає порядок конкурсного відбору інноваційних проектів для їх фінансової підтримки; – організовує підвищення кваліфікації спеціалістів, бере участь в організації навчання та готує пропозиції щодо вдосконалення системи підготовки та перепідготовки фахівців у сфері інвестицій та інноваційної діяльності; – забезпечує видання бюлетеня з питань, що належать до його компетенції; – забезпечує в межах своїх повноважень реалізацію державної політики стосовно державної таємниці, здійснення контролю за її збереженням; – вживає заходів до матеріального і морального заохочення працівників у сфері інноваційної діяльності; – проводить у межах своїх повноважень інформаційно-роз'яснювальну і консультативну роботу, бере участь у підготовці та проведенні конференцій, симпозиумів, семінарів, виставок; – виконує відповідно до законодавства функції з управління об'єктами державної власності, що перебувають в його управлінні; – виконує інші функції, передбачені законодавством.
<p>Державне підприємство «Національний центр впровадження галузевих інноваційних програм» (ДП «НЦВГП»)</p>	<p>утворено відповідно до наказу Голови Державного агентства України з інвестицій та інновацій (Держінвестицій) від 12 квітня 2007 року № 23 на виконання Указу Президента України [34]</p>	<p>Метою ДП «НЦВГП» є розробка та впровадження інноваційних програм та розвитку інноваційної інфраструктури.</p> <p>Основними завданнями ДП «НЦВГП» є:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Надання суб'єктам підприємницької діяльності та громадянам послуг, в тому числі виробничих, консалтингових, правових, інформаційних, маркетингових, експортно-імпорتنних, облікових, сервісних, рекламних та інших як в Україні, так і за її межами: <ul style="list-style-type: none"> – сприяння створенню прийнятних та рівних умов для участі в інноваційній діяльності юридичних і фізичних осіб, представників малого і середнього бізнесу, великих компаній, мистецьких колективів і окремих фізичних осіб – винахідників та носіїв ідей; – організація розроблення нових та відбір інноваційних та інвестиційних проектів відповідно до визначених Кабінетом Міністрів України пріоритетних напрямів економічного розвитку України, здійснення пошуку їх виконавців та інвесторів як в Україні, так і за її межами, у тому числі на конкурсних засадах, участь у реалізації цих проектів; – забезпечення пошуку потенційних інвесторів та кредиторів для вітчизняних суб'єктів господарської діяльності, надання послуг з підготовки комплексу технічної, економічної та іншої необхідної документації до інноваційних та інвестиційних проектів; – забезпечення захисту прав інвесторів і прав інтелектуальної власності; – супровід інноваційних та інвестиційних проектів, здійснення контролю за ефективним їх виконанням; – залучення коштів, у тому числі іноземних, для фінансування науково-технічних і маркетингових досліджень, конструкторсько-технологічних та інших проектних робіт, науково-технічного пошуку, інноваційних та інвестиційних проектів; – розроблення та здійснення комплексу заходів передінвестиційного характеру; 2. Розвиток інноваційної інфраструктури: <ul style="list-style-type: none"> – створення та підтримка діяльності виробничо-технологічних, інноваційних та наукових структур (технопарків, інноваційно-технологічних центрів, наукових парків, соціотехнополісів, міст високих технологій, академістечок, бізнес-інкубаторів, інноваційно-технологічних та інжинірингових фірм, фірм, що виробляють імпортозаміщуючу продукцію та працюють в полі трансферу технологій); – розвиток експертних систем (створення та підтримка діяльності експертно-дослідницьких центрів, надання експертних висновків для виробників, інвесторів, страхових служб і т.д.); – розвиток інформаційних систем (створення та підтримка діяльності аналітичних і статистичних центрів, інформаційних баз і мереж); – створення сприятливого середовища для розвитку інноваційних процесів, реалізації замкненого інноваційного циклу, від ідеї до виробництва і продажу (впровадження) високотехнологічних продуктів і технологій, яка буде реалізувати послідовність «ідея – проект – продукт», доступну і зрозумілу для участі будь-якого представника суспільства – як юридичної, так і фізичної особи; організація і проведення попередньої експертизи, у тому числі комплексної науково-технічної, інноваційних та інвестиційних проектів; – створення єдиного «вхідного вікна» для інвестицій і субсидій у розвиток інноваційного процесу, створення єдиного «вхідного вікна» для регулювання потоку інноваційних пропозицій (ідей), створення єдиного «вихідного вікна» для нових продуктів, послуг, а також щойно створених (на інноваційній основі) підприємств; – стандартизація інвестиційно-інноваційної діяльності відповідно до міжнародних норм; – налагодження співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями, урядовими та неурядовими організаціями іноземних держав з питань залучення фінансових ресурсів в



Продовження таблиці Б.1

1	2	3
Державна інноваційна фінансово-кредитна установа (ДФФКУ)	створена відповідно до Постанови Кабінету [16] як правонаступник Української державної інноваційної компанії	<p>економіку України і реалізація з ними спільних інноваційних та інвестиційних проектів і програм;</p> <ul style="list-style-type: none"> – управління підприємствами (інноваційними проектами); – інші заходи, що сприяють розвитку інноваційної інфраструктури та впровадженню інноваційних програм. <p>Метою ДФФКУ є здійснення фінансової підтримки інноваційної діяльності суб'єктів господарювання різних форм власності, а також залучення вітчизняних та іноземних інвестицій для розвитку національної економіки.</p> <p>Основними завданнями ДФФКУ є:</p> <ul style="list-style-type: none"> – фінансування за рахунок власних та залучених коштів науково-технічних і маркетингових досліджень, конструкторсько-технологічних та інших проектних робіт, науково-технічного пошуку, інноваційних та інвестиційних проектів і програм, спрямованих на впровадження у виробництво прогресивних науково-технічних розробок і технологій, освоєння випуску нових видів продукції шляхом створення нових виробництв; – фінансування заходів щодо розвитку інноваційної інфраструктури; – залучення коштів, у тому числі іноземних, для фінансування науково-технічних і маркетингових досліджень, конструкторсько-технологічних та інших проектних робіт, науково-технічного пошуку, інноваційних та інвестиційних проектів і програм; – розроблення та здійснення комплексу заходів передінвестиційного характеру; – налагодження співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями, урядовими та неурядовими організаціями іноземних держав з питань залучення фінансових ресурсів в економіку України і реалізація спільних інноваційних та інвестиційних проектів і програм.
Український центр сприяння іноземному інвестуванню	створена постановою Кабінету Міністрів України [17] із змінами і доповненнями, внесеними Постановою Кабінету Міністрів України [18]	<p>Метою утворення Центру є забезпечення інформаційно-аналітичної, методичної, організаційної та іншої підтримки інвестиційної діяльності іноземних інвесторів та сприяння залученню іноземних інвестицій в економіку України.</p> <p>Основними завданнями Центру є:</p> <ul style="list-style-type: none"> – розроблення та виконання комплексу заходів щодо формування позитивного інвестиційного іміджу України та її регіонів; – надання потенційним іноземним інвесторам інформації щодо умов підприємницької та інвестиційної діяльності, інвестиційних можливостей України та її регіонів; – визначення додаткових інструментів сприяння залученню іноземних інвестицій, адаптованих до умов конкретних регіонів, зокрема промислових та технологічних парків, надання допомоги регіонам у практичному їх застосуванні; – інформаційна та організаційна підготовка інвестиційних проектів іноземних інвесторів за принципом "єдиного вікна"; – підготовка пропозицій щодо стимулювання інвестиційної діяльності іноземних інвесторів, усунення перешкод в її здійсненні; – сприяння досудовому врегулюванню спорів між іноземними інвесторами та державними органами. <p>Центр відповідно до покладених на нього завдань:</p> <ul style="list-style-type: none"> – готує довідково-інформаційні та рекламні матеріали щодо інвестиційного іміджу України, поширює їх у встановленому законодавством порядку, у тому числі з використанням Інтернет; – проводить семінари, конференції тощо з питань реалізації єдиної державної інвестиційної політики та залучення іноземних інвестицій в економіку України; – готує та розміщує відповідно до своєї компетенції в засобах масової інформації матеріали щодо інвестиційного клімату та умов інвестиційної діяльності в Україні; – проводить моніторинг ефективності реалізації інвестиційних проектів іноземних інвесторів в установленому порядку та поширює відповідні узагальнені статистичні дані; – проводить опитування і дослідження з питань залучення іноземних інвестицій; – взаємодіє з місцевими органами виконавчої влади та органами місцевого самоврядування у проведенні спільних заходів з активізації інвестиційної діяльності та сприяння реалізації інвестиційних проектів іноземних інвесторів; – організує навчання з питань інвестиційної діяльності; – надає відповідно до законодавства інформаційні послуги іноземним інвесторам з питань започаткування діяльності в Україні, надає інформацію щодо потенційних об'єктів інвестування, в тому числі щодо інвестиційних потреб окремих регіонів; – взаємодіє в установленому порядку з об'єднаннями підприємців, міжнародними інвестиційними організаціями, фондами, окремими компаніями – потенційними інвесторами; – підтримує зв'язки з Міжнародною асоціацією агентств сприяння інвестиціям; – сприяє захисту законних прав та інтересів іноземних інвесторів в їх відносинах з державними органами під час підготовки та реалізації пріоритетних інвестиційних проектів; – провадить іншу діяльність.



ДОДАТОК В**ДОВІДКИ ПРО РЕЗУЛЬТАТИ ВПРОВАДЖЕННЯ ДИСЕРТАЦІЙНО-ГО ДОСЛІДЖЕННЯ**

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ”
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

