

**РИЖИКОВА НАТАЛІЯ ІВАНІВНА**

**ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ  
ПІДПРИЄМСТВ ТА ОБ'ЄДНАНЬ  
АГРОПРОМИСЛОВОГО ВИРОБНИЦТВА**

*(монографія)*

Харків – 2020

УДК 338.1:347.763:631.11

ББК 65.9(4Укр)32-212.4

Р 39

**Рецензенти:**

**Данько Ю.І.**, доктор економічних наук, професор кафедри статистики, аналізу господарської діяльності та маркетингу, Сумський національний аграрний університет.

**Лагодієнко В.В.**, доктор економічних наук, завідувач кафедри маркетингу, підприємництва і торгівлі, Одеська національна академія харчових технологій.

**Потишняк О.М.**, доктор економічних наук, професор кафедри організації виробництва, бізнесу та менеджменту, Харківський національний технічний університет сільського господарства імені Петра Василенка.

*Рекомендовано до видання Вченою радою*

*Харківського національного технічного університету сільського господарства імені Петра Василенка (протокол № 8 от 14.05.2020)*

Р 39

**Рижикова Н. І.**

**Інноваційно-інвестиційна діяльність підприємств та об'єднань агропромислового виробництва : монографія. Харків : ХНТУСГ, видавництво «Смугаста типографія», 2020. 304 с.**

**ISBN 978-617-6697-47-5**

У монографії викладені матеріали досліджень проблем генерування та імплементації інвестиційних стратегій суб'єктів агропромислового виробництва; здійснена розробка концептуальних засад побудови та функціонування механізмів управління інноваційно-інвестиційним розвитком, інституційного регулювання інвестиційних процесів в підприємствах та об'єднаннях агропромислового виробництва.

Результати досліджень носять теоретико-методологічний, практичний та рекомендаційний характер та можуть бути корисними для науковців, викладачів, аспірантів, державних посадовців.

**ББК 65.32**

**ISBN 978-617-6697-47-5**

© Рижикова Н.І., 2020

| <b>ЗМІСТ</b>                                                                                                                                                  | <b>Стор.</b> |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| <b>ПЕРЕДМОВА</b>                                                                                                                                              | 5            |
| <b>РОЗДІЛ 1. МЕТОДОЛОГІЯ РОЗВИТКУ<br/>ІННОВАЦІЙНО-ОРІЄНТОВАНОЇ<br/>ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ<br/>ПІДПРИЄМСТВ ТА ОБ'ЄДНАНЬ<br/>АГРОПРОМИСЛОВОГО ВИРОБНИЦТВА</b> | 11           |
| 1.1. Методологічні принципи оцінки ринку<br>інвестиційних ресурсів агропромислового<br>виробництва та інвестиційного потенціалу<br>його суб'єктів             | 11           |
| 1.2. Типологія форм та структури інвестицій та<br>архітектура механізмів інноваційно-<br>інвестиційної діяльності суб'єктів аграрного<br>бізнесу              | 20           |
| 1.3. Інституційне забезпечення інноваційної<br>орієнтації розвитку інвестиційної діяльності<br>підприємств та об'єднань агропромислового<br>виробництва       | 75           |
| <b>РОЗДІЛ 2. ЕФЕКТИВНІСТЬ ІННОВАЦІЙНО-<br/>ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ<br/>АГРОБІЗНЕСУ ТА ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ<br/>РИНКУ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ</b>      | 124          |
| 2.1. Результати та економічна ефективність<br>інвестиційної діяльності підприємств та<br>об'єднань агропромислового виробництва                               | 124          |
| 2.2. Тенденції розвитку прогресивних форм<br>інвестиційної діяльності суб'єктів аграрного<br>бізнесу                                                          | 132          |
| <b>РОЗДІЛ 3. МЕХАНІЗМИ РОЗВИТКУ<br/>ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНОЇ<br/>ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ ТА<br/>ОБ'ЄДНАНЬ АГРОПРОМИСЛОВОГО<br/>ВИРОБНИЦТВА</b>                | 140          |

|                                                                                                                                                           |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 3.1. Механізм формування ринку<br>інвестиційних ресурсів суб'єктів<br>агропромислового виробництва                                                        | 140 |
| 3.2. Інноваційна орієнтація інвестиційної<br>діяльності підприємств та об'єднань<br>агропромислового виробництва                                          | 165 |
| 3.3. Інтеграційні механізми розвитку<br>інноваційно-інвестиційної діяльності<br>підприємств агропромислового виробництва                                  | 189 |
| <b>РОЗДІЛ 4. СТРАТЕГІЧНЕ УПРАВЛІННЯ<br/>РОЗВИТКОМ ІННОВАЦІЙНО-<br/>ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ<br/>АГРАРНОГО БІЗНЕСУ</b>                           | 214 |
| 4.1. Напрями розвитку інститутів спільного та<br>венчурного інвестування суб'єктів агробізнесу                                                            | 214 |
| 4.2. Інструментальне супроводження<br>стратегічного та ризик-менеджменту<br>інноваційно-орієнтованої інвестиційної<br>діяльності суб'єктів аграрної сфери | 233 |
| 4.3. Планування, імплементація та оцінка<br>стратегій інноваційно-інвестиційної діяльності<br>підприємств та об'єднань агропромислового<br>виробництва    | 245 |
| <b>ВИСНОВКИ</b>                                                                                                                                           | 277 |
| <b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ</b>                                                                                                                         | 284 |

## ПЕРЕДМОВА

Досвід провідних країн світу засвідчує, що інноваційна діяльність суб'єктів господарювання є запорукою сталого розвитку та ключовою передумовою забезпечення національної економічної безпеки. Інноваційна активність дає можливість збільшити конкурентоспроможність підприємств, підвищити їх інвестиційну привабливість, забезпечити зростання вартісних показників та фінансового результату. Водночас реалізація принципів інноваційного розвитку суб'єктів господарювання неможлива без відповідної державної підтримки цього процесу, що передбачає застосування широкого спектра різноманітних форм, методів та інструментів.

Вітчизняні підприємства функціонують в умовах зниження загальної ділової активності, високого рівня інфляційних, геополітичних та економічних ризиків, що обумовлює необхідність пошуку нових інструментів державного стимулювання їх інноваційного розвитку. Потрібні не лише декларативні заходи, а й ефективні механізми їх трансформації в реальні товари та послуги, ринкової комерціалізації, інфраструктурного, інформаційного, інституційного забезпечення інноваційного прориву вітчизняних суб'єктів господарювання.

Розгляду теоретичних, методологічних та практичних аспектів державного стимулювання інноваційно-інвестиційного розвитку суб'єктів господарювання присвятили свої праці як вітчизняні, так і зарубіжні дослідники. Проте, проблемні питання інноваційно-орієнтованого розвитку інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового

виробництва потребують подальших наукових досліджень та пошуку шляхів їх вирішення.

Зокрема потребують наукової розробки проблеми генерування та імплементації інвестиційних стратегій суб'єктів агропромислового виробництва, розробка концептуальних засад побудови та функціонування механізмів управління інноваційно-інвестиційним розвитком, інституційного регулювання інвестиційних процесів в підприємствах та об'єднаннях. Вказане обумовлює актуальність дослідження, ідентифікацію його мети, завдань та предметно-об'єктної сфери.

Дослідження присвячене вирішенню проблеми забезпечення інноваційно-орієнтованого розвитку інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва. У монографії викладені матеріали досліджень проблем генерування та імплементації інвестиційних стратегій суб'єктів агропромислового виробництва; здійснена розробка концептуальних засад побудови та функціонування механізмів управління інноваційно-інвестиційним розвитком, інституційного регулювання інвестиційних процесів в підприємствах та об'єднаннях.

Узагальнено теоретико-методологічні положення щодо формування механізму інвестування інноваційної діяльності підприємств агропромислового виробництва. Обґрунтовано типологію форм та структури інвестицій та архітектура механізмів інноваційно-інвестиційної діяльності суб'єктів аграрного бізнесу. Ідентифіковано складові інституційного забезпечення інноваційної орієнтації розвитку інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва. Визначено сучасний стан та тенденції функціонування і розвитку ринку інвестиційних ресурсів агропромислового виробництва. Оцінено динаміку результатів та економічної

ефективності інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва. Визначено тенденції розвитку прогресивних форм інвестиційної діяльності суб'єктів аграрного бізнесу. Обґрунтовано механізм формування ринку інвестиційних ресурсів суб'єктів агропромислового виробництва. Визначено концептуальні засади інноваційної орієнтації інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва. Розкрито сутнісні характеристики та визначити напрями удосконалення інтеграційних механізмів розвитку інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств агропромислового виробництва. Окреслено напрями розвитку інститутів спільного та венчурного інвестування суб'єктів агробізнесу. Визначено підходи щодо інструментального супроводження стратегічного та ризик-менеджменту інноваційно-орієнтованої інвестиційної діяльності суб'єктів аграрної сфери. Обґрунтовано прогресивні стратегії інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва. Обґрунтовано концептуальні положення генерування та імплементації стратегії розвитку підприємства, які передбачають розгляд інноваційної та інвестиційної стратегій в якості складових загальної стратегії підприємства, її підпорядкованість загальнокорпоративній та бізнес-стратегії підприємства або об'єднання та узгодження з фінансовою, маркетинговою та всіма іншими функціональними стратегіями підприємства, а також її конкретизацію в наборі стратегічних рішень, які охоплюють технологічний, ресурсний, організаційний та інші аспекти інноваційно-інвестиційної діяльності підприємства з метою створення стійких конкурентних переваг. Сформовано концептуальну основу виміру та розроблено алгоритм управління ризиками у напрямі підвищення ефективності реалізації

стратегій інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств агропромислового виробництва на основі ідентифікації ризикоутворюючих факторів, оцінки ризиків авансування капіталу, розробки карт ризиків, розробки заходів з мінімізації наслідків від настання ризиків, моніторингу ризиків, внесення змін до стратегії, на основі якого запропоновані методичні підходи до оцінки ризиків інвестиційної діяльності за сформованими групами ризиків, сферами їх виникнення та етапами реалізації проектів, що в сукупності дає змогу потенційним партнерам або учасникам отримувати інформацію для прийняття рішення щодо доцільності участі у проекті та заходів із захисту від можливих фінансових втрат. Обґрунтовано процедури інструментального супроводження стратегічного та ризик-менеджменту інноваційно-орієнтованої інвестиційної діяльності підприємств агропромислового виробництва шляхом розроблення її моделі, яка, передбачає виокремлення науково обґрунтованих, взаємопов'язаних етапів і процедур з прямими та зворотними зв'язками, що сприятиме комплексному обґрунтуванню змін параметрів розвитку інноваційно-інвестиційної діяльності для забезпечення ефективного функціонування підприємств.

У першому розділі «Методологія розвитку інноваційно-орієнтованої інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва» обґрунтовано методологічні принципи оцінки ринку інвестиційних ресурсів агропромислового виробництва та інвестиційного потенціалу його суб'єктів, виконана типологія форм та структури інвестицій та архітектура механізмів інноваційно-інвестиційної діяльності суб'єктів аграрного бізнесу, окреслено інституційне забезпечення інноваційної орієнтації розвитку інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва.

У другому розділі «Ефективність інноваційно-інвестиційної діяльності суб'єктів агробізнесу та тенденції розвитку ринку інвестиційних ресурсів» виявлені тенденції функціонування і розвитку ринку інвестиційних ресурсів агропромислового виробництва, дана оцінка результатів та економічної ефективності інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва, ідентифіковані тенденції розвитку прогресивних форм інвестиційної діяльності суб'єктів аграрного бізнесу.

У третьому розділі «Механізми розвитку інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва» обґрунтовано механізм формування ринку інвестиційних ресурсів суб'єктів агропромислового виробництва, визначено прикладні підходи щодо здійснення інноваційної орієнтації інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва, розроблено інтеграційні механізми розвитку інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств агропромислового виробництва.

У четвертому розділі «Стратегічне управління розвитком інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва» обґрунтовано напрями розвитку інститутів спільного та венчурного інвестування суб'єктів агробізнесу, окреслено інструментальне супроводження стратегічного та ризик-менеджменту інноваційно-орієнтованої інвестиційної діяльності суб'єктів агропромислового виробництва, сформовано підходи та прийоми планування, імплементації та оцінки стратегій інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва.

Обґрунтовано концептуальні положення генерування та імплементації стратегії розвитку підприємства, які передбачають розгляд інноваційної та

інвестиційної стратегії в якості складових загальної стратегії підприємства, її підпорядкованість загальнокорпоративній та бізнес-стратегії підприємства або об'єднання та узгодження з фінансовою, маркетинговою та всіма іншими функціональними стратегіями підприємства, а також її конкретизацію в наборі стратегічних рішень, які охоплюють технологічний, ресурсний, організаційний та інші аспекти інноваційно-інвестиційної діяльності підприємства з метою створення стійких конкурентних переваг.

Автор не наполягає на вичерпності своїх думок та суджень, адже проблема ефективного управління інноваційно-інвестиційною діяльністю для умов підприємств агропромислового виробництва є складною та багатofакторною. Ми будемо вдячні всім, хто висловить свої незаангажовані пропозиції та зауваження з приводу питань, що розглядаються в даному виданні.

## **РОЗДІЛ 1**

# **МЕТОДОЛОГІЯ РОЗВИТКУ ІННОВАЦІЙНО-ОРІЄНТОВАНОЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ ТА ОБ'ЄДНАНЬ АГРОПРОМИСЛОВОГО ВИРОБНИЦТВА**

### **1.1. Методологічні принципи оцінки ринку інвестиційних ресурсів агропромислового виробництва та інвестиційного потенціалу його суб'єктів**

Об'єктивні зміни в суспільному економічному розвитку призвели до нової моделі розвитку економіки, для якої характерні принципово нові риси та пріоритети. Важливу роль в житті суспільства стали відігравати галузі, що базуються на так званих «високих технологіях», а також галузі, що безпосередньо задовільняють потреби людей.

Україна є геополітичним центром країн Балтії, Східної Європи, Кавказу і країн Чорноморського регіону. Виходячи із свого геополітичного статусу вона має потенціал для того, щоб стати геоeкономічним і геофінансовим центром для зазначених країн. Але не працює найголовніший фінансовий інструментарій для реалізації моделі прогресивного розвитку України. Якщо в усьому світі 85% усього фінансування проєктів йде за рахунок фондового ринку, то в нас лише близько 10%. І в цій ситуації першочергове завдання полягає в тому, щоб розробити і реалізувати таку конкурентоспроможну модель розвитку. А фондовий ринок відпрацьовує дуже ефективні інструменти, одним з яких є так звані венчурні фонди. Такий фонд є ризиковою фінансовою структурою, під яку створюється так звана компанія з управління активами. Ця компанія повинна мати статутний фонд не менше 500 тис. євро та емітувати акції. Акції входять до

статутного фонду і грають на фондовому ринку, виставляються і котируються. І тільки за рахунок цих котирувань і гри доходність венчурних фондів складає 350–400% річних [167].

Таблиця 1.1

### Типологія інновацій

| Критерії                      | Різновиди інновації                                                                                           |                                                                                      |                                                                                   |
|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
|                               | радикальна                                                                                                    | рекомбінаційна                                                                       | модифікаційна                                                                     |
| Причини інновації             | Здобуття або утримання позиції лідера, досягнення конкурентноспроможності                                     | Диверсифікація, пошук нових ринків, підвищення ефективності управління підприємством | Задоволення потреб клієнта                                                        |
| Джерела інновації             | Власні лабораторії, спеціальні колективи, зовнішня експертиза, ідеї                                           | Рекомендації клієнтів, внутрішні ідеї, benchmarking                                  | Рекомендації клієнтів                                                             |
| Спосіб впровадження інновації | На підставі внутрішньої та зовнішньої експертизи, зазвичай централізований процес                             | Головним чином на підставі внутрішньої експертизи                                    | На підставі внутрішніх та зовнішніх вимог, процес значною мірою децентралізований |
| Відносини із споживачами      | Кооперація, що базується на інноваційності (технічні інновації); може бути обмежена (організаційні інновації) | Специфікації проектів, контрактів                                                    | Тісно пов'язаний з витратами та стандартами якості                                |
| Відносини з іншими фірмами    | Обмежені                                                                                                      | Середньої інтенсивності, в регіоні та поза регіоном                                  | Міцні зв'язки з фірмами регіону                                                   |

До джерел фінансування інновацій в умовах ринку належать власні кошти підприємств (прибуток, амортизаційний фонд, акціонерний капітал, спонсорські кошти), бюджетні кошти (прямі і непрямі у вигляді пільг,

дотацій тощо), іноземні інвестиції, кредитні ресурси, венчурний капітал.

Бюджетний дефіцит стримує державне фінансування науково-інноваційної діяльності. Крім того, фінансування інновацій за рахунок прибутку для більшості підприємств є нереальним через недостатні його обсяги. А зміни в амортизаційній політиці практично вивели амортизаційні кошти з переліку джерел відновлення основних фондів. Для стимулювання інноваційної діяльності в Україні це також важливо: багато фінансових структур - банків, інвестиційних фондів - вкладали б кошти в інноваційний розвиток держави за умов їх вилучення з системи оподаткування. Проблему оподаткування частини прибутку підприємства, що інвестується в інноваційну діяльність, можна розглядати як самотійну. Цей прибуток необхідно вивести із системи оподаткування, оскільки він витрачається на інноваційний розвиток фірми і тим самим сприяє збагаченню держави. Однак звільняти від оподаткування можна тільки ту частину інвестованого в інновації прибутку, що перевищує розмір нарахованої амортизації на останню звітну дату. Держава повинна контролювати, як використовуються на підприємстві амортизаційні кошти: необхідно витримання вимоги повного використання нарахованої амортизації згідно з цільовим призначенням, оскільки за існуючих умов підприємства використовують амортизаційні кошти для поповнення обігових [239].

Що стосується підвищення ефективності формування та використання коштів державних інвестиційних інституцій, то слід зауважити наступне. В сучасних умовах держава повинна мати джерело цільових коштів для пільгового фінансування інноваційної діяльності, оскільки в країні відсутній ринок капіталів. Саме цю роль досить тривалий час відігравав Державний

інноваційний фонд України (ДІФУ), а потім ДІКУ. Однак цей напрям діяльності потребує удосконалення. Для підвищення ефективності її використання необхідно:

- повернути практику цільового формування фонду;
- практикувати надання інноваційних позик підприємствам, що вже сформували Статутний фонд, займаються певний час наукомісткою інноваційною діяльністю, здійснюють відрахування в інноваційний фонд і вчасно перераховують грошові кошти;
- для мінімізації ризиків необхідно ввести обов'язковість надання ліквідної застави перед одержанням безпроцентної позики, яка повинна в 1,5-2 рази перевищувати суму кредиту;
- при заключенні угоди необхідно передбачити поетапне фінансування і можливість розірвання угоди за умов невиконання зобов'язань з боку фірми;
- після кожного етапу реалізації проекту необхідно оцінювати фінансовий стан фірми і при загрозі банкрутства припиняти подальше фінансування;
- вимагати обов'язкових проведення аудиторських перевірок перед прийняттям рішень щодо кредитування з метою підтвердження достовірності балансу;
- практикувати надання інноваційного кредиту деяким підприємствам у формі фінансового лізингу, для чого створити за участю інноваційного фонду відповідні фінансові (лізингові) структури і надавати на трьохсторонній основі кредит у вигляді необхідного обладнання чи устаткування;
- при інвестуванні надавати кредит тільки за умов вкладання в реалізацію проекту власних коштів підприємства.

В Україні звичайно прийнято 5-7 пріоритетних напрямів розвитку інноваційної діяльності, які в сукупності охоплюють всі можливі сфери діяльності. Така

політика щодо пріоритетів є неефективною. Спостерігається процес розпорошення державних коштів без відповідної віддачі: ані одна з поставлених проблем не вирішується остаточно. Тому при розробці стратегії інноваційного розвитку держави на макрорівні необхідно зосередитись на розв'язанні в повному обсязі хоча б однієї, найважливішої з державної точки зору, проблеми. Тільки після її вирішення обрати наступну проблему, подолання якої є реальним на сучасному етапі економічного розвитку і дозволить паралельно розв'язати ще деякі проблеми.

Перехід на інноваційну модель розвитку означає, насамперед, пошук нових джерел фінансування для активізації інноваційної діяльності. Інвестиційний капітал є тим органічно необхідним елементом сукупного господарського механізму, що дозволяє реалізовувати нововведення на найкритичніших етапах їхнього освоєння і комерціалізації, тобто там, де інші механізми не спрацьовують. Як показав аналіз закордонного досвіду, венчурне інвестування не може компенсувати недостачу коштів з інших джерел для розвитку науково-технічної сфери. Воно корисне у своїй конкретній «ніші» розвитку інноваційної активності господарських систем. Недарма питома вага венчурного капіталу в загальному обсязі інвестованих коштів у багатьох країнах не перевищує декількох відсотків (крім США та Великобританії). Виникнення й активний розвиток сучасного венчурного бізнесу у ряді країн (у США, країнах Європи), стали можливими, насамперед, завдяки затребуваності високоризикового капіталу з боку малих і середніх інноваційних виробничо-технологічних компаній, що зуміли створити високий комерційний потенціал розробок НДДКР.

Малий інноваційний бізнес є базою, основним живильним середовищем капіталу. На частку дрібних

високотехнологічних фірм у світі припадає більше 85% обсягу коштів ризикового фінансування. Таким чином можна стверджувати, що розвиток малого інноваційного підприємництва є найважливішим напрямком формування національної системи венчурного інвестування. Його нерозвиненість, а отже, відсутність повноцінного попиту на ризиковий капітал є головними причинами, що стримують розвиток венчурного фінансування інноваційної діяльності.

Особливе місце в системі венчурного інвестування займають інноваційно орієнтовані корпорації, які здійснюють наступальну ринкову стратегію. Це пов'язане з рядом обставин. По-перше, великі корпорації є найважливішим джерелом інновацій, тому що в них виконується найбільша питома вага національних НДДКР. Наприклад, питома вага наукових досліджень, виконуваних 100 найбільшими компаніями в загальному обсязі промислових НДДКР у США становить 82%, в Англії - 69,5%, у Франції - 81,9%. По-друге, великі промислові корпорації мають значну питому вагу в поповненні венчурного капіталу, у формуванні венчурних фондів [236].

Венчурні фонди не поспішають інвестувати кошти в акції на організованих ринках, оскільки інвестиції у фондовий ринок в Україні мають відносно низьку прибутковість при високому рівні неконтрольованих ризиків. Інвестиції ж у невеликі підприємства шляхом придбання контролю над ними дозволяють контролювати фінансові й інші ризики.

Венчурні фонди - це найбільш перспективний напрямок серед інститутів спільного інвестування. Однак, поки що вітчизняні венчурні фонди трохи відрізняються від венчурних фондів у розвинених країнах. На Заході дещо інші вимоги до таких фондів. Якщо порівняти,

наприклад, законодавство США з українським, то можна виявити, що у нас навіть до диверсифікованих фондів існують простіші вимоги по вкладеннях, ніж у них до венчурного. Там дуже жорсткі вимоги до прибутковості й до напрямків вкладень коштів фондів, оскільки це вкладення американських інвесторів [132].

Основними акцепторами інвестицій венчурних фондів дотепер в Україні є компанії зі сфер нерухомості та будівництва, фінансів, харчової, хімічної промисловості, сільського господарства тощо[201].

Основні причини такого явища:

- інвестиції в окремі галузі традиційної економіки мають надвисокий рівень доходності за відносно короткий термін інвестування та за умов суттєво низького рівня ризику;
- можливість використання організаційної форми венчурних фондів як інструменту зниження податкових витрат[201].

Проаналізувавши головні проблеми та перешкоди на шляху інноваційного розвитку України, з урахуванням власного досвіду з розробки та реалізації інноваційних проектів і програм, слід визнати існуючу інноваційну політику такою, що не відповідає викликам часу та не забезпечує перехід на нову якість стійкого розвитку країни.

Динамічне зростання інститутів спільного інвестування виводить вітчизняний інвестиційний бізнес на рівень якісно нових вимог. Пріоритетними стають підвищення якості послуг у сфері управління активами, впровадження професійних стандартів діяльності, що базуються на кращій міжнародній практиці, активізація зусиль для подальшої розбудови організованого фондового ринку.

Проаналізувавши досвід США можна зробити висновок, що в ході проведення ярмарків і форумів вирішуються, як правило, три основні завдання:

1. Оцінка інвестиційного потенціалу у високотехнологічній сфері.

2. Надання посередницьких послуг виробникам і споживачам наукоємних проектів.

3. Підвищення освітнього рівня учасників ярмарку у сфері використання різних фінансових інструментів.

Необхідно організовувати проведення власних Венчурних Форумів, на яких би збиралися професійні інвестори, керівники найбільших інвестиційних структур, венчурних фондів і фондів прямого інвестування, банків, консалтингових організацій, бізнес-ангелів, керівники і власники компаній малої і середньої капіталізації, журналісти, політики та інші ключові учасники цього сегменту бізнесу Європи, Америки й інших країн.

Кінцевою метою венчурного інвестування є продаж активів, придбаних венчурним фондом, стратегічному інвесторові. Однак, за твердженням представників фондів, заключний продаж бізнесу є дуже складною проблемою для венчурних інвесторів в Україні. Якщо в розвинених країнах традиційно стратегічні інвестори шукають венчурного капіталіста для придбання у нього пакета того чи іншого підприємства, то в Україні венчурним інвесторам самим доводиться докладати зусиль, щоб знайти «стратега». Іншим варіантом продажу бізнесу венчурним капіталістом є випуск *IPO* (первинного публічного розміщення акцій).

Україна перебуває на новому етапі розвитку і перша всесвітня торгова платформа NYSE Euronext відкриває нові більші можливості для залучення капіталу. За підрахунками компанії Deloitte, тільки останнім часом українські компанії зробили понад 70 заяв із проханням

провести первинне публічне розміщення акцій (IPO). Прикладом успішного розміщення акцій на Лондонській фондовій біржі є Ukrainian Properties & Development PLC. Результатом виходу Dragon-Ukrainian Properties & Development PLC на IPO стало збільшення NYSE Euronext готова запропонувати українським компаніям розміщати акції на чотирьох платформах, дві з яких - на європейській біржі Euronext і дві - на NYSE (США). Таким чином, можна стверджувати, що українські компанії протягом 3-4 років активно будуть інтегруватися у світові ринки капіталу [129].

Отже, в умовах української економіки стратегічна політика в першу чергу має на меті забезпечити можливість розвитку за інноваційним типом, а саме - інфраструктуру такого розвитку.

Змістовний аналіз існуючої системи інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств агропромислового виробництва дозволив виявити проблемні аспекти в її формуванні та функціонуванні: обмеженість у виборі джерел фінансування, серед яких відсутні традиційні для зарубіжних країн суб'єкти ринку капіталу; недостатній рівень капіталізації інвестиційних фондів для фінансування та розвитку високотехнологічних проектів в агропромисловому виробництві; низький рівень комерціалізації інноваційних проектів; недосконала законодавча база захисту прав інвесторів; негнучкість існуючих організаційно-правових форм для інноваційних проектів.

## **1.2. Типологія форм та структури інвестицій та архітектура механізмів інноваційно-інвестиційної діяльності суб'єктів аграрного бізнесу**

В системі відтворення, безвідносно до його суспільної форми, інвестиціям належить найважливіша роль в справі відновлення і збільшення виробничих ресурсів, а, відповідно, і забезпечення відповідних темпів економічного росту. Якщо уявити суспільне відтворення як систему виробництва, розподілу, обміну та споживання, то інвестиції, головним чином, стосуються першої ланки – виробництва, і, можна сказати, складають матеріальну основу його розвитку.

Попит на інвестиційні ресурси, товари і інструменти підприємства пред'являють для реалізації своєї інвестиційної стратегії у сфері реального і фінансового інвестування. Окрім підприємств суб'єктами попиту на інвестиційні товари і інструменти виступають і інші учасники економічного процесу, що здійснюють підприємницьку діяльність.

Пропозиція інвестиційних ресурсів, товарів і інструментів виходить від підприємств-виробників капітальних товарів, власників нерухомості, власників нематеріальних активів, емітентів, різноманітних фінансових інститутів.

Ціна на інвестиційні товари і інструменти в системі ринкових відносин формується з урахуванням їх інвестиційної привабливості під впливом попиту і пропозиції. Ця ціна відображає економічні інтереси продавців і покупців інвестиційних товарів і інструментів в конкретних умовах функціонування інвестиційного ринку. Ціною інвестиційних ресурсів виступає звичайно ставка відсотка, яка формується на ринку капіталу.

Як об'єкт підприємницької діяльності інвестиції є носієм прав власності і розпорядження. Якщо на першому етапі інвестування капіталу титул власності і право розпорядження ними були пов'язані з одним і тим же суб'єктом, то в міру подальшого економічного розвитку відбувається поступове їх розділення. Спочатку це розділення відбулося у сфері функціонування грошового капіталу, що залучається до інвестиційного процесу (у міру виникнення і розвитку кредитних відносин), а потім і капіталу реального (у міру виникнення і розвитку лізингових відносин). В сучасних умовах підприємство, що використовує різноманітні форми капіталу в інвестиційному процесі, може володіти правами розпорядження без права власності на нього. В цьому випадку права власності і розпорядження капіталом як інвестиційним ресурсом є розділеними в розрізі окремих суб'єктів економіки. Прикладом такого розділення прав є функціонування капіталу в системі інвестиційно-фінансових інститутів, акціонерних суспільств і т.п., коли власники капіталу як накопиченого інвестиційного ресурсу передають права розпорядження ним іншим особам. Капітал, що інвестується, як об'єкт власності може виступати носієм всіх форм цієї власності - індивідуальної приватної, колективної приватної, муніципальної, загальнодержавної і т.п. Носієм титулу власності капітал виступає перш за все як накопичений інвестиційний ресурс. При розділенні в економічному процесі прав власності і використання капіталу як інвестиційного ресурсу в розрізі різних суб'єктів, роль цього капіталу як об'єкта власності носить пасивний характер.

Капітал, що інвестується, як об'єкт розпорядження може виступати у всіх дозволених законодавством формах і видах цього розпорядження. Носієм прав розпорядження може виступати при цьому як фінансовий, так і реальний

капітал. В економічному процесі роль капіталу, що інвестується, як об'єкта розпорядження носить активний характер по відношенню до капіталу як об'єкта власності. Таким чином, використання капіталу як інвестиційного ресурсу в економічному процесі не обов'язково пов'язано з наявністю титулу власності. Це використання може здійснюватися особами, що безпосередньо не є суб'єктами прав власності на нього.

Як об'єкт власності і розпорядження капітал як інвестиційний ресурс формує також певні пропорції його використання окремими підприємствами, що відображають співвідношення власного і позикового капіталу. Це співвідношення характеризується в економічній теорії терміном «структура капіталу». Воно впливає на багато аспектів ефективності інвестицій, а відповідно і на характер інвестиційних рішень, що приймаються підприємством.

Процес інвестування капіталу безпосередньо пов'язаний з чинником часу. З позицій цього чинника призначений до інвестування капітал може розглядатися як запас раніше накопичених економічних цінностей з метою можливого їх примноження в процесі інвестиційної діяльності, а з інших, – як задіяний економічний ресурс, здатний збільшити обсяг споживання благ інвестора в будь-якому інтервалі майбутнього періоду. При цьому економічна цінність сьогоdnішніх і майбутніх благ, пов'язаних з інвестиціями, для власників капіталу, що інвестується, нерівнозначна. Економічна теорія говорить про те, що сьогоdnішні блага завжди оцінюються індивідуумом вище за блага майбутні. Ця особливість економічної поведінки індивідуумів в економічній теорії відображається терміном «тимчасова перевага», суть якої полягає в тому, що за інших рівних умов можливості майбутнього споживання завжди менш цінні порівняно з

поточним споживанням. Для того, щоб подолати вказаний стереотип тимчасової переваги і спонукати власника капіталу до інвестування, відмовившись від його використання на етапі споживання, необхідно забезпечити за таку відмову достатньо вагому для нього винагороду у формі інвестиційного доходу.

Між інвестуванням капіталу і отриманням інвестиційного доходу часовий проміжок може характеризуватися великим або меншим інтервалом. Відповідно перед інвестором завжди стоїть альтернатива тимчасової переваги використання капіталу – вибрати для інвестиційної діяльності коротко- або довгострокові об'єкти (інструменти) інвестування з відповідно диференційованим рівнем інвестиційного доходу.

Ризик є найважливішою характеристикою інвестицій, що пов'язано із всіма їх формами і видами. Носієм чинника ризику інвестиції виступають як джерело доходу в підприємницькій діяльності інвестора. Здійснюючи інвестиції, інвестор завжди повинен усвідомлено йти на економічний ризик, пов'язаний з можливим зниженням або неотриманням суми очікуваного інвестиційного доходу, а також можливою втратою (часткової або повної) інвестованого капіталу. Отже, поняття ризик і прибутковість інвестицій в підприємницькій діяльності інвестора взаємопов'язані.

Рівень ризику інвестицій знаходиться в прямій залежності від рівня очікуваної їх прибутковості. Чим вище очікуваний інвестором рівень прибутковості інвестицій в будь-якій з їх форм, тим вище (за інших рівних умов) буде супутній йому рівень ризику і навпаки. Іншими словами, об'єктивний зв'язок між рівнями прибутковості і ризику інвестицій носить прямо пропорційний характер.

Всі форми і види інвестицій характеризуються певною ліквідністю, під якою розуміється їх здатність бути реалізованими при необхідності за своєю реальною ринковою вартістю. Ця здатність інвестицій забезпечується тим, що вивільняється капітал, вкладений в різноманітні об'єкти і інструменти при настанні несприятливих економічних і інших умов його використання в певній сфері підприємницької діяльності, в окремому сегменті ринку або в задіяному регіоні. Процес вивільнення вкладеного капіталу, що забезпечений його ліквідністю, характеризується терміном «дезінвестиції». Капітал, що вивільняється в процесі дезінвестицій, може бути реінвестований в інші об'єкти і інструменти. Таким чином, ліквідність інвестицій дозволяє формувати не тільки прямий, але і зворотний потік капіталу, задіяного як інвестиційний ресурс.

Різні форми і види інвестицій мають різний ступінь ліквідності. Ці відмінності визначаються ступенем мобільності різних форм капіталу як інвестиційного ресурсу, функціональними особливостями конкретних видів реальних інвестиційних товарів (інвестиційних об'єктів) і інвестиційними якостями різних фінансових інструментів інвестування, рівнем розвитку інвестиційного ринку і характером його державного регулювання, кон'юктурою інвестиційного ринку і окремих його сегментів, що склалася, і іншими умовами.

Основним параметром оцінки ступеня ліквідності різних форм і видів інвестицій виступає рівень їх ліквідності. Він визначається з урахуванням періоду часу, протягом якого інвестований в різні об'єкти і інструменти капітал може бути конвертованим в грошову форму без втрати його реальної ринкової вартості. Чим нижче можливий період конверсії раніше інвестованого капіталу в грошову форму, тим більше високим рівнем ліквідності

характеризується той або інший вид інвестицій. Ліквідність інвестицій є об'єктивним чинником, що обумовлює вибір конкретних їх форм і видів при прогнозуванні необхідного рівня їх майбутньої прибутковості.

Проведений огляд найістотніших характеристик інвестицій підприємства показує наскільки багатоаспектною і складною з теоретичних і прикладних позицій є ця економічна категорія. При цьому всі розглянуті характеристики, що відображають особливості інвестицій підприємства, тісно взаємопов'язані і вимагають комплексного віддзеркалення при визначенні їх економічної суті. З урахуванням розглянутих основних характеристик економічної суті інвестицій підприємства в самому узагальненому вигляді може бути сформульовано таким чином: Інвестиції підприємства є вкладенням капіталу у всіх його формах в різні об'єкти (інструменти) його господарської діяльності з метою отримання прибутку, а також досягнення іншого економічного або неекономічного ефекту, здійснення якого базується на ринкових принципах і пов'язане з чинниками часу, ризику і ліквідності.

Відомо, що модель соціально-економічного зростання наповнюється животворною енергією позитивного розвитку тоді, коли забезпечується достатніми, ефективно використовуваними інвестиціями. Без належного аналізу інвестиційного середовища неможливо достеменно визначити причини економічної кризи.

Під інвестиційним ми розуміємо середовище, в якому взаємодіють усі суб'єкти національного господарства. Головним серед них, як доводить світовий досвід, є підприємець, виробник матеріальних цінностей.

Сучасна економічна наука оцінює інвестиційне середовище за багатьма категоріями – інвестиційними циклами, законодавчим забезпеченням, інфраструктурою, ризиками, інвестиційним кліматом тощо.

Щоб забезпечити стабільне економічне зростання, господарська система будь-якої держави повинна володіти інструментами протидії негативному впливу зовнішнього інвестиційного середовища. Це особливо важливо в епоху глобалізації економіки, коли формуються міжнародні потоки капіталів, товарів тощо. Справедливість такого висновку підтвердила світова фінансова криза, яка наприкінці другого тисячоліття охопила більшість держав і вкрай негативно (у формі «втечі» капіталу) вплинула на розвиток більшості країн Сходу.

Опір інвестиційного середовища має методологічні, правові, внутрішні, зовнішні, політичні, соціально-економічні, екологічні та інші чинники.

Методологічні чинники опору інвестиційного середовища в Україні пов'язані з тим, що економічна наука не розробила достатньо чіткої теорії трансформації інвестиційного процесу в перехідний період. Через це перетворення проводилися методом проб і помилок, що негативно вплинуло на стан як внутрішнього, так і зовнішнього інвестування.

Методологічна недосконалість реформ у сфері інвестування особливо виразно проявилась у правовому регулюванні вкладання коштів іноземних інвесторів. Для них спочатку встановили пільги, які згодом скасували, що, зрозуміло, викликало негативну реакцію, а відтак призвело до зменшення обсягу вкладень капіталу в економіку України.

Звичайно, спочатку треба було створити нормальні умови для внутрішніх інвесторів, оскільки лише вони можуть реально забезпечити процес економічного

зростання в країні. Тим більше, що й зовнішні інвестори активно вкладають свої капітали лише тоді, коли стабілізовано внутрішнє інвестування.

Інвестиційний процес будь-якої країни розвивається у внутрішньому й зовнішньому середовищах. Несприятливі внутрішні умови функціонування економіки знижують його ефективність і посилюють внутрішній опір інвестиційного середовища.

Зовнішнє інвестиційне середовище, що створене глобальною міжнародною економічною системою, викликає зовнішній опір. Він, як правило, виникає тоді, коли та чи інша країна не виконує певних міжнародних вимог, унаслідок чого не може увійти у світовий економічний процес. Подолання цього опору найчастіше залежить від усунення внутрішнього інвестиційного опору.

Серед інших важливих чинників, які безпосередньо впливають на інвестиційний процес, – політичний. І внутрішні, й зовнішні інвестори сміливо вкладають свої капітали у політично стабільну країну.

Нині в Україні зареєстровано десятки політичних партій. А це свідчить про наявність політичних сил, які мають різні вектори спрямування, іноді відмінні від напрямку руху загальнонаціонального вектора. Різностямованість цих векторів призводить до зменшення загальнонаціональних ресурсів держави, що свідчить про значний опір інвестиційному процесу, породжений саме політичним чинником. Не менш важливим для інвестиційного процесу є соціально-економічний чинник. Його позитивна дія ґрунтується на свободі суб'єктів господарювання, яка є запорукою економічної ефективності – головної передумови забезпечення соціальної справедливості. Чим виразнішою є позитивна дія зазначеного чинника, тим менший опір інвестиційного середовища.

На сучасному етапі особливого значення набуває також екологічний чинник. Він, як правило, породжує найтривалішу протидію інвестиційного середовища. Зауважимо, що цей чинник тривалий час може взагалі не справляти негативного впливу на інвестиційний процес, але з наростанням критичної маси негативних екологічних процесів і явищ відразу стає домінуючим.

Для формування сприятливого інвестиційного клімату в економічній практиці пропонується застосовувати такі методологічні положення: інвестиційний клімат має забезпечувати баланс інтересів всіх учасників інвестиційної діяльності та бути стабільним і досить гнучким; для різних інвестицій необхідний відповідний режим їх стимулювання; інвестиції покликані забезпечувати впровадження у виробництво інноваційних факторів розвитку; інвестиції повинні бути чітко збалансовані з процесами відтворення робочої сили шляхом створення необхідної кількості ефективно функціонуючих робочих місць; інвестиційна діяльність не повинна порушувати комплексні властивості економічної стійкості та безпеки господарських систем, а також екологічних умов регіонів та економіки в цілому.

Таким чином, ми можемо виділити основні методи, що визначають інвестиційне середовище:

а) інституціональні: внутрішня і зовнішня політична стабільність, національне законодавство в цілому і політика держави щодо іноземних інвестицій, господарське і фінансове право, міцність державних інститутів, український менталітет, ступінь державного втручання в економіку, культура;

б) економічні: загальна характеристика економіки, ємність фондового ринку, характеристика банківської сфери, стабільність національної валюти, ринкова та інвестиційна інфраструктура, інформаційна відкритість і

традиційність, податки і тарифи, вартість робочої сили, доступ до факторів виробництва;

в) соціально-психологічні: соціальний рівень розвитку суспільства, рівень кваліфікаційної підготовки робочої сили, доступ до факторів виробництва.

Саме поняття інвестиції (від лат. *Investio* - одягаю) значить вкладення капіталу в галузі економіки як в самій країні так і за її межами [89].

Вкладення коштів у реалізацію різних проектів несуть у собі задачу досягнення визначених цілей у залежності від проведеної підприємством політики. Цілі можуть бути всілякими: підвищення рентабельності виробничого процесу, заміна застарілого устаткування, і як наслідок – підвищення ефективності, розширення виробництва, збільшення частки ринку, технологічний прорив і т.д.

Реалізація інвестиційних проектів являє собою нову й у недостатньому ступені вивчену сферу діяльності підприємств на українському ринку. Інвестиційний проект – це процес здійснення комплексу взаємозалежних дій, спрямованих на досягнення визначених фінансових, економічних, соціальних, інфраструктурних і в деяких випадках політичних результатів. Основним інструментом реалізації інвестиційного проекту є бізнес-план, що являє собою техніко-економічне і фінансове обґрунтування ефективності інвестицій.

У нинішніх реаліях вищий менеджмент українських підприємств розглядає проблему залучення інвестицій лише з погляду одержання кредиту в банку. І навіть цей процес представляється йому досить простим, не потребуючої підготовки передінвестиційної документації. Результатом непрофесійного підходу до питань реалізації інвестиційних проектів, а також слаборозвиненої законодавчої, податкової бази і ризиків, що впливають з

нестабільної політичної ситуації, є відсутність прагнення у вітчизняних і іноземних інвесторів вкладати кошти в українську економіку. Українські підприємства можна підрозділити на дві групи. Перша – найбільші підприємства, що мають можливість залучити українські і іноземні консалтингові компанії з метою професійної підготовки і реалізації інвестиційного проекту для подальшого виходу на ринок капіталу, як правило, міжнародного.

Друга група – це дрібні і середні підприємства, на частку яких приходить основний обсяг інвестицій і, як наслідок, вони складають основну частку ВВП. Однак саме дана категорія підприємств не в змозі відповідним чином розробити повноцінний бізнес-план інвестиційного проекту в зв'язку з низьким професійним рівнем середньої і вищої ланки управління і недостатністю фінансових засобів для трудомісткої і капіталомісткої роботи. Хоча необхідно відзначити, що причиною відсутності інвестицій є не тільки внутрішні проблеми господарства, але і відсутність належного інвестиційного клімату на макрорівні, що веде до зниження обсягу приваблюваних ресурсів вітчизняними підприємствами і подорожчання планованих інвестицій.

Для ефективної реалізації інвестиційного проекту вище керівництво повинно мати чітку «інвестиційну філософію» (investment philosophy), тобто усвідомити для себе стратегію розвитку власної компанії і напрямки інвестицій. Це може бути філософія росту - висока рентабельність проекту і високий ризик; філософія розвитку - модернізація і розширення виробництва; філософія екстенсивного або інтенсивного зростання; філософія захоплення ринку і т.д.

Підприємству необхідно мати ціль інвестування (investment objective) – об'єкт напрямку інвестицій: нове

обладнання, нерухомість, портфельні інвестиції, нематеріальні активи і т.д. Якщо підприємства мають більш-менш виразну філософію й уявляють собі мету, то з третім елементом ланки інвестиційного проекту виникають проблеми. Це управління інвестиціями (investment management) – професійна діяльність усіх структурних підрозділів підприємства в справі досягнення поставлених цілей відповідно до раніше розробленого бізнес-плану інвестиційного проекту.

Інвестиційний ринок забезпечує мобілізацію вільних фінансових ресурсів у інвесторів для найбільш ефективного використання суб'єктами господарювання. Головне значення інвестиційного ринку у сучасній економічній системі полягає в акумуляції заощаджень економічних агентів і використання цих коштів для створення нового капіталу і розширення масштабів господарської діяльності.

Інвестиційні пропозиції (проекти) є специфічними видами інвестицій, що здійснюються окремими особами і фірмами в приватному секторі, а також урядами різних країн і організаціями державного сектора.

У обох секторах керівники стикаються з необхідністю приймати рішення про прийняття або відхилення запропонованого інвестиційного проекту, або про вибір певної кількості варіантів проектів з набору запропонованих альтернативних інвестиційних проектів.

Аналіз корисності і витрат – це визначення цілого комплексу методів оцінки і підходів, що можуть бути застосовані та використані керівниками державного сектора в оцінці державних інвестиційних проектів, або в прийнятті політичних рішень щодо того, мають або не мають суттєву економічну вагомість субсидії, у визначенні інвестиційних проектів приватного сектора (що в протилежному випадку можуть бути не здійснені).

Аналіз доцільності капіталовкладень – це цілий комплекс методів, що використовують фінансові керівники підприємств у приватному секторі для оцінки запропонованих інвестиційних проектів (що, як правило, включають придбання основного капіталу). Методи і критерії, що застосовуються в аналізі ефективності капіталовкладень, і з погляду методології є тими ж самими, що й в аналізі корисності і витрат.

На нашу думку, інвестиційна привабливість може розглядатися на рівні країни, галузі, регіону, підприємства. Підприємство в цій системі є кінцевим пунктом вкладення засобів, де реалізуються конкретні проекти. Для стратегічного інвестора не будуть достатньо переконливими аргументи інвестування засобів, наприклад, у м'ясо-молочний комбінат, якщо розвиток цієї галузі в масштабах міжнародної економіки знаходиться в кризовому стані. Також, незважаючи на всю фінансову вигідність проекту, ризик політичної й економічної нестабільності в державі зведе нанівець будь-які зусилля по залученню інвесторів. Розглянемо умови формування інвестиційної привабливості країни, що є найбільш загальними при виборі і реалізації міжнародних проектів.

Інвестиційна привабливість країни. У економічній літературі існують різні підходи до визначення інвестиційної привабливості, або інвестиційного клімату, держави як сукупності політичних, правових, економічних і соціальних умов, що забезпечують інвестиційну діяльність вітчизняних і закордонних інвесторів. У найбільше загальному вигляді, не вдаючись до аналізу цих підходів, можна уявити систему визначальних чинників, згрупованих у такий спосіб:

а) політико-правове середовище, що характеризується політичною стабільністю суспільства, наявністю і стабільністю нормативної бази

підприємницької і інвестиційної діяльності, гарантією рівності форм власності й інвестицій у перехідний період та ін.(так, наприклад, політична нестабільність в Росії приводить до нестабільності валют в Європі);

б) економічне середовище, або стабільність національної валюти, темпи росту інфляції, режим оподатковування і валютного регулювання, стан фондового ринку і фінансово-кредитної системи, ємність і платоспроможність внутрішнього ринку;

в) ресурси і інфраструктура, соціально-культурне середовище, екологія.

До числа найбільш відомих західних систем оцінок інвестиційної привабливості і ризику належать рейтинги Institutional Investor, Euromoney, Business Environment Risk Index (BERI).

Рейтинг Institutional Investor оцінює насамперед кредитоспроможність країн і складається при участі експертів 100 провідних міжнародних банків.

Рейтинг Euromoney базується на дослідженні таких груп індикаторів:

- ринкових – 40 %;
- кредитних – 20 %;
- політико-економічних, що включають у себе політичний ризик, економічний стан і прогноз економічного розвитку – 40 %.

У рейтингу BERI оцінюється політична стабільність, ставлення закордонних інвестицій, націоналізація, девальвація, платіжний баланс, темпи економічного зростання, витрати по заробітній платі, продуктивність праці, інфраструктура, умови коротко- і довгострокового кредитування й ін.

Україна увійшла в список 20 країн, що стали найбільшими одержувачами прямих іноземних інвестицій

у 2007-2009 роках, зайнявши 18-те місце за даними експертів Конференції ООН з торгівлі і розвитку [80].

Міжнародна практика вибору держави-реципієнта крім оцінки загального інвестиційного клімату базується також на урахуванні специфічних особливостей самого проекту, ступені розвитку даної держави. Так, при реалізації міжнародних проектів, пов'язаних із виконанням масштабних будівельних робіт, здійснюваних при сприянні Всесвітнього банку, чинники, що впливають на прийняття рішень, систематизуються по категоріях країн: що розвиваються, середнього рівня розвитку, розвинуті.

Аналіз поданих оцінних чинників дозволяє віднести Україну в цілому до категорії країн із середнім рівнем розвитку. Проте при всіх інших сприятливих обставинах невирішеність проблеми власності на землю різко знижує її привабливість як об'єкта довгострокових вкладень. Крім того, до чинників, що дестабілізують економіку України, можна віднести тягар податкового законодавства, обмеження, пов'язані з рухом капіталу, нерозвиненість фондового ринку, складне фінансове положення більшості підприємств. Проте Україна має потужний, промислово-розвинений виробничий потенціал, розвинену інфраструктуру, вигідне географічне положення. Позитивний вплив мали проведена грошова реформа, стабілізація національної валюти і керованість інфляційними процесами, вступ до СОТ. За рівнем економічного потенціалу, як свідчать експертні оцінки, Україна входить у число перших п'ятих країн Європи, а по ефективності його використання знаходиться в другій сотні країн світу. Світовий досвід свідчить, що країна не в змозі самотійно вийти з економічної кризи без притягнення й ефективного використання іноземних інвестицій. Акумуляуючи капітал, забезпечуючи доступ до сучасних технологій і менеджменту, іноземні інвестиції не

тільки сприяють формуванню національних інвестиційних ринків, але і роблять динамічними інші чинники в розвитку ринків товарів і послуг. Крім того, іноземні інвестиції сприяють мірам макроекономічної стабілізації, дозволяють вирішувати багато соціальних проблем цього періоду. В цілому розвитку українсько-закордонної інвестиційної діяльності властиві:

- визначена динаміка;
- розширення масштабів, видів і сфер діяльності;
- географічна диверсифікація.

Галузева структура іноземних інвестицій формується в основному за рахунок внутрішньої торгівлі, агропромислового виробництва, харчової промисловості, металургії і металообробки, фінансових послуг.

У цілому можна відзначити формування певних тенденцій, що у тій або іншій мірі якісно характеризують розвиток іноземного інвестування в Україні:

- переважаюча кількість партнерів із країн, що розвиваються, (по кількості інвестицій) і партнерів із промислово розвинутих країн (по обсягу інвестицій);
- реалізація спільних інвестиційних проєктів, як правило, на двосторонній основі;
- орієнтація підприємств з іноземними інвестиціями на виробництво товарів, якими світові ринки практично насичені (наприклад комп'ютерна техніка певних класів), і на сферу послуг;
- обережність західних партнерів щодо збільшення інвестицій, що обумовлено відсутністю надійних гарантій по їхньому захисту, наявністю прямого і непрямого контролю за такими інвестиціями, невідпрацьованість стратегії і тактики виходу на практично невідомий і раніше закритий ринок;
- активність малих закордонних фірм, що орієнтовані на швидке повернення невеликих інвестицій або вигоду від

разових операцій, по суті, посередницьких або відверто спекулятивних;

- нерівномірність розподілу інвестицій по галузях і регіонах України, їхня зосередженість у промислових центрах України;

- переважання частка майнових внесків іноземних інвесторів у загальних обсягах інвестицій, слабе використання механізмів фінансового ринку для інвестування.

Характеризуючи стан іноземного інвестування в економіку України в цілому, його можна визначити як кризове в порівнянні з динамічними процесами, що відбуваються в міжнародній економіці.

Як кризову можна також охарактеризувати і внутрішню інвестиційну сферу. Найкращим показником привабливого інвестиційного клімату для іноземного інвестора є активні внутрішні інвестиції. У Україні відбувається абсолютне і відносне зменшення інвестиційних ресурсів, хоча, по оцінках спеціалістів, для стабільного економічного росту інвестиції повинні складати 20-25 % валового внутрішнього продукту. Так, розвиті країни мають середньорічну питому вагу капіталовкладень (gross capital formation) 16-22 % і темп приросту валового внутрішнього продукту 2-3 %. Близькі аналогічні показники були характерні в 1980-1990 р. для СРСР, коли питома вага капіталовкладень у валовому національному продукті перевищувала 30 %, забезпечуючи його щорічний приріст на 2,5 %. В даний час інвестиції здійснюються в здебільшого в короткострокові проекти, знижена інвестиційна активність у базових галузях народного господарства, слабо завантажені будівельні комплекси. Питома вага довгострокових інвестиційних кредитів у ряді значних комерційних банків складає лічені відсотки, а то і частки відсотка.

Інвестиційна привабливість галузі. У виборі галузевих напрямків інвестування, зокрема, Всесвітній банк керується перерахованими групами чинників як критеріями для прийняття рішень:

- ринкові;
- конкуренції;
- бар'єри входження в галузь;
- бар'єри виходу підприємства з галузі;
- взаємовідносини з постачальниками;
- технологічні фактори;
- соціальні фактори.

До першої групи відносяться розмір ринку, темп зростання його потенціалу, циклічність попиту, еластичність цін, прибутковість, диференціація продукту.

Друга група факторів оцінює стан конкуренції галузевого ринку, наявність рівних конкурентів, інтенсивність конкуренції, ступінь спеціалізації конкурентів, наявність товарів-замінників, завантаження потужностей.

Третя група досліджує капіталоемність галузі, наявність каналів розподілу і доступ до них, доступ до сировинних ресурсів, захищеність із боку держави, соціальні проблеми галузі, що можуть зробити негативний вплив на входження.

Четверта група дозволяє проаналізувати існуючі обмеження державного і соціального порядку, що перешкоджають виходу з галузі, спеціалізацію активів і можливість їх перепрофілювання і використання за іншим призначенням. Вгаємо відносини з постачальниками характеризуються наявністю місцевих постачальників, матеріалів-замінників, інтенсивністю конкуренції серед постачальників, можливістю формування стратегічних союзів і інших взаємовідносин з постачальниками

сировини і матеріалів, рівнем вертикальної інтеграції з постачальниками.

Технологічні чинники враховують рівень технічних нововведень у галузі, складність продукції і виробництва, патентно-ліцензійну ситуацію в галузі, капіталоємність і наукоємність продукції.

До соціальних чинників, що формують галузеву привабливість, належать дисципліна робітників, демографічні процеси, ступінь охоплення робітників профспілками і вплив громадських організацій, виробничі відношення робітників із керівництвом.

Аналізуючи галузеву привабливість України по наведених групах факторів, можна зробити висновок, що в даний час найбільш інтенсивні інвестиційні процеси повинні спостерігатись у високорентабельних сферах, що не потребують значних вкладень капіталу при забезпеченні його швидкої віддачі. Це, насамперед, сфера внутрішньої торгівлі, переробка сільськогосподарської продукції, легка промисловості.

Інвестиційна привабливість регіону. Регіональна привабливість оцінюється такими чинниками, як:

- рівень економічного розвитку регіону;
- рівень розвитку інвестиційної інфраструктури регіону;
- демографічна характеристика;
- рівень розвитку ринкових відносин і комерційної інфраструктури регіону;
- рівень криміногенних, екологічних і інших ризиків.

Рівень економічного розвитку регіону характеризується такими показниками, як питома вага регіону у валовому внутрішньому продукті і національному доході, обсяг виробництва на душу населення, рівень самозабезпечення регіону основними продуктами харчування, середній рівень заробітної плати

робітників, обсяг і динаміка капітальних вкладень у регіоні на душу населення, число підприємств, питома вага збиткових підприємств.

Розвиток інвестиційної інфраструктури оцінюється числом підрядних будівельних компаній, обсягом місцевого виробництва основних будівельних матеріалів, виробництвом енергетичних ресурсів на душу населення, щільністю залізничних колій, щільністю автомобільних шляхів.

Демографічну характеристику визначають питома вага населення регіону в загальній чисельності жителів України, співвідношення міського і сільського населення, питома вага населення, зайнятого в суспільному виробництві, рівень кваліфікації робітників.

Розвиток ринкових відносин характеризується питомою вагою приватизованих підприємств і підприємств з недержавною формою власності у загальній їх кількості, чисельністю підприємств з іноземними інвестиціями, банківських установ, страхових компаній, товарних бірж.

Інвестиційна привабливість підприємства. Інвестиційна привабливість підприємства – це інтегральна характеристика окремих підприємств як об'єктів майбутнього інвестування з позицій перспективності розвитку, обсягів і перспектив збуту продукції, ефективності використання активів, їх ліквідності, стану платоспроможності і фінансової стану. Для оцінки інвестиційної привабливості можуть бути використані різні фінансові коефіцієнти. Їх склад визначається виходячи з цілей і глибини аналізу фінансового стану. Такими синтетичними показниками є оборотність активів, прибутковість капіталу, фінансова стабільність, ліквідність активів і ін.

Оцінка інвестиційної привабливості діючого підприємства насамперед припускає виявлення стадії її

життєвого циклу. У теорії ринку виділяється сім таких стадій :

- 1) «народження» до 1-го року;
- 2) «дитинство» 1-2 роки;
- 3) «юність» 3-5 років;
- 4) «рання зрілість» 6-10 років;
- 5) «остаточна зрілість» 11-20 років;
- 6) «старіння» 21-25 років;
- 7) «смерть» від 26 років.

Загальний період усіх стадій життєвого циклу підприємства визначається приблизно в 20-25 років, після чого підприємство припиняє своє існування або відроджується на новій основі і з новим складом власників і керуючого персоналу.

Інвестиційне привабливими вважаються підприємства, що знаходяться в процесі росту, тобто на перших чотирьох стадіях свого розвитку. На стадії «остаточної зрілості» інвестування доцільне тільки в тому випадку, якщо продукція підприємства має досить високі маркетингові перспективи, а обсяг інвестицій у технічне переозброєння щодо невеликий і вкладений кошт можуть окупитися в найкоротший термін. На стадії «старіння» інвестування, як правило, недоцільно, за винятком тих випадків, коли намічається велика диверсифікованість продукції, що випускається, (товарів, послуг), тобто визначене перепрофілювання підприємства (у цьому випадку можлива визначена економія інвестиційних ресурсів у порівнянні з новим будівництвом).

Визначення стадій життєвого циклу підприємства здійснюється шляхом проведення динамічного аналізу. У цих цілях за ряд останніх років аналізуються наступні показники:

- динаміка обсягу продукції;
- динаміка загальної суми активів;

- динаміка суми власного капіталу;
- динаміка суми прибутку.

По темпах зміни цих показників можна судити про стадії життєвого циклу підприємства. Найбільш високі темпи приросту показників за ряд років характерні для стадії «юність» і «рання зрілість»; стабілізація більшості перерахованих показників характерна для стадії «остаточна зрілість», а зниження – для стадії «старіння».

Поряд з виявленням стадії життєвого циклу підприємства оцінка її інвестиційної привабливості припускає проведення великого фінансового аналізу її діяльності. Такий аналіз дозволяє оцінити можливу прибутковість і терміни повернення інвестуємих засобів, а також виявити найбільш значимі по фінансових наслідках інвестиційні ризики.

У процесі фінансового аналізу можуть бути розглянуті різні аспекти діяльності підприємства. Однак для оцінки його інвестиційної привабливості як об'єкта інвестування пріоритетне значення має аналіз наступних сторін:

1. Оборотно́ість активів. Ефективність інвестування значною мірою визначається тим, наскільки швидко вкладені засоби обертаються в процесі діяльності підприємства. Хоча на тривалість перебування засобів в обороті впливають численні зовнішні фактори (економічна ситуація в країні; швидкість розрахункових операцій і т.п.), період обороту використовуваних активів у значній мірі визначається внутрішніми умовами діяльності підприємства – ефективністю маркетингової, виробничої і фінансової стратегії і тактики.

2. Прибутковість капіталу. Однією з головних цілей інвестування є забезпечення високого прибутку в процесі використання вкладених коштів. Хоча в сучасних умовах підприємства можуть у значній мірі варіювати показник

прибутку (за рахунок амортизаційної політики, ефективного податкового планування і т.п.), у процесі аналізу можна досить повно досліджувати потенціал її формування в зіставленні з вкладеним капіталом.

3. Фінансова стійкість. Її аналіз дозволяє оцінити інвестиційний ризик, зв'язаний зі структурою формування інвестиційних ресурсів, виявити оптимальність сформованих джерел фінансування поточної виробничої діяльності.

4. Ліквідність активів. Оцінка ліквідності дозволяє визначити здатність підприємства платити по своїх короткострокових зобов'язаннях, запобігати можливе банкрутство за рахунок швидкої реалізації окремих видів наявних активів. Іншими словами, стан ліквідності активів характеризує рівень інвестиційних ризиків у короткостроковому періоді.

Світова практика виробила велику систему показників фінансового аналізу, що в останні роки активно використовуються і вітчизняними підприємницькими структурами. Розглянемо основні з цих показників, використовувані для оцінки окремих сторін інвестиційної привабливості підприємств.

У процесі аналізу оборотності активів найбільшу роль грають наступні показники:

а) коефіцієнт оборотності усіх використовуваних активів. Він визначається по формулі:

$KO_A = \text{Об'єм реалізації продукції} / \text{Середню вартість використовуваних активів}$

Середня вартість використовуваних активів розраховується при цьому за той же період, що й обсяг реалізації. Для розрахунку середньої вартості активів використовується наступна формула:

Середню вартість використовуваних активів =  $(A_1/2 + A_2 + \dots + A_{n-1} + A_n/2) / (n-1)$

де  $A_n$  - сума активів у n-м періоді; n - число періодів (кварталів, місяців).

б) коефіцієнт оборотності поточних активів. Він розраховується по формулі:

$КО_{ПА} = \text{Об'єм реалізації товарів} / \text{Середню вартість поточних активів}$

в) тривалість обороту використовуваних активів. Для розрахунку цього показника використовується формула:

$ТО_A = D / \text{Коеф. оборотності всіх використовуваних активів}$

де D - число днів у періоді (360-у році; 90-у кварталі).

г) тривалість обороту поточних активів. Вона визначається по формулі:  $ПО_{ТА} = D / \text{Коеф. оборотності поточних активів}$

Коефіцієнт оборотності і тривалість обороту можуть бути розраховані також і по окремих видах поточних активів (коштам, товарно-матеріальним запасам і т.п.).

Зниження в динаміці коефіцієнта оборотності активів або відповідно ріст тривалості їхнього обороту свідчать про негативні тенденції в розвитку підприємства, тому що викликають необхідність додаткового інвестування засобів у її поточну господарську діяльність. Обсяг додатково інвестуємих засобів може бути визначений по формулі:

$ІК_D = \text{Об'єм реалізації продукції} * (ТО_{\text{звітний період}} - ТО_{\text{Поперед. період}}) / D$

У процесі аналізу прибутковості капіталу підприємства використовуються наступні основні показники:

а) прибутковість усіх використовуваних активів. Вона визначається по формулі:

$P_A = \text{Сума чистого прибутку} / \text{Середня сума використ. активів}$

б) прибутковість поточних активів. Розрахунок цього показника здійснюється по формулі:

$P_{ПА} = \text{Сума чистого прибутку} / \text{Середня сума поточних активів}$

в) рентабельність основних фондів. Вона обчислюється по формулі:

$Роф = \text{Сума чистого прибутку} / \text{Середня сума основних фондів}$

г) прибутковість реалізації (продажу) продукції. Розрахунок цього показника виробляється по формулі:

$ПР_{\Pi} = \text{Сума чистого прибутку} / \text{Обсяг реалізованої продукції}$

д) головний показник прибутковості. Цей показник використовується для порівняння інвестиційних об'єктів з різним рівнем оподаткування прибутку (доходів). Його розрахунок здійснюється по формулі:

$Пг = \text{Сума валового прибутку} / (\text{Середня сума використ. активів} - \text{Сума нематер. активів})$

е) прибутковість власного капіталу. Цей показник характеризує ефективність використання власного капіталу у складі сукупних активів підприємства. Він розраховується по формулі:

$Пвк = \text{Сума чистого прибутку} / \text{Середня сума власного капіталу}$

У процесі аналізу фінансової стійкості підприємства застосовується наступна система основних показників:

а) коефіцієнт автономії (КА). Він показує в якому ступені використовувані підприємством активи сформовані за рахунок власного капіталу. Розрахунок цього показника здійснюється по формулі:

$КА = \text{Сума власного капіталу} / \text{Середня сума використ. активів}$

б) коефіцієнт співвідношення позикових і власних засобів (КС). Його значення не ве значення близьке до коефіцієнта автономії. Розрахунок даного показника виробляється по формулі:

$КС = \text{Сума використ. залучених активів} / \text{Сума власних активів}$

в) коефіцієнт довгострокової заборгованості (КД). Він визначається по формулі:

$КД = \text{Сума довгострокової заборгованості} / \text{Сума всіх використ. активів}$

У процесі аналізу ліквідності активів використовуються такі основні показники:

а) показник поточної ліквідності (ППЛ). Він визначається по формулі;

$ППЛ = \text{Сума поточних активів} / \text{Сума поточної короткострокової заборгованості}$

б) показник «критичної оцінки» («кислотний тест») ліквідності (ПКО). Для його розрахунку використовується формула:

$ПКО = (\text{Грошові кошти} + \text{Ліквідні цінні папери} + \text{Дебіторська заборгованість}) / \text{Сума поточної короткострокової заборгованості}$

в) коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості (КОд). Він визначається по формулі:

$КОд = \text{Обсяг реалізації товарів з наступною оплатою} /$

$\text{Середня сума дебіторської заборгованості}$

г) тривалість погашення дебіторської заборгованості (ТПд). Цей показник розраховується по формулі:

$ТПд = Д / \text{Коеф. оборотності дебіторської заборгованості}$

Вище нами були розглянуті основні показники, використовувані в процесі фінансового аналізу інвестиційної привабливості підприємств. Ці показники

характеризують різні сторони інвестиційної привабливості, але не дають можливість оцінити її у взаємозв'язку. Разом з тим, існує схема аналізу фінансового стану, розроблена корпорацією «Дюпон» («Дюпонівська система фінансового аналізу»), що дозволяє взаємопов'язати чисельні з розглянутих показників у єдиній системі оцінки. У її основі лежить «Модель Дюпона», відповідно до якої прибутковість використовуваних активів дорівнює добуткові прибутковості реалізації (продажу) продукції і коефіцієнта оборотності активів.

Інвестиційна діяльність нерозривно пов'язана з розвитком інвестиційної структури інвестиційного ринку.

Кожен з учасників інвестиційного ринку відіграє певну роль в інвестиційній діяльності. Прохарактеризуємо учасників інвестиційного ринку більш детально. Міністерство економіки України. Приймає участь у формуванні державної інвестиційної політики та основних напрямків зовнішньоекономічної діяльності, формує перелік великих інвестиційних проєктів, що фінансуються з державного бюджету, розробляє напрямки використання централізованих капітальних вкладень, та централізованих валютних ресурсів, організовує роботу на залучення та використання в економіці України іноземних кредитних ресурсів, встановлює у визначеному порядку квоти експортних поставок сировини та продукції.

Фонд державного майна України. Він організовує роботу по приватизації державного майна та інвестуванню приватизаційних підприємств, сприяє створенню інвестиційних фондів (юридичних осіб, заснованих в формі закритого акціонерного товариства і виконуючих виключну діяльність в області інвестиції). Також він контролює діяльність інвестиційного фонду та інвестиційної компанії по розміщенню приватизаційних паперів.

Міністерство зовнішніх економічних зв'язків та торгівлі. На нього покладена розробка та реалізація єдиної державної зовнішньоекономічної політики. Бере участь у розробці програм Уряду України економічного та соціального розвитку в частині, що стосується зовнішньоекономічної діяльності, готує пропозиції про укладення міжнародних угод України з питань торгівельно - економічного співробітництва, перевіряє виконання міністерствами та відомствами, об'єднаннями та підприємствами, організаціями (незалежно від форм власності) та підприємцями зобов'язань, які випливають з міжнародних угод, укладених Урядом України, здійснює контроль за станом розрахунків з зарубіжними країнами.

Національний банк України (НБУ) являється центральним банком, який представляє інтереси України в центральних банках інших країн, міжнародних банках та інших фінансово - кредитних організаціях, з якими державна інвестиційна співпраця здійснюється на рівні центральних банків. НБУ видає ліцензії на відкриття представництв іноземних банків та інших фінансово - кредитних організацій на території України. Українська державна кредитно - інвестиційна компанія. Компанія створена з метою залучення внутрішніх та зовнішніх кредитних ресурсів та інвестиції у пріоритетні галузі економіки України та забезпечення реалізації державної політики у цій сфері. Компанія здійснює свою діяльність на основі Статуту, затвердженим Кабінетом Міністрів України. Акціонерні комерційні інвестиційні банки в Україні створюються згідно з Законом України від 20 березня 1991 року «Про банки та банківську діяльність» [111].

Держава на ринку посідає окреме місце. Вона може виступати позичальником, регулярно розміщуючи на зовнішньому та внутрішньому ринках свої боргові

зобов'язання та інвестором, здійснюючи фінансову підтримку тих чи інших суб'єктів господарювання. Але держава також на ринку виконує специфічну і дуже важливу функцію - регулювання.

Головним завданням регулювання є узгодження інтересів всіх суб'єктів ринку шляхом встановлення необхідних обмежень і заборон в їх взаємовідносинах, а також непрямым втручанням в їхню діяльність.

Зміст державного регулювання інвестиційного ринку полягає в здійсненні комплексних заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за ринком та запобіганні зловживанням і порушенням у цій сфері. Державне регулювання здійснюється з метою:

- створення умов для ефективної мобілізації та розміщення на ринку вільних
- фінансових ресурсів;
- захисту прав інвесторів та інших учасників ринку;
- контролю за прозорістю та відкритістю ринку;
- дотримання учасниками ринку вимог актів законодавства;
- запобігання монополізації та сприяння розвитку добросовісної конкуренції на ринку.

Хоча в процесі регулювання інвестиційного ринку державою реалізуються різні підходи до регулювання діяльності професійних та інших учасників ринку, державне регулювання має забезпечувати однакові права й однаковий доступ до ринку всіх його суб'єктів, максимальну прозорість ринку, конкурентне середовище, не допускати монополізації ринку. На сьогодні для всіх країн основними формами державного регулювання інвестиційного ринку є:

- прийняття актів законодавства з питань діяльності учасників ринку;
- регулювання випуску та обігу фінансових активів;

- реєстрація випусків (емісій) фінансових активів та інформації про їх випуск, контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрації випуску та продажу фінансових активів;

- регулювання прав і обов'язків учасників ринку;

- видавання спеціальних дозволів (ліцензій!) на здійснення професійної діяльності на ринку та забезпечення контролю за такою діяльністю;

- створення системи захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами фінансових активів і особами, які здійснюють професійну діяльність на інвестиційному ринку;

- контроль за дотриманням антимонопольного законодавства на ринку тощо.

За допомогою законів та нормативних актів держава впливає на поведінку учасників ринку і певною мірою спрямовує розвиток ринку в заданому напрямі.

Населення виконує на ринку роль інвестора, придбаваючи ті чи інші цінні папери або запозичуючи кошти на кредитному ринку. В країнах з розвиненою ринковою економікою до 70% населення вкладає кошти в різноманітні фінансові активи. Значна частина населення отримує довгострокові кредити на придбання житла та на інші цілі. В Україні тільки незначна частина населення займається інвестуванням в цінні папери. Практично відсутнє також довгострокове кредитування населення банківськими установами, що є ознакою перехідного періоду з нестабільним та нерозвиненим фінансовим ринком.

Представниками фінансових інститутів, без яких неможливе функціонування інвестиційного ринку, є комерційні банки, кредитні спілки, інститути спільного інвестування, інвестиційні банківські фірми, пенсійні

фонди, страхові та інвестиційні компанії тощо. Основними видами діяльності фінансових інститутів на ринку є:

- придбання на ринку одних фінансових активів і перетворення їх на інші, які задовольняють певним вимогам (трансформація активів);

- торгівля фінансовими активами за свій рахунок;

- купівля-продаж фінансових активів від імені клієнтів;

- допомога в створенні й розміщенні на ринку нових фінансових активів;

- консультації учасникам ринку щодо інвестування;

- управління активами інших учасників ринку.

Трансформація активів, що здійснюється фінансовими посередниками, як правило, виконує хоча б одну з таких економічних функцій:

- узгодження термінів інвестицій;

- скорочення ризику через диверсифікацію;

- скорочення витрат при проведенні операцій;

- забезпечення платіжного механізму.

Прикладом узгодження термінів інвестицій є діяльність банку по залученню короткострокових депозитів та наданню довгострокових кредитів. При цьому за допомогою різноманітних фінансових інструментів (державні боргові цінні папери, строкові контракти) банк вчасно виконує зобов'язання щодо повернення коштів, розміщених на короткострокових депозитах, та не порушує зобов'язань по наданих довгострокових кредитах.

Скорочення ризику через диверсифікацію відбувається при вкладанні коштів у інвестиційну компанію. Вкладаючи кошти інвесторів у різні за ступенем ризику та структурою доходу фінансові активи, інвестиційна компанія формує портфель активів, що забезпечує інвестору найменший ризик при бажаному рівні доходу.

Інститути позафінансової сфери – це юридичні особи, резиденти певної держави, які займаються виробництвом різноманітних товарів та наданням послуг, виключаючи фінансові послуги. До інститутів позафінансової сфери належать промислові та сільськогосподарські підприємства, корпорації, установи, організації тощо. Разом з іноземними учасниками ринку вони або виступають інвесторами, або емітують і розміщують на ринку власні фінансові активи.

До іноземних учасників ринку належать міжнародні організації, іноземні уряди, корпорації, фінансові інститути та фізичні особи, які є представниками інших держав і виступають або емітентами або інвесторами в залежності від позначеною мети.

На інвестиційному ринку велику роль грає фінансування, яке забезпечує перерозподіл коштів серед учасників для формування активів і отримання прибутку від їх використання.

Джерелами венчурного капіталу можуть бути:

- вільні фінансові ресурси пенсійних, благодійних фондів;
- державні структури;
- корпоративний венчурний капітал;
- приватні інвестори;
- інвестиційні компанії малого бізнесу;
- зарубіжні інвестори;
- банки;
- страхові компанії;
- прибуток венчурних фондів, що реінвестується в інноваційні проекти.

Розмір інвестицій різний – від 25 тис. дол. до кількох мільйонів доларів. На відміну від американських фондів, західноєвропейські вкладають свої кошти в зрілі фірми, які

себе добре зарекомендували. Венчурні фонди Європи спрямовують свої інвестиції в такі галузі [1, 146]:

- виробництво товарів народного споживання – 18,3 %;
- виробництво промислової продукції – 18,4 %;
- зв'язок, комп'ютери, електроніка – 15,5 %;
- фінансові послуги – 6,3 %.

Ризиковий капітал надається найчастіше двом категоріям малих фірм – тим, які викуплені у власників (їх називають «бай-аут»), і новим фірмам, заснованим співробітниками відомих наукомістких корпорацій, націлених на реалізацію нових ідей і розробок («спін-оф»). Найважливішою ознакою, за якою класифікуються венчурні фірми, є вид спеціалізації (товарна, ресурсна, технологічна); ступінь охоплення стадій інноваційного циклу «дослідження – впровадження» тощо.

Малі венчурні фірми не випадково є головним об'єктом ризикового капіталу. Саме ці фірми дали путівку в життя таким винаходам, як електрографія, вакуумні лампи, кольоровий фотопапір, мікропроцесор, персональний комп'ютер. Статистика показує, що «батьками» більш як 60 % великих нововведень ХХ ст. є венчурні фірми. Сучасні венчурні фірми – це гнучкі і мобільні структури, що характеризуються надзвичайно високою активністю, зумовленою залученням висококваліфікованих, талановитих спеціалістів і створенням відповідних стимулів для винахідницької діяльності.

Успішне функціонування малого інноваційного бізнесу можливе тільки за сприятливої інноваційної політики держави. В США, наприклад, для малих інноваційних структур встановлено систему різноманітних пільг. Поки що у більшості українських підприємств внутрішніх ресурсів для фінансування інноваційних

проектів не вистачає і тому завжди йдеться про залучення коштів із зовнішніх джерел. Позичкові інвестиційні ресурси в сучасних умовах використовують для фінансування проектів з низьким рівнем ризику та чітко визначеними шляхами успішної реалізації проекту. Комерційні банки не зацікавлені у фінансуванні інноваційної діяльності, бо вона потребує не коротко-, а довготермінового кредитування (більше одного року), а в сучасних умовах банки не мають наміру ризикувати. Крім того, ще й досі не існує досконалої системи відбору ефективних конкурентоспроможних інноваційних проектів, не вжито заходів щодо стимулювання участі банків в інноваційному процесі. Згідно з постановою Кабінету Міністрів України в 1992 р. було створено Державний інноваційний фонд на виконання Закону України «Про основи державної політики у сфері науки і науково-технічної діяльності». Завданням Держіннофонду було – здійснювати інвестиційну, фінансову та матеріально-технічну підтримку заходів, спрямованих на впровадження науково-технічних розробок, новітніх технологій у виробництво, технічне його переоснащення, освоєння випуску імпортозамінної та конкурентоспроможної продукції. Джерелом формування Державного інноваційного фонду і галузевих інноваційних фондів були відрахування в розмірі 1 % від обсягу реалізації робіт (послуг) чи валового доходу підприємств. Фінансування інноваційних проектів здійснювалося за умов надання фірмами бізнес-планів інноваційних проектів та позитивних висновків державних експертиз, які являють собою комплексний фінансовий аналіз проектів. Інноваційні кредити надавались підприємству-заявнику у вигляді безвідсоткової цільової інноваційної позики терміном від півтора до п'яти років, інвестиційного вкладу або лізингу. У законопроекті бюджету на 2001 р.

статтю «відрахування до інноваційного фонду» було скасовано [120]. Створена на його базі ДІКУ, підпорядкована Держживестицій, нажалі не виявила достатньої активності на ринку інноваційного інвестування.

Отже, основними чинниками, які обмежують розвиток венчурного бізнесу на Україні, є: дефіцит фінансових ресурсів, відсутність чіткої інноваційної політики держави, економічна нестабільність, відсутність економічної зацікавленості господарських суб'єктів у нових розробках, інноваціях, відсутність конкуренції науково-технічної продукції на внутрішньому ринку.

У сфері розвитку малого інноваційного бізнесу доцільно передбачити:

Створення в регіонах України інноваційно-технологічних центрів і центрів просування і передачі нових технологій, що сприятиме розвитку малих інноваційних підприємств у рамках Міжвідомчої програми активізації інноваційної діяльності в науково-технічній сфері на найближчі 2 роки, у тому числі: організація «опорних точок» росту інноваційної інфраструктури і наповнення їх технологічними фірмами; створення центрів просування нових технологій у біотехнології, стоматології й енергозбереженні; реалізація проектів впровадження комп'ютерних технологій у виробничі процеси;

Участь у наданні гарантій і співфінансування інноваційних проектів адресної підтримки малого підприємництва. Результат - фінансова підтримка інвестицій у реалізацію інноваційних проектів на конкурсній основі;

Інвестором венчурних фондів можуть бути:

- Комерційні банки. Комерційні банки насамперед зацікавлені в зниженні своїх кредитних ризиків.

- Інвестиційні банки. Інвестиційні банки - це інвестиційні інститути, що займаються розміщенням нових випусків цінних паперів; правильніше вважати інвестиційний банк не інвестором, а фінансовим посередником.

- Торгові банки. Торговий банк схожий і на комерційний, і на інвестиційний. Торгові банки мають значний капітал, що дозволяє їм здобувати цінні папери не тільки для перепродажу, але і як об'єкт інвестицій. Крім того, торгові банки здійснюють характерні для комерційних банків розрахункові і кредитні послуги.

- Інвестиційні фонди. Існує безліч різних організаційно-правових форм інвестиційних фондів. Прийнято виділяти дві основні категорії інвестиційних фондів: відкриті і закриті.

Відкриті фонди допускають збільшення і зменшення частки інвесторів у них у будь-який час. Саме тому відкриті фонди найбільш привабливі для дрібних інвесторів, що не можуть внести у фонд значні кошти і не хочуть зв'язувати себе обіцянками залишити ці кошти у фонді на значний термін. Відповідно, відкриті фонди прагнуть вкладати гроші своїх інвесторів у найбільш ліквідні фінансові інструменти, що при необхідності дуже легко перетворити в гроші.

Закриті фонди, навпроти, встановлюють визначені проміжки часу, протягом яких інвестор не має права забрати свої гроші з фонду. Закритих фондів мають високі вимоги до обсягу інвестицій і, таким чином, розраховані в основному на інституціональних клієнтів. Закриті фонди не пред'являють високих вимог до поточної ліквідності інвестицій, що дозволяє досягти більш високої прибутковості в довгостроковій перспективі.

Необхідно сказати, що абсолютна більшість інвестиційних фондів керується інвестиційною

декларацією, де зазначено у які фінансові заходи фонд має право інвестувати накопичені кошти. У світовій практиці відомі фонди державних облігацій, корпоративних облігацій, грошового ринку, нерухомості й акцій. Існують також збалансовані фонди, що інвестують у декілька видів фінансових заходів.

- Стратегічні інвестори. Стратегічні інвестори прагнуть придбати великі (тим більше контрольні) пакети акцій, фахово розбираються в специфіці роботи підприємств інвестованих, втручаються в оперативне керування ними.

- Венчурні капіталісти і венчурні фонди. Такі інвестори звичайно прагнуть придбати значну частку в підприємстві (20-40%). Венчурний інвестор, як правило, не має свого плану розвитку підприємства, але вимагає, щоб керівництво підприємства розробило такий план і в цілому дотримувалось його протягом інвестиційного циклу. Інвестиційний цикл венчурного інвестора в більшості випадків - від трьох до десяти років. Венчурний інвестор сподівається, що за цей час підприємство зможе значно збільшити свої обороти і прибуток, ринкова вартість підприємства значно зросте, і інвестор зможе вигідно продати свої частку в цьому підприємстві.

Перш ніж венчурний інвестор погодиться розпочати інвестиції, він визначає свою стратегію виходу. Найбільш типові стратегії виходу - це реалізація придбаних акцій на біржовому ринку, продаж інвестиції стратегічному інвестору, продаж своєї частки іншим акціонерам або керівництву підприємства.

Досвід розвинутих економічних країн у періоди промислового спаду, що стикалися з проблемами, аналогічними нинішнім вітчизняним, свідчить, що венчурні фонди можуть служити одним з ефективних

засобів подолання дефіциту і дорожнечі інвестиційних ресурсів.

Венчурні фонди Західної Європи інвестують в економіку регіону більше 6 млрд. доларів на рік. Але, на відміну від американських, європейські фонди ризикового фінансування воліють вкладати кошти не в початковий, а у вже зрілий, що добре зарекомендував себе, бізнес. Це пояснюється тим, що на початку 80-х багато фондів, зокрема, британських «обпеклися» на фінансуванні привабливих і дуже модних тоді ідей у сфері інформаційних технологій.

Венчурні фонди Голландії і Франції черпають інвестиційний капітал головним чином у найбільших банках і страхових компаніях, британські - у пенсійних фондах, на частку яких припадає біля третини усіх фінансових вливань. Останнє пояснюється тим, що в даній країні на пенсійні фонди, що інвестують у венчурний бізнес, поширюється пільговий режим оподатковування.

Головна відмінність венчурних фондів від інших інституційних інвесторів полягає в тому, що перші інвестують кошти шляхом придбання акцій підприємств, котрих вони інвестують. Більшість фондів створюється на період 7-10 років. По завершенні цього періоду фонд реалізує всі придбані корпоративні цінні папери і ліквідується. Тому венчурні фонди зацікавлені у високому котируванні акцій підприємства-реципієнта. Для цього представники фонду активно беруть участь у керуванні підприємствами і консультуванні вищого керівництва. Представник фонду входить у Раду директорів компанії.

Венчурний капітал зіграв у другій половині ХХ століття найважливішу роль у реалізації найбільших науково-технічних нововведень в області мікроелектроніки, обчислювальної техніки, інформатики, біотехнології, в інших наукомістких галузях виробництва.

Тож не випадково розвиткові венчурного бізнесу активно сприяють державні органи ряду провідних індустріальних країн. Вони виходять при цьому з необхідності підвищення конкурентоздатності національної промисловості в умовах загострення суперництва на світовому ринку. Чималу роль грає і турбота про підтримку рівня зайнятості населення, у тому числі, через створення нових робочих місць у малому бізнесі.

Венчурні фонди, що діють Україні, працюють, як правило, з коштами великих міжнародних фінансових структур, таких, як Європейський Банк Реконструкції і Розвитку, що накладає додаткові обмеження на їхню діяльність і почасти диктує вибір фінансованих галузей. Існує кілька загальних правил, що можуть бути корисні тим, для одержання інвестицій.

На відміну від банку, фонд претендує на частину власності в підприємстві, тому юридичний стан фірми надзвичайно цікавить інвестора.

Інвестор готовий нести великі ризики, тому фондам потрібно набагато більше часу для прийняття рішень, як правило, не менше пів року.

Вірогідність в обмін на конфіденційність - це основний підхід до подачі інформації. Занизивши чи завищивши якісь показники, спотворивши картину реального життя фірми, можна відштовхнути інвестора чи істотно утруднити подальший розвиток взаємин.

Проекти, розглянуті венчурними підприємствами, відносяться, як правило, до числа високо ризикових із середнім періодом окупності 7-8 років. На фірмі створюється спеціальний венчурний фонд для фінансування таких підрозділів, причому керівники венчурних фірм наділені повноваженнями по плануванню періодичності користування фондом і самі встановлюють обсяг коштів які виділяють.

В Україні перші кроки по використанню принципів венчурного бізнесу були розпочаті не в області фінансування ініціативних підприємницьких проектів, а з метою виходу з кризи і підвищення ефективності роботи приватизованих підприємств. Втім це один із традиційних напрямків венчурного бізнесу.

Фінансові витрати на проведення технічних заходів, часовий розрив між впровадженням нововведень і одержанням корисного результату, а також імовірність втрат від нововведень вимагають оцінки ризику інноваційних рішень. При цьому виникає необхідність чіткого розмежування очікуваних збитків, що в економічній практиці не знаходить належної уваги. Якщо виникнення збитків від інновацій не викликає сумнівів і передбачено заздалегідь, то утрати від ризику мають визначений ступінь імовірності, що зв'язано з факторами невизначеності. Тому при оцінці економічного ризику варто розраховувати не тільки заздалегідь передбачувані збитки, але й непередбачувані ймовірні втрати:

Для достовірної оцінки доцільності інноваційних процесів виникає необхідність удосконалення класифікації факторів ризику нововведень з урахуванням специфіки економічного середовища. Із збільшенням кількості специфічних факторів, що включаються в розрахунки визначення ризику, підвищується відособленість результатів оцінки економічної доцільності нововведень.

Є велика кількість факторів, що впливають на формування інноваційних ризиків. Найголовнішими з них щодо венчурного інвестування є наступними:

- зовнішній ризик;
- ризик стабільності партнерства;
- банківський ризик;
- ризик стабільного постачання;
- ризик зміни податкової політики;

- ризик зміни бюджетних відрахувань;
- ризик підрядного партнерства;
- ринковий ризик;
- ризик зменшення попиту;
- ризик надлишку пропозиції;
- ризик росту інфляції;
- внутрішній ризик;
- ризик зриву намічених програм;
- ризик скорочення фінансування;
- ризик недостатності науково-технічного потенціалу;
- ризик зриву повноцінних заходів на впровадження науково-технічних нововведень;
- ризик помилковості економічних прогнозів;

Виходячи з особливостей окремих інноваційних процесів, необхідно додатково включати інші специфічні фактори.

На розвиток інновацій великий вплив мають зовнішні фактори. Основними партнерами підприємства виступають держава із системою оподаткування, постачальники, підрядники, кредитори, банки. Своєрідним джерелом зовнішнього ринку є ринок реалізації з характерним балансом попиту та пропозиції. Ці фактори для будь-якого економічного середовища - побічні елементи ризику будь-якої інновації.

При оцінці банківського ризику враховується ймовірність зміни відсотків і термінів надання довгострокового кредиту. В умовах економічного спаду кредитні ресурси в державі формуються в основному за рахунок іноземних валютних коштів, а не приросту національного доходу. Отже, в залежності від зміни припливу національної валюти коливаються також величина банківських активів і умови надання кредитів підприємствам. У свою чергу нестабільні відсотки і

терміни надання кредитів підвищують ступінь банківського ризику інноваційних процесів.

Нестійкість оподатковування також важливий фактор інвестиційного ризику, оскільки на початковому етапі нововведень надані підприємствам податкові пільги можуть бути надалі змінені і навіть скасовані, що ставить під загрозу плани проведення великомасштабних інновацій.

Неефективно діють і важелі державного захисту внутрішнього ринку. Імпорт товарів здійснюється без особливих економічних перешкод, що різко знижує зацікавленість вітчизняних підприємців у великомасштабних інвестиціях. В умовах сильної зовнішньої конкуренції місцеві капіталовкладення стають часом занадто ризикованими.

Вузький ринковий простір для вітчизняних підприємців і разом з тим повторювані в останні роки раптові «інтервенції» імпортних товарів часто приводять до порушення балансу пропозиції та попиту на внутрішньому ринку, що у свою чергу ставить під сумнів доцільність інноваційних процесів через труднощі реалізації кінцевих результатів. Тому фактор ризику від зниження ринкового попиту й інтересу до кінцевих результатів відіграє важливу роль при оцінці економічної доцільності великомасштабних інвестицій у країні.

Поряд із зовнішніми факторами інноваційних ризиків помітний вплив роблять специфічні внутрішні умови, що перешкоджають розвитку інноваційної діяльності і підвищують ступінь ризику нововведень на рівні підприємств. Це стосується насамперед витоку кадрів із сфери науково-технічної діяльності за межі країни. Разом з тим очевидна неспроможність підприємств у справі підготовки менеджерів і виконавців в області інновацій.

Повільне поповнення управлінського апарата кадрами з орієнтацією на ринкове господарювання, затримка з перебудовою господарських ланок при одночасному скороченні складу колишнього науково-виробничого персоналу формують ризик недостачі науково-кадрового потенціалу для керування інноваційними процесами на підприємствах. Більш того, недостача кадрового потенціалу часто супроводжується недостатністю власних фінансових коштів на інвестиції.

Внутрішній ризик недовиконання інноваційних програм пов'язаний в основному зі скороченням фінансування інвестиційної діяльності з власних джерел підприємств. Хронічні зриви в сфері матеріально-технічного постачання, несвоєчасні платежі замовників, простой виробництва через енергетичну кризу супроводжуються поглибленням фінансової нестійкості підприємств. Це є причиною скорочення і без того малих власних коштів, що виділяються на проведення інновацій.

Втрати від помилок у прогнозах очікуваних корисних результатів інвестицій повинні враховуватися в оцінці доцільності здійснення інноваційних програм. У перспективних економічних розрахунках не представляється можливим з високою точністю визначити очікувані позитивні і негативні результати намічених інвестицій

Отже реальна оцінка втрат від ризику кожної інновації стає необхідною ланкою при обґрунтуванні вибору масштабів і шляхів здійснення інвестиційних програм.

У США практика венчурної організації інноваційної діяльності почалася із середини 70-х років. В даний час спостерігається друга хвиля «венчурного буму». Компанія General Electric, наприклад, має 30 венчурних підприємств, що діють у різних стратегічних зонах господарювання,

загальний фонд яких складає 100 млн. дол. Фірма Xerox створила в 1989 р. венчурне відділення Xerox Technology Ventures з фондом 30 млн. дол., куди можуть звертатися групи інженерів чи інших функціональних службовців для одержання підтримки своїх незалежних інноваційно-технологічних проєктів. Якщо проєкт є життєздатним, з венчурного фонду виділяють кошти на його реалізацію. Багато компаній стимулюють створення на своїй базі фірм-новачків, надаючи їм необмежену самостійність. Материнська компанія виступає як основний власник акцій нової фірми, встановлюючи в такий спосіб повний фінансовий контроль, і дістає ексклюзивні права на впровадження у свою діяльність інноваційних досягнень.

У США дрібний бізнес став розглядатися як найважливіше джерело науково-технічного прогресу на перспективу. Саме в малих фірмах зароджувалися чи вперше освоювались такі видатні винаходи, як кондиціонування повітря, вертоліт, турбореактивний двигун, електронно-променева трубка, електронна лампа, радіочастотна модуляція.

70-і роки відзначалися значна інтенсифікацією процесу формування малих фірм високого технічного рівня, що істотно впливали на розвиток деяких галузей промисловості. Наприклад, поява мікропроцесора, що здійснив переворот у напівпровідниковій техніці, стала можливою завдяки створенню в 1968 році такої фірми. У напівпровідниковій промисловості США за 1966-1976рр. виникли 35 малих наукомістких фірм, обсяг продажу продукції яких у 1977 році склав 426 млн. доларів.

На відміну від великих підприємств малі фірми мають більш високі показники ефективності науково-дослідного процесу: відношення кількості нововведень до чисельності наукового персоналу - у 4 рази, кількість нововведень на 1 долар витрат на НДКР – у 24 рази.

Характерною ознакою малих наукомістких фірм США є вузька спеціалізація. Здійснюється, як правило, виробництво одного-двох видів продукції. У діяльності таких фірм зайняте значне число вчених і інженерів, вони мають високу частку витрат на НДКР, що складає більше 7% від вартості готової продукції.

Крім існування самостійних ризикових фірм великі корпорації самі створюють у своїй структурі спеціальні підрозділи, призначені для добору і фінансування цікавих ідей, освоєння новітніх технологій, пропонованих як незалежними малими наукомісткими фірмами, так і співробітниками самої корпорації. Таким чином, характерним у розвитку корпораціями ризикового фінансування стало формування цілком належних їм ризикових фірм.

Необхідно мати на увазі, що фінансування компаній, які знаходяться на стадії «розширення», тобто вже існуючого і функціонуючого бізнесу, потребує розрахунку їхньої вартості. Для цього використовуються два основних методи оцінки первісної вартості компанії. Перший - заснований на оцінці вартості активів чи чистих активів. Другий - на розмірі річного обороту чи обсягу продажів. Розрахунок первісної вартості необхідний для визначення структури угоди. З огляду на те, що в переважній більшості випадків, при первинному інвестуванні венчурний капіталіст претендує на контрольний пакет акцій, обсяг наданих інвестицій повинний бути пропорційний попередній оцінці вартості компанії.

Залучення коштів для венчурного інвестування з українських джерел надзвичайно утруднене. Розглядаючи традиційні джерела, ми бачимо або дуже слабкий розвиток цього сектора економіки, або несприятливе законодавство і відсутність комерційного інтересу на тлі високого ризику.

Концепція розробки інноваційної стратегії підприємства передбачає визначення інноваційних стратегій, які суб'єкт господарювання може реалізувати, виходячи з власних технологічних та організаційно-економічних переваг і можливостей. У результаті аналізу зовнішнього та внутрішнього середовища підприємство може сформулювати низку можливих інноваційних стратегій, вибір однієї з яких здійснюється на таких позиціях [79]:

- 1) кожен фактор, що впливає на економічні параметри стратегії, ретельно оцінюється;
- 2) відкидаються варіанти, що не відповідають бодай одному суттєвому критерію;
- 3) виявляється й оцінюється потреба в додатковій інформації;
- 4) існує база для зіставлення варіантів стратегії;
- 5) існує процедура узгодження керівників аграрного підприємства, НДДКР та інших служб;
- 6) розроблена процедура узагальнюючої оцінки.

Отже, стратегічне управління інноваційним розвитком аграрного підприємства не обмежується вибором інноваційної стратегії. Йому передують деталізований аналіз можливостей та перешкод щодо реалізації інноваційних цілей, успіх якого залежить від встановлення оптимального переліку зовнішніх і внутрішніх чинників. Останні, відтак – повинні відображати організаційні, економічні, технологічні, культурні аспекти функціонування підприємства.

На основі виявлення системних тенденцій інноваційного розвитку в світовій економіці, можна зробити висновок, що суттєве підвищення ефективності інноваційного підприємництва може бути досягнуто за рахунок активізації і стимулювання позабюджетних джерел фінансування інноваційної діяльності - створення системи венчурного фінансування. При цьому вона

повинна створюватись із застосуванням так званої “селективної” політики - державної політики з активним залученням приватного, у тому числі й іноземного капіталів, реалізації і впровадження цільових інноваційних програм.

В якості координуючого органа системи венчурного фінансування доцільно створити Інноваційну венчурну компанію, головною функцією якої є розвиток і підтримка венчурного підприємництва, залучення приватного капіталу і створення фондів венчурного інвестування з виходом на світовий ринок інтелектуальної власності і венчурного капіталу.

Інноваційна венчурна компанія повинна проводити моніторинг та відбір інноваційних проектів, виконувати їх комерціалізацію, випускати інвестиційні сертифікати для залучення інвестицій та створювати пайові венчурні інвестиційні фонди, інвестувати в технологічні компанії, які реалізують інноваційні проекти, та управляти відповідними корпоративними правами і інноваційними проектами та ризиками. При цьому Інноваційна венчурна компанія виконує два класи задач. По-перше - безпосередньо комерційна діяльність з метою отримання прибутку, який формується за рахунок надання послуг по комерціалізації інноваційних проектів (в тому числі результатів науково-дослідних робіт, які фінансуються за рахунок бюджету по статті наука) та винагороди за управління активами венчурних фондів. По-друге - реалізація політики з інноваційного розвитку держави.

Інноваційна венчурна компанія створюється у вигляді відкритого акціонерного товариства з метою формування пайових інвестиційних фондів інтервального типу відповідно до Закону України № 2299 - III від 15.03.01 «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)».

Сформулюємо її задачі відповідно комерційної діяльності та реалізації інноваційної політики наступним чином:

Комерційна діяльність:

- Пошук, аналіз та відбір інноваційних проєктів та пропозицій.

- Моніторинг інноваційного потенціалу.

- Комерціалізація інноваційних пропозицій.

- Проведення комплексної експертизи інноваційних проєктів і технологічного аудиту підприємств.

- Супровід і оптимізація інвестиційних проєктів.

- Маркетинг, залучення інвестицій, створення венчурних пайових і корпоративних інвестиційних фондів.

- Управління інноваційними проєктами, корпоративними правами і активами венчурних фондів.

- Прогнозування, оцінка та управління ризиками інноваційних проєктів.

- Оперативний аналіз і корегування ефективності вкладень інвестицій у малі венчурні фірми.

- Створення стартових високотехнологічних підприємств (венчурів), акціонерних компаній.

- Трансфер новітніх технологій та розробок.

- Створення регіональних венчурних та резервних фондів для підтримки венчурних підприємств.

- Відпрацювання технології цільового фінансування проєктів, включаючи стадію попередньої експертизи. Залучення не банківських фінансових ресурсів для дольового кредитування інноваційних проєктів.

- Створення й підтримка інноваційної інфраструктури. Організація інноваційних технологічних підрозділів Фонду в регіонах, навчання й підготовка в області комерціалізації технологій.

- Консалтингові послуги. Інформаційно-аналітична підтримка інноваційного бізнесу.

Реалізація політики з інноваційного розвитку, метою якої є:

- максимальне використання інноваційного потенціалу для соціально-економічного розвитку держави;
- подальший розвиток економіки з урахуванням науково-технічних, промислових, природних та геополітичних особливостей регіонів;
- визначення пріоритетних напрямків розвитку інноваційно-технологічного бізнесу в регіонах;
- розвиток наукомісткої й конкурентоспроможної продукції регіонів;
- розробка інноваційних регіональних програм розвитку науково-технологічного потенціалу з пріоритетних напрямів;
- залучення науково-дослідних, академічних та учбових інститутів на світовий ринок ідей і технологій;
- включення України у світовий ринок венчурного капіталу та впровадження сучасних схем фінансування розвитку науки і техніки;
- зміна системи цінностей і орієнтирів підприємницької ініціативи;
- формування інноваційної культури суспільства.

Як показує світовий досвід, такі інноваційні компанії - це ефективна форма організації функціонування венчурного підприємництва. Інноваційна венчурна компанія отримує прибуток за рахунок надання послуг по комерціалізації інноваційних проєктів, (в тому числі проєктів, які фінансуються за рахунок бюджету) та винагороди за управління активами венчурних фондів, яка формується відповідно договору про управління корпоративними правами та інноваційними проєктами з інвесторами. Винагорода за активами венчурних фондів встановлюється у співвідношенні до номінальної вартості розміщених інвестиційних сертифікатів та різниці між

витратами на придбання корпоративних прав та доходами від їх реалізації. Інноваційна венчурна компанія і її мережа венчурного фінансування зможуть вирішити цілий спектр проблем соціально-економічного характеру. Оскільки іноземні інвестори не поспішають вкладати капітал, не виявляють бажання співпрацювати з малими підприємницькими структурами, які неспроможні впроваджувати прогресивні технології, то Інноваційна венчурна компанія, отримавши статус юридичної особи, зможе контролювати фінансові ресурси, стати реальним партнером іноземних інвесторів і венчурного капіталу. Тобто Інноваційна венчурна компанія зможе виконувати функції гаранта і посередника між венчурними підприємствами і венчурним капіталом, створювати резервні фонди венчурного капіталу для підтримки венчурних технологічних компаній і фінансування регіональних венчурних фондів, залучення до фінансування венчурних технологічних компаній іноземного венчурного капіталу.

Після виявлення та комерціалізації інноваційної пропозиції, інноваційна венчурна компанія приймає рішення про створення пайового венчурного фонду для інвестування підприємств щодо реалізації відібраного проекту. З цією метою компанія проводить приватне розміщення інвестиційних сертифікатів.

Визначимо умови венчурного інвестування:

1. Наявність у підприємства привабливого інноваційного проекту, з відповідними характеристиками, тобто наявності бізнес-плану, експертних висновків.

2. Наявність відповідного управлінського персоналу, який здатний реалізувати цей проект і потенційного ринку збуту для майбутнього продукту.

3. Недержавна форма власності фірми. (Підприємство повинно бути акціонерним або в ході фінансування стати акціонерним).

4. Інноваційний проект повинен забезпечити зростання капіталу в середньому не менше 50%.

5. Підприємство повинно мати узгоджений варіант виходу венчурного інвестора з бізнесу, тобто механізм продажу акцій.

Процес інвестування передбачає внесок у вигляді паю в статутний фонд підприємства або придбання частки акцій підприємства-клієнта, еквівалентний вносимому капіталу Фонду (але, як правило, не більше 50%) із наступною участю представника Фонду в процесі управління підприємством (проектом).

В залежності від умов договору, Фонд може тривалий час залишатись співвласником фірми або після одержання запланованої норми прибутку продати свою частку власності.

В Україні доцільно використовувати такий механізм фінансування інноваційних проектів: на суму коштів, що потрібні для діяльності підприємства (реалізації нової ідеї) компанія випускає інвестиційні сертифікати й виконує їх приватне розміщення серед можливих інвесторів. Цим самим Інноваційна венчурна компанія бере на себе відповідальність перед інвесторами за прибутковість інноваційного проекту.

В загальному випадку при подальшому розвитку інвестиції крім венчурних компаній можуть бути вкладені і в нові венчурні фонди. При цьому доцільно припустити, якщо Інноваційна венчурна компанія буде інвестувати в уставний фонд приватних венчурних фондів, то вона буде сприяти розвитку інноваційної інфраструктури та відігравати роль стимулятора наукоємного технологічного

бізнесу, тим самим створювати нові робочі місця та збільшувати надходження в місцеві бюджети.

Як виглядає політика венчурного інвестування деяких фінансових установ. Банки. - Інвестиційна політика Українських банків у значній мірі визначалася високою інфляцією, нестабільністю курсу і дуже високою прибутковістю державних цінних паперів. В даний час банки виявилися непідготовлені для довгострокових інвестицій. Дорогі, короткострокові, мало ризиковані позики, що пропонуються Українськими банками їхнім клієнтам і на який Українські підприємці змушені погоджуватися в сформованій ситуації, не надихають банки інвестувати у венчурні фонди.

Пенсійні фонди. Відповідно до українського законодавства, пенсійним фондам дозволено інвестувати в деякі дуже обмежені фінансові інструменти:

- Державні цінні папери;
- Банківські депозити;
- Нерухомість;
- Акції кватованих компаній.

Страхові компанії. Ринок страхування почав розвиватися в результаті дій уряду десь на початку дев'яностих. До того часу існувала державна страхова компанія – Держстрах. Тепер в Україні багато страхових компаній, але загальна сума страхових премій, зібраних за рік - дуже скромна. Структура страхового ринку дуже негармонійна. З іншого боку, цей ринок, здається, знаходиться на грані підйому, і не слід забувати, що в країнах з розвинутою ринковою економікою, страховий бізнес за розмірами зіставимий з банківським бізнесом.

Підводячи підсумки вищесказаному про можливі українські джерела створення фондів для венчурного капіталу, думається, що в доступному для огляду майбутньому пропорція українських грошей у венчурному

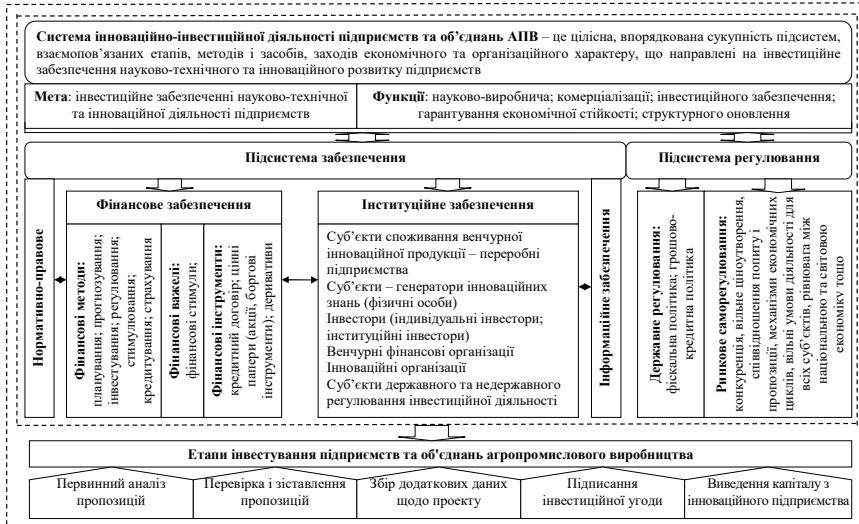
капіталі буде неухильно рости. Банки найбільш підготовлені для цих структур, а зміни в законодавстві дозволять пенсійним фондам діяти як інвесторам венчурного капіталу. Ріст страхових компаній і їхнє злиття може привести до створення ще одного джерела для венчурного капіталу. Таким чином, в Україні фінансові джерела для індустрії венчурного капіталу, як представляється, дуже відмінні від того, що ми бачимо на ринку європейського венчурного капіталу. Основним інвестором у венчурні фонди, що діють в Україні є Європейський банк реконструкції і розвитку (ЄБРР). Існують Регіональні венчурні фонди і Фонди прямого інвестування малих підприємств, де ЄБРР є майже 100-процентним інвестором, і деякі інші фонди прямого фінансування, де ЄБРР діє як спів інвестор. ЄБРР відіграє істотну роль у розвитку індустрії венчурного капіталу в Україні: через ЄБРР і його регіональні відділення керуючі компаніями довідаються, яким чином венчурний капітал може ефективно діяти в Україні. ЄБРР своєю діяльністю сприяє приходу приватних інвесторів на Український ринок. Він сприяє формуванню Українських професіоналів венчурної індустрії. Другим важливим інвестором венчурних фондів є закордонні державні структури. Більшість фондів, що одержала інвестиції з цих джерел, щодо яких домовилися Український і іноземний уряди, орієнтовані на конверсію Української оборонної промисловості. Український уряд намагається залучити і інших інвесторів.

Підводячи підсумок, можна сказати, що основними джерелами інвестиційного капіталу для фінансування інноваційних проектів в Україні є інституційні інвестори і закордонні бюджетні джерела. Приватні інвестори незначно представлені в Україні. Потенційні приватні інвестори дуже уважно спостерігають за результатами

діяльності фондів, що вже діють на ринку. Успіх ЄБРР буде вирішальним аргументом для появи приватних інвесторів в Україні.

Синтез методологічних підходів до дослідження потенційних можливостей підприємств та об'єднань агропромислового виробництва дозволив автору сформувати архітектуру системи інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва в частині виокремлення та характеристики її основних елементів, ефективне функціонування яких в єдиній системі сприятиме досягненню поставлених цілей інноваційного розвитку підприємств та об'єднань агропромислового виробництва. Зокрема, виділені такі підсистеми: підсистема забезпечення (нормативно-правове забезпечення; фінансове; інституціональне; інформаційне забезпечення) та підсистема регулювання (державне регулювання та ринкове саморегулювання). Це дало можливість визначити основні шляхи ефективного використання інвестиційних ресурсів в контексті стимулювання покращення інноваційних результатів діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва (рис. 1.1).

Доведено, що система інноваційної орієнтації розвитку інвестиційної діяльності підприємств агропромислового виробництва – це цілісна, впорядкована сукупність підсистем, взаємопов'язаних етапів, методів і засобів, заходів економічного та організаційного характеру, що направлені на інвестиційне забезпечення науково-технічного та інноваційного розвитку підприємств та об'єднань агропромислового виробництва. Ідентифікація специфічних функцій системи засвідчила, що вони полягають в активізації і об'єктивізації процесу інвестування.



**Рис. 1.1. Структурна схема базових елементів системи інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва**

У роботі наголошено, що для активізації інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств агропромислового виробництва необхідно вжити комплекс заходів: 1) удосконалити законодавство з регулювання інвестиційних процесів та розробити стратегію розвитку інвестування підприємств та об'єднань агропромислового виробництва, у якій значну увагу та контроль приділити формуванню та забезпеченню реалізації єдиної державної політики щодо захисту інвесторів, залучення інвестиційних технологій, розвитку та функціонування ринку цінних паперів та їх похідних; 2) переглянути та запровадити схеми податкового стимулювання інноваційної діяльності та запровадити фінансові стимули для інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств; 3) розвивати інноваційну інфраструктуру, важливими

елементами якої є технопарки, бізнес-інкубатори, центри трансферту технологій, венчурні фонди та коучинг-центри; 4) створювати необхідні умови для управління ризиками інвестування.

### **1.3. Інституційне забезпечення інноваційної орієнтації розвитку інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва**

Інноваційна система України переживає не найкращі часи свого становлення та розвитку, що пов'язано, перш за все з політичними подіями. Аналіз інноваційного розвитку дав змогу побачити не лише проблемні сторони, а й відслідкувати позитивні тенденції, що зводяться до:

- створення сприятливих ринкових умов для впровадження інновацій у виробничу діяльність суб'єктів економічних відносин;
- поступового зростання бюджетного фінансування потреб науково-технічного розвитку;
- формування потенційних передумов зростання попиту на інноваційну продукцію у вітчизняній економіці;
- зростання споживчого попиту суб'єктів національної економіки на інноваційні продукти, технології, знання;
- зростання споживчого попиту, що супроводжується приростом попиту на складну наукомістку продукцію;
- посилення конкурентного тиску на внутрішньому і зовнішньому ринках, що поступово підштовхує підприємства до розуміння важливості інноваційної переорієнтації виробництва;

- активізації участі українських виробників у конкуренції на зовнішніх ринках, які висувають додаткові жорсткі вимоги до їхньої інноваційної адекватності;

- збільшенню частки іноземних замовлень українським науковцям на виконання досліджень, в тому числі з боку США та країн Євросоюзу, що є свідченням збереження ще не до кінця втраченого потенціалу фундаментальної науки;

- підсилення ролі регіональних органів управління в забезпеченні науково-технічної діяльності.

Якщо проаналізувати перелік позитивних тенденцій, то вони з'явилися не завдяки виваженій державній політиці по підтримці і розвитку інноваційних процесів, а завдяки саморегулюючим ринковим механізмам. Держава у даному процесі не займає провідних позицій. Саме відсутність тісної ефективної кооперації державних органів з наукою, бізнес-освітою та ринковими структурами не лише не дозволяє розв'язувати існуючі проблеми, а й сприяє породженню нових проблем, що ще більше ускладнює ситуацію з забезпеченням розвитку інноваційних процесів в Україні. Проблеми, що стримують розвиток інноваційних процесів в Україні:

- відсутність науково-методологічної бази формування інноваційної системи;

- відсутність системності у здійснюваних державою заходах щодо реалізації інноваційного потенціалу національної економіки;

- державне управління інноваційною діяльністю здійснюється без чітко сформульованої стратегії науково-технологічного та інноваційного розвитку, інтегралу її реалізації, послідовної на виваженій зовнішньої та внутрішньої економічної політики;

- відсутність дієвої системи пріоритетів розвитку науково-технологічної сфери: пріоритети

інноваційного розвитку проголошені суто формально, механізми їх реалізації не відпрацьовані;

- неготовність апарату державного управління до предметної діяльності, спрямованої на інноваційний розвиток економіки;

- державне управління інноваційною діяльністю забезпечується за галузевим принципом;

- нескоординованість дій суб'єктів інноваційної діяльності;

- недостатність фінансових ресурсів для забезпечення наукових досліджень та впровадження інноваційних розробок: незважаючи на деякі успіхи в стабілізації макроекономічних показників, не вдається домогтися відчутних результатів в створенні сприятливих умов для інноваційної діяльності вітчизняних виробників, що зокрема відбивається на показниках експорту інноваційної продукції; інноваційна сфера нашої країни і досі не стала по-справжньому привабливою для вітчизняних та іноземних інвесторів. Значною мірою такий результат пов'язаний з обмеженими можливостями держави в спрямуванні фінансових потоків в інноваційний розвиток економіки і недостатнім державним стимулюванням інноваційної діяльності;

- недовершеність нормативно-правової системи регулювання і стимулювання інноваційної діяльності;

- незважаючи на те, що базове законодавство, необхідне для формування в Україні розвиненого ринку інноваційної продукції, вже значною мірою створено, його практичне використання стримується вкрай недостатньою інфраструктурою, нерозвиненістю системи захисту інтелектуальної власності;

- повільне формування в Україні сучасного і масштабного ринку інноваційної продукції;

- спроби здійснення галузевих «технологічних стрибків» за умов збереження загальної несприятливості підприємницького та інвестиційного клімату в країні, неефективності інституційної структури економіки, що обертаються втратами інших секторів економіки. Продукція високотехнологічних галузей не знаходить збуту в інших галузях через великий технологічний відрив і відсутність мотивації до її використання, що суттєво знижує синергетичний ефект інновацій, відтак, ефективність таких «точок зростання» нівелюється в суспільному масштабі.

З огляду на існування поряд з проблемами, які можна розглядами по-різному, - і як позитив і як негатив, позитивних тенденцій розвитку інноваційних процесів, спробуємо віднайти шляхи для розв'язання та вирішення даних проблем.

Шляхами розв'язання та вирішення проблем може стати:

- вдосконалення нормативно-правової бази для забезпечення розвитку інноваційної системи України;
- необхідність системного і послідовного впровадження функціональних принципів державного управління інноваційною діяльністю;
- органічне включення всіх окремих елементів інноваційного розвитку в єдину активно і цілеспрямовано функціонуючу національну інноваційну систему, що можливо лише за умови дії потужних системоутворюючих факторів.

Такими факторами могли б стати загальнодержавні пріоритети інноваційної політики за умови їх усвідомлення на всіх рівнях як основного засобу реалізації загальнонаціональної ідеї, досягнення єдиної і спільної для всіх мети:

- створення високоефективної системи телекомунікацій, запровадження новітніх методів передачі та обробки інформації в усіх сферах людської діяльності, забезпечення якнайшвидшої інтеграції України в світовий інформаційний простір;

- формування загальнодержавної системи автоматизованого пошуку, збору, накопичення, аналітичної обробки, систематизації, консолідації, зберігання, розповсюдження і надання інформації в сфері науково-технологічного та інноваційного розвитку, єдиної системи обліку електронних інформаційних ресурсів держави;

- забезпечення через систему інформаційних ресурсів НІС широкомасштабного використання існуючого науково-технічного доробку (зокрема, баз даних НДДКР) щодо його інноваційного впровадження та підвищення рівня науково-технічного потенціалу у сфері інноваційної діяльності;

- перегляд підходів до програмно-цільового планування та фінансування інноваційного процесу, важливою особливістю якого на даний час є проблемна орієнтованість більшості програм на комерціалізацію технологій, у т.ч. й «критичних» та/або «високих»;

- прискорене використання або впровадження (іноді і на безприбуткових засадах) нововведень;

- трансфер технологій зі сфери ВПК у цивільні галузі виробництва (у т.ч. до приватного сектора господарювання);

- сприяння організаційно-фінансової інфраструктури інноваційній діяльності по забезпеченню злагодженої дії ланцюжка: «наука – технологія – виробництво – ринок». До організаційно-фінансового аспекту також слід віднести «бюджет інноваційного розвитку». Такий бюджет (або ресурс) має надаватися

підприємствам для проведення інноваційного оновлення виробництва через встановлення нормативів прискореної амортизації, пільгового оподаткування, надання «податкових канікул», інвестиційного кредиту, встановлення спеціального правового режиму пільгового оподаткування інноваційної продукції, виготовленої за інноваційними проектами, які мають державну підтримку та зареєстровані в установленому порядку. Досягти цього без використання індустрії венчурного бізнесу, тобто без створення приватних інвестиційних компаній, діяльність яких підтримується державними і суспільними фондами, є вкрай ускладненим;

- визначення національних пріоритетів науково-технічного спрямування (напрямків робіт), «критичних» та/або «високих» технологій та їх забезпечення і супровід відповідною інвестиційною, податковою та амортизаційною політиками;

- створення механізмів державного стимулювання інноваційної активності підприємств, а також здійснення інноваційного тиску на суб'єкти господарювання через введення санкцій на випуск застарілої продукції та використання неефективних ресурсо- й енергоємних та екологічно небезпечних технологій;

- визначення територій інноваційного розвитку, як територій у межах одного чи декількох муніципальних утворень, основу економічного розвитку яких складає створення та реалізація конкурентноспроможної наукомісткої продукції, а також надання послуг по її створенню;

- орієнтованість політики органів влади різних рівнів на активну взаємодію і співробітництво, як між собою, так і з підприємницькими та науковими і бізнес-освітніми секторами економіки території;

- цілеспрямована підготовка кадрів високої кваліфікації для високотехнологічних галузей, а також менеджерів інноваційної діяльності;
- упорядкування роботи технопарків, створення сучасних наукових лабораторій при корпораціях, новітньої інфраструктури і інформаційних банків технологій, спеціальних інноваційних фондів з залученням інституціональних інвесторів, комерційних банків;
- модернізація вільних економічних зон;
- створення мережі малих інноваційних впроваджувальних підприємств;
- удосконалення системи управління інноваційними проектами і програмами;
- підвищення інноваційної культури суспільства;
- створення системи організаційно-економічного та інформаційного забезпечення розвитку інноваційних процесів.

З огляду на те, що головними завданнями стратегії інноваційної політики України є забезпечення збалансованої взаємодії наукового, технічного, виробничого та підприємницького потенціалів, розробка та впровадження механізму активізації інноваційної діяльності суб'єктів підприємництва, поширення інновацій в усіх сферах національної економіки, національна стратегія, орієнтована на формування інноваційної моделі розвитку, повинна поєднувати:

- безпосередні заходи національного та регіонального рівнів, здійснювані за прямого бюджетного фінансування, які сприятимуть поліпшенню якісних характеристик вітчизняного науково-технологічного потенціалу, інтенсифікації опановування науковими

знаннями та новими технологіями, всебічному розвитку людського капіталу;

- здійснення суб'єктами національної економіки інноваційної діяльності та інвестицій інноваційного спрямування в конкурентному середовищі, збільшення пропозиції інноваційних продуктів, технологій та знань.

Наголошуючи на збалансованій взаємодії всіх суб'єктів господарювання, варто було б наголосити ще й на консолідації для забезпечення цієї взаємодії зусиль виконавчих державних інституцій з метою становлення системи нормативно-правового, організаційного, інформаційно-аналітичного та фінансового забезпечення інноваційних процесів в Україні. А забезпечення виконання даної місії закріпити за відповідною структурою Кабінету Міністрів, а саме:

1. - формування державної політики у сфері інвестицій та інноваційної діяльності;
2. – забезпечення реалізації державної політики у сфері інвестицій та інноваційної діяльності;
3. – створення національної інноваційної системи для забезпечення проведення ефективної державної інноваційної політики;
4. – координація роботи центральних органів виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності.

Основними консолідованими завданнями, які сприятимуть інноваційному розвитку на рівні держави є:

- формування інноваційно-орієнтованої структури національної економіки;
- покращення організаційно-фінансової інфраструктури інноваційної діяльності;
- цілеспрямована підготовка кадрів високої кваліфікації для високотехнологічних галузей, а також менеджерів інноваційної діяльності;

- створення ринку інноваційної продукції, на якому буде забезпечений належний рівень захисту інтелектуальної власності;
- широке застосування в усіх галузях економіки і сферах суспільного життя інформаційно-комунікаційних технологій;
- вдосконалення системи державної підтримки інноваційної діяльності та її регулювання;
- підвищення інноваційної культури суспільства.

Якщо одним із завдань є координація роботи центральних органів виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності та враховуючи запропоновану нами для Держінвестицій місію, доцільно говорити про координацію даною структурою розробки стратегії інноваційного розвитку України та, відповідно, її впливу на формування ВВП. А можливості такого впливу існують. Збільшення частки інноваційного фактору в прирості ВВП можливе за рахунок:

- збереження та розвитку науково-технічного потенціалу України;
- визначення національних пріоритетів науково-технічного спрямування (напрямків робіт), «критичних» та/або «високих» технологій, що повинно супроводжуватися відповідною інвестиційною, податковою та амортизаційною політиками;
- невідкладного проведення відповідних інноваційних перетворень, в першу чергу, за визначеними пріоритетними напрямками розвитку;
- здійснення цілеспрямованих структурно-функціональних змін в економіці;
- зміни структури експорту промислової продукції із перевагою у ній продукції з високим рівнем доданої вартості;

- збільшення частки венчурних інвестицій у високотехнологічне виробництво до 70% від загального обсягу вкладень капіталу в інноваційну сферу виробництва;

- сприяння рухові акціонерного капіталу в інноваційну сферу, як у національному, так і в міжнаціональному масштабі;

- державної підтримки венчурного підприємництва (орієнтація на венчурне фінансування, яке в найбільшій мірі сприяє скороченню робочих місць у великих промислових компаніях, диверсифікованості останніх і рівнобіжне утворення дрібних і середніх самостійних компаній, які виходять на ринок нових технологій для виробництва конкурентноздатної продукції. Тим самим прискорюється і самоорганізується процес реструктуризації економіки, у результаті якого утворюється значна кількість робочих місць, на яких виробляються товари і послуги із значною доданою вартістю);

- запровадження дієвих механізмів стимулювання інвестицій у науку та інноваційну діяльність з боку промислових підприємств усіх форм власності та банків;

- залучення значного за обсягом приватного капіталу в науково-технічну сферу;

- збільшення в обігу на фондовому ринку частки цінних паперів, що випущені малими високотехнологічними компаніями;

- формування ефективної системи залучення в цивільний оборот інтелектуальної власності та інших результатів інтелектуальної діяльності;

- здійснення модернізації вітчизняної промисловості зі створенням нових виробництв, що базуються на високих технологіях;

- включення України в глобальний науково-технологічний розвиток, що сприятиме масштабному залученню фінансових і кадрових ресурсів у технологічний розвиток економіки, збільшенню обороту зовнішньої торгівлі високотехнологічною продукцією та технологіями;

- набуття принципової ваги для прориву українських товарів і технологій на світовий ринок патентування винаходів і знаків для товарів та послуг вітчизняних розробників у розвинених країнах світу;

- патентування за кордоном і збереження прав на інтелектуальну власність за українськими винахідниками і виробниками;

- пільгового оподаткування коштів виробничих підприємств, спрямованих на освоєння високих технологій, а також витрат на наукові дослідження і розробки;

- пільгового оподаткування суб'єктів інноваційної діяльності, особливо на початкових стадіях освоєння ними нових технологій і організації випуску нової продукції;

- запровадження пільгового режиму амортизаційних відрахувань та інвестиційного кредиту – зменшення податку на прибуток на певну частину загальної вартості інвестицій в устаткування (особливо на стадії модернізації підприємства).

Враховуючи специфіку розвитку економіки України на пострадянському просторі, венчурний бізнес піддається впливу цілого ряду факторів.

Ми вважаємо, що основними факторами, які обмежують розвиток венчурного бізнесу в нашій країні:

- недосконалість законодавчої бази;

- відсутність чіткої політики сприяння розвитку венчурного бізнесу з боку держави, відсутність

економічної заінтересованості більшості господарських суб'єктів у реалізації принципово нових розробок, нововведень високого техніко-економічного рівня, нерозвиненість ринку цінних паперів;

- недостатня ефективність податкової політики, а саме високий рівень податку, який не враховує конкурентоспроможність і новизну виробів;

- правова база, яка регулює сферу дрібного бізнесу, є обмеженою;

- високі проценти за кредит;

- недостатню кількість проектів з високим економічним потенціалом, привабливих для венчурних інвесторів;

- низьку активність банків та інституційних інвесторів у венчурному інвестуванні;

- недостатню надійність механізмів захисту прав інвесторів;

- відсутність економічних стимулів для залучення прямих інвестицій в підприємства високотехнологічного сектора, що забезпечують прийнятний ризик для венчурних інвесторів;

- відсутність розвинутої системи комерціалізації і захисту інтелектуальної власності;

- недостатню інформаційну підтримку венчурної індустрії;

- відсутність інфраструктури венчурного інвестування;

- гострий дефіцит кваліфікованих фахівців, здатних управляти венчурними проектами

- відсутність конкуренції на внутрішньому ринку науково-технічної продукції.

Для стимулювання венчурного інвестування, держави використовують різні форми інструментів, які можуть бути згруповані в три основні групи:

1. Пряме надання капіталу у венчурні фонди або малі підприємства (капітал надається венчурним фондам або малим компаніям у вигляді прямих інвестицій або кредитів під низькі відсотки);

2. Фінансові пільги для інвестування у венчурні фонди або малі підприємства (державні гарантії по кредитах венчурним фондам або починаючим малим компаніям; податкові пільги або звільнення);

3. Правила, що визначають коло інвесторів, яким дозволяється вкладати кошти у венчурні фонди (наприклад, у певних розмірах пенсійним фондам і страховим компаніям).

Прямі інвестиції в акціонерний капітал з боку органів державної влади є важливим способом введення венчурного капіталу в економіку. Є тип програм, коли держава інвестує в приватні венчурні фонди, які, у свою чергу, інвестують у компанію. Є інший варіант, коли держава саме ініціює створення венчурних фондів, які надають венчурне фінансування. Створювані державою венчурні фонди, що одержують частину фінансів із приватного сектора, прийняте називати „гібридними” фондами. У цілому програми венчурного фінансування покликані вирішувати проблему недостатньої ліквідності, наявної для певного класу інвестицій.

Держава може створювати програми, що надають боргове фінансування венчурним компаніям і малим технологічним підприємствам. Нерідко ці програми – єдине джерело фінансування для малої компанії, яке неможливо одержати іншим шляхом. В інших випадках, коли існує можливість одержання кредитів із приватного сектора, державні позики надаються на більш привабливих умовах.

Таблиця 1.2

**Форми державних інструментів, що стимулюють  
венчурне інвестування**

| Тип                                                                                                                   | Ціль                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Приклад                                                                                                                                                                                                                           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. Пряме надання капіталу:<br>Державні прямі інвестиції<br>Державні кредити                                           | Надавати прямі інвестиції в венчурні фонди або підприємства малого бізнесу<br>Надавати довгострокові кредити під низькі відсотки й/або безоплатні кредити венчурним фондам або підприємствам малого бізнесу                                                                                                                             | Бельгія - Investment Company for Flanders (GIMV)<br><br>Данія - VaekstFonden (Business Development Finance) Loan Programme                                                                                                        |
| 2. Фінансові пільги:<br>Податкові пільги<br><br>Гарантування позик<br><br>Гарантування вкладень в акціонерний капітал | Надавати податкові пільги, в частковості податкові кредити (заліки) тим, хто вкладає кошти у підприємства малого бізнесу або венчурні фонди.<br>Гарантувати частина банківського позики, надаваного малим підприємствам, що відповідають певним вимогам<br>Гарантувати частина втрат від венчурних інвестицій з високої ступенем ризику | Великобританія – Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts<br><br>Франція - Societe Francaise de Garantie des Financements des Petites et Moyennes Entreprises (SOFARIS)<br><br>Фінляндія - Finnish Guarantee Board |
| 3. Визначення кола інвесторів                                                                                         | Дозволити інститутам, таким як пенсійні фонди або страхові компанії, вкладати кошти в венчурний капітал                                                                                                                                                                                                                                 | США - зміни, внесені в Закон про гарантоване пенсійне забезпечення                                                                                                                                                                |

Джерело: “Government venture capital for technology-based firms”, OECD

Пільгові умови можуть складатися:

1. Привілейована, тобто нижче ринкової процентна ставка - у цьому випадку різниця між ставкою, пропонованої на ринку, є істотною дотацією.

2. Позика із можливим продовженням строку повернення - коли обслуговування боргу проводиться з урахуванням бюджетних ускладнень компаній ранньої стадії.

3. Безповоротність позики, якщо позичальник зазнає невдачі.

Для того щоб направити кошти в стартові, зростаючі, нові, малі компанії, не зареєстровані на біржі, пропонуються фінансові пільги. Однією з форм є податкові пільги, надавані інвесторам, венчурним фондам. Фінансові пільги також можуть бути в формі гарантійних схем, які покривають боргове або пряме фінансування. Податкові пільги сприяють надходженню інвестиційних ресурсів за допомогою зниження витрат. Гарантійні схеми, пов'язані із цією діяльністю, сприяють припливу ресурсів в інвестування за допомогою зниження ризиків.

Багато держав надають податкові пільги, особливо інвесторам, як заходи стимулювання певного типу інвестування. Податкові пільги передбачають, що в системах, в яких за допомогою цих пільг інвестиції направляються в потрібне русло, є досить ліквідних коштів.

Пільги можуть надаватися для інвестицій, внесених у відповідну малу компанію безпосередньо, або для інвестицій, здійснюваних через об'єднані інвестиційні структури.

Більшість країн ОЕСР пропонують ту або іншу форму державних гарантій позик, надаваних малим компаніям. По такій програмі держава гарантує частину позики, наданої фінансовим інститутом. У випадку банкрутства одержувача позики, втрати позикодавця

обмежуються тією частиною позики, на яку гарантія не поширюється. Мета таких програм – стимулювати фінансові інститути, зокрема комерційні банки, фінансувати малі компанії, у яких є життєздатні проекти, але немає застав, під які вони можуть одержати кредити. Надавана державою гарантія, яка встановлює мінімальний рівень можливих втрат позикодавця, служить заміною застави.

У деяких країнах програма гарантій позики фінансується державою, але право на виконання цієї програми передається комерційному банку (такий порядок існує у Великобританії, США й Канаді). В інших країнах програми фінансують промислові асоціації й фінансові інститути на місцях. Ці кошти, у свою чергу, гарантуються державою (Німеччина, Франція і Японія)[129].

Ціль гарантійної програми - стимулювати надання фінансування тим перспективним компаніям, які в іншому випадку таких позик не одержали б. Для компенсації очікуваних втрат від програми гарантії позик державі виплачується премія, звичайно в межах від 0 й 2,0 % . От чому по позиках, на які поширюється гарантія, загальна процентна ставка для позичальника встановлюється вище, ніж звичайно. Величина премії із процентної ставки в різних країнах установлюється різна. Ідеального співвідношення немає, але вважається, що чим більшу частину позики гарантує держава, тим вище повинна бути премія. Втрати, понесені державою у зв'язку з невдачами, урівноважуються преміями, одержуваними за надання гарантій.

У деяких країнах існують програми гарантій акціонерному капіталу, метою яких є подолання сильного упередження багатьох інвесторів проти ризикованих інвестицій. Інвестори нерідко уникають робити прямі інвестиції через велику ймовірність невдач, що

асоціюються з молодими технологічними компаніями. Як правило, венчурні інвестори хочуть одержати норму прибутковості від передбачуваної інвестиції в межах від 30 до 50%, що дозволяє, з урахуванням можливих невдач, дістати середній прибуток на портфель інвестицій у межах 20-30%. Багато бізнес-планів малих компаній не показують таких високих прибутків. Логіка програм, гарантії, акціонерному капіталу, будується на тому, що якщо портфель захищений від багатьох витрат, пов'язаних з невдачами, то цільова (планована) внутрішня норма прибутковості для окремої інвестиції може бути знижена, хоча, у той же час, портфель може одержати бажану середню норму прибутку. Однак подібні програми ще не одержали широкого поширення.

Уряд може визначати коло інвесторів, що мають право надавати венчурний капітал або робити прямі інвестиції в малі й середні підприємства. Зокрема, деякі країни можуть не дозволяти пенсійним фондам або страховим компаніям вкладати кошти в венчурний капітал. Навіть якщо немає прямої заборони, подібні інвестиції можуть не заохочуватися. Логіка заборон в тому, що для певних типів інвесторів венчурні інвестиції мають занадто великий ризик. Подібні заборони, націлені на захист невеликих інвесторів від наслідків невдач, можуть застосовуватися надмірно широко й, безсумнівно, обмежувати приплив венчурного фінансування. Багато країн у цей час переглядають положення про інвесторів, які мають право займатися венчурними або прямими інвестиціями й розглядають можливість пом'якшення обмежень. Це обумовлено позитивним досвідом США кінця 1970-х – початку 1980-х рр., у тому числі, внесенням змін у закон про пенсійні гарантії (EURISA). Пенсійним фондам було дозволено робити венчурні інвестиції, і з'явилося нове велике джерело фінансування. Зміни

правил, в Італії, дозволяють пенсійним фондам вкладати кошти в малі компанії приватного бізнесу. Мабуть найбільше яскраво виражений ефект від змін у правилах можна спостерігати в Фінляндії, що стала заохочувати банки й пенсійні фонди вкладати кошти у венчурний капітал. У результаті, на ці дві категорії в 1995 році приходилося 79% венчурного капіталу, тоді як в 1994 році на їхню частку доводилося 20%. Японія теж розглядає можливість внесення змін у правила, які в цей час твердо обмежують участь пенсійних фондів у венчурному інвестуванні.

Таким чином, запропоновані базові принципи та функції, а також форми, методи і засоби регулювання, на наш погляд, мають стати сьогодні основою механізму державного регулювання розвитку ринку венчурного інвестування економіки України в сучасних умовах господарювання.

В останній час у світовій економіці пройшли значні зміни в виявленні джерел і ресурсів, які визначають економічний розвиток. Застарілі можливості традиційних підходів привертають все більшу увагу до різноманітних технологічних, соціальних, організаційних інновацій, які роблять наукоозброєність і наукоємність головним стратегічним елементом економічного зростання. Інноваційна модель економічного розвитку змінює саму її основу: зі сфери масового промислового виробництва рушійна сила зміщується в сферу розробки, комерціалізації, та організації впровадження різноманітної нової продукції і послуг. Це призводить до необхідності забезпечення високої концентрації на цих напрямках не тільки матеріальних і фінансових ресурсів, але й спонукає приділяти особливу увагу використанню інтелектуальних ресурсів і підприємницької ініціативи.

Аналіз тенденцій інноваційно-технологічного ринку України і можливостей економічної ситуації вказує на нагальну необхідність розвитку системи венчурного фінансування, як апробованого в світовій практиці позабюджетного шляху розвитку фінансування наукоємної сфери промисловості. Активізація інвестиційної діяльності підприємств агропромислового сприятиме інтеграції національної економіки в світовий економічний простір. Тому що на мікроекономічному рівні функції інвестицій полягають в забезпеченні можливостей ефективного вирішення (формування) та розвитку виробництва і переробки агропродовольчої продукції, забезпечення можливостей дослідження і впровадження нових технологій виробництва харчових продуктів, які роблять їх конкурентними. Відповідно, результат полягає в більш якісному задоволенні потреб населення в продуктах харчування. Однією із функцій інвестицій є зниження ризику, пов'язаного з банкрутством підприємства, мається на увазі, що для зниження ризику частина інвестованих засобів направляється на розширення сфери діяльності підприємства, на вивчення нових можливостей, які прямо пов'язані з основним видом діяльності, наприклад, інтеграція в продуктовому підкомплексі.

На макроекономічному рівні функції інвестицій полягають у забезпеченні відповідних умов для розширеного відтворення виробництва, товарів і послуг, крім того інвестиції створюють сприятливі умови для розвитку всіх галузей національної економіки, як наслідок, знижується рівень безробіття, розвивається науково-технічний потенціал суспільства. Функція інвестицій полягає у забезпеченні науково-технічного потенціалу суспільства. Крім того інвестиції виконують інтеграційну функцію.

Активізація інвестиційної діяльності в контексті зовнішньоекономічної діяльності стимулює інтеграцію переробних підприємств продовольчої сфери, передбачає якнайшвидше розширення економічної і науково-технічної кооперації з розвиненими країнами в галузі інвестування та виробництва і переробки продуктів харчування; відновлення ринків збуту з країнами Східної Європи; розширення зв'язків із західноєвропейськими країнами.

Вчасна активізація інвестиційної діяльності забезпечить високий рівень конкурентноздатності вітчизняних підприємств агропромислового виробництва шляхом:

- науково-технічного і технологічного оновлення виробництва із забезпеченням конкурентоспроможності виробництва через глибоку модернізацію;

- зменшення ресурсомісткості за рахунок ефективного використання власних енергетично-сировинних ресурсів;

- підвищення рівня внутрішньої збалансованості національної економіки з метою зменшення зовнішньої залежності за рахунок формування системи власної міжгалузевої кооперації (інтеграції) та забезпеченні певних виробничих циклів;

- формування умов для соціально орієнтованого розвитку економіки підприємств за рахунок, з одного боку, цілеспрямованої трансформації її структури, з другого - завдяки забезпеченню балансу споживчого ринку.

Для активізації інвестиційної діяльності в переробній промисловості слід:

- запровадити ефективні методи корпоративного управління;

- активізувати запровадження сучасних ринкових ефективних механізмів стабілізації економічних процесів;

- проводити економічно-обґрунтоване державне регулювання;
- усунути неоднозначність трактування нормативно-правових актів і завершити судову реформу;
- удосконалити нормативну базу з питань реалізації прав власності;
- завершити адміністративну реформу, забезпечити публічність та прозорість у прийнятті рішень органами влади і в результаті подолати бюрократизм та прояви корупції;
- сприяти розвитку ринків капіталу, в першу чергу банківського сектору, фондового та страхового ринків;
- знизити податкове навантаження;
- забезпечити стабільність політичного середовища;
- активізувати діяльність із створення позитивного іміджу держави.

Ефективне залучення інвестиції та впровадження інновацій забезпечать структурно-технологічну модернізацію переробних підприємств, стабільність темпів розвитку в середньо- та довгостроковій перспективі, ефективну економічну інтеграцію. Для цього є необхідним вирішення фундаментальних проблем макроекономічного характеру: прискореного інвестування реального сектора економіки завдяки реалізації державних заходів щодо запровадження ефективних механізмів залучення коштів населення, доходів від приватизації та створення сприятливих умов для внутрішніх і прямих іноземних інвестицій; реалізації з боку держави ефективних інституційних перетворень у напрямку реформування інститутів власності, створення ринкової інфраструктури.

У сучасних умовах країні з недостатньо високою кредитною й інвестиційною репутацією важко залучити інтерес з боку зовнішніх інвесторів. Тому велика частина загального обсягу прямих іноземних інвестицій (ПІІ) як і

раніше направляється в розвинені країни. У багатьох країнах з так називаними ринками, що розвиваються (Польща, Угорщина, Бразилія, Китай та ін.), сформувалася цілісна ринкова інфраструктура, мається стабільна і транспарентна нормативно-правова база ведення підприємницької діяльності, існують сприятливі умови для одержання високого прибутку. У сформованій ситуації на міжнародному ринку фінансових ресурсів Україні необхідно дуже дбайливо відноситися до вже наявних іноземних інвесторів і представників закордонних компаній, що діють на території країни. Світовий досвід показує, що для забезпечення приходу в Україну довгострокових приватних і інституціональних інвесторів, а не фінансових спекулянтів, що спеціалізуються на угодах з борговими зобов'язаннями, необхідно істотне поліпшення в країні бізнесу-клімату. Причому, «позитивним сигналом» для іноземних інвесторів є швидкість і радикальність економічних перетворень, зміцнення позицій місцевих підприємств. Особливо відзначимо, що динамічний розвиток вітчизняних товаровиробників є умовою подальшого припливу іноземного капіталу, оскільки формується платоспроможний попит на товари і послуги.

Для того, щоб закласти основи для «спуртового» розвитку вітчизняного підприємництва і припливу іноземних інвестицій, в Україні необхідно забезпечити: стабільне зростання макроекономічних показників і удосконалювання структури народного господарства; відповідність міжнародним нормам і незмінність правової бази; легкість входу і виходу з ринку; відсутність бар'єрів на шляху руху товарів і факторів виробництва; повноцінне введення приватної власності на землю, включаючи право на її покупку/продаж нерезидентами країни; ефективну

податкову систему з домінуванням її стимулюючої компонента; стабільність політичної ситуації.

Пряму зацікавленість у цьому виражають самі іноземні інвестори. Венчурний інвестор приходить на тривалий термін, зацікавлений в одержанні контролю над об'єктом інвестиції, прагне підвищити його ринкову ціну за рахунок позитивних економічних дій (раціоналізація структури і керування, упровадження технологічних інновацій, реінвестування прибутку). Серед інвесторів існує значна група, що орієнтується на доход вище того, котрий можна одержати в країнах зі стабільною економікою, навіть за умови вкладення коштів у ризиковані проекти. Такого роду інвестори представлені як приватними особами, так і солідними компаніями.

Для країни-реципієнта особливий інтерес представляє приплив капіталів за допомогою іноземних інвестиційних фондів розвитку. Дані інвестиційні фонди вибирають акції тих компаній, ціна яких, по оцінках фахівців фонду, має більший потенціал для швидкого росту, чим ринок у цілому. Фонд ставить своєю задачею різке збільшення вартості компанії для того, щоб надалі продати весь приналежний йому пакет акцій і дістати прибуток у виді різниці між ціною придбання акцій і виторгом від їхнього продажу. Відмітною рисою таких фондів є те, що весь поточний прибуток контрольованого фондом підприємства реінвестується. Фактично фонд і його пайовики не зацікавлені в одержанні дивідендів, оскільки орієнтовані на більш перспективні цілі.

Природно, що в умовах ринкової економіки і неоднозначності технологічних змін, що відбуваються, інвестори венчурних інвестиційних фондів можуть і втратити частину своїх інвестицій. Однак наявність в авторитетних глобальних інвестиційних банків (керуючих інвестиційними фондами) колосального досвіду роботи,

великих інформаційно-аналітичних центрів і висококваліфікованих команд фінансових менеджерів дозволяє звести ризик утрат до прийнятного мінімуму і гарантувати одержання запланованого прибутку.

Треба сказати, що країни з ринками, що розвиваються, представляють широкі можливості саме для інвестиційних фондів розвитку і венчурного підприємництва в цілому.

По-перше, значна кількість підприємств, що пройшли корпоратизацію, але усе що ще знаходяться під контролем держави, мають низьку ринкову ціну і привабливість для потенційних інвесторів у силу обтяженості боргами, наявністю неефективного вторинного виробництва, нераціональної системи керування. Багато підприємств в Україні можуть вирости в ціні тільки за рахунок проведення санації, причому не потребуючих значних витрат.

По-друге, в Україні мається більше простору для підприємницької діяльності, чим у країнах з розвитий ринковою економікою. Ще не всі ринкові ніші зайняті, а конкуренція не носить настільки твердого характеру, як у розвинених країнах. Особливо це відноситься до сфери інформаційних технологій.

На відміну від стратегічних промислових інвесторів, у ролі яких найчастіше виступають ТНК, інвестиційні фонди розвитку і венчурний капітал у цілому не приводять до підпорядкування економіки країни інтересам гігантів світового бізнесу. Ні для кого не є секретом, що ТНК і МНК прагнуть до удосконалювання своїх технологічних ланцюгів, що, у кінцевому рахунку, приводить до втрати незалежності ланки ланцюга. А використання трансферних цін дозволяє ТНК одержує прибуток, минаючи національні податкові системи. Недарма уряди Польщі й Угорщини виявляють заклопотаність у зв'язку з результатами

приватизації, унаслідок якого національні економіки стають занадто залежними від закордонних корпорацій: до 80 % експорту з цих країн приходить на частку угод у рамках ТНК.

Є ще один штрих у діяльності інвестиційних фондів розвитку. Їх «секретною зброєю» є команди професіоналів різного профілю, що на придбаних або контрольованих підприємствах впроваджують інноваційні управлінські, маркетингові технології, раціоналізують фінансові потоки й у такий спосіб створюють стартові умови для їхнього подальшого розвитку. Таким чином, утвориться прошарок національних кадрів, що володіють сучасними управлінськими технологіями. Навіть якщо в якийсь момент часу інвестиційний фонд і прийме рішення про згортання своєї діяльності, у країні залишиться когорта фахівців, здатних до ефективного керування вітчизняними підприємствами. Не можна не зупинитися і на позитивному впливі на соціальну ситуацію в країні. Залучення непозикового іноземного капіталу приводить до зміцнення в країні середнього класу. Він чисельно і якісно росте.

Україна має дуже серйозний нереалізований потенціал роботи з непозиковим іноземним капіталом. Перспективи відкриваються привабливі. Уже є, нехай невеликий, але позитивний досвід роботи в цьому напрямку. У цій ситуації надзвичайно важливо не проста взаємодія вітчизняних фахівців, керівників, чиновників із представниками іноземного капіталу, але й усвідомлення роботи на єдиний результат, при якому виграють усі.

В ринковій економіці дія об'єктивних економічних законів формує особливе середовище, в якому постійно генерується науково-технічний прогрес, а пов'язані з ним можливості дозволяють учасникам конкурентної боротьби перемагати суперників по відносному рівню витрат на

виробництво, якості продукції, що випускається, швидкості адаптації та пристосування до попиту, що постійно змінюється. Чим жорсткіша конкуренція, тим менше у виробника відкладених «про запас» наукових ідей або технічних рішень і тим коротший шлях «наука - виробництво - ринок».

Однією із вирішальних умов прискореного впровадження досягнень науково-технічного прогресу у виробництво є державне втручання в механізми запуску цих процесів та створення умов для можливих форм взаємодії та інтеграції організацій, що реалізують різні стадії інноваційного циклу.

Пошуки нових організаційних форм інтеграції науки та виробництва в промислово розвинених країнах почалися в першій половині 50-х років минулого століття, та після незначного спаду інтересу до цього, в середині 60-х - початку 70-х років, наступив час, що характеризувався бурхливим розвитком різних форм кооперації та інтеграції науки та виробництва. З середини 70-х років в капіталістичних країнах відмічено також загострення проблем захисту інтелектуальної власності.

В сучасних умовах на ринку технологій розширився склад діючих осіб. Круг агентів ринку прикладних знань раніше був обмежений тільки вченими-експериментаторами або винахідниками, з однієї сторони, та підприємцями-промисловцями - з іншої. Ріст складності та комплексності наукових досліджень і розробок, перетворення їх в «індустрію винаходів і технологій», розвиток якої неможливий без значного ресурсного забезпечення, поставив в технічній сфері на перший план науково-дослідницькі колективи при одночасному пониженні ролі новаторів, що працюють самостійно. Так, згідно даним американських учених на початку XX століття індивідуальні винахідники надавали більше 70%

патентних заявок, зараз ця доля понизилась до 20%. Однак індивідуальний винахідник відіграє та буде відігравати роль генератора нових (неординарних) ідей, які не зможуть народитися в науково-дослідницьких колективах. Але для розробки оригінальних технологій чи впровадження нової продукції в сучасне промислове виробництво потрібна робота колективів, наукових лабораторій, конструкторських бюро, технологічних підрозділів тощо.

В технопаркових структурах здійснюється обмін науково-технічними та виробничими ідеями; створюються малі інноваційні підприємства, що здатні оперативно використовувати на виробництві найновіші результати дослідницьких розробок; здійснювати інтенсивний обмін кадрами між наукою та виробництвом. Початківцям-підприємцям надають сприяння за рахунок так званих ризикових капіталовкладень в організації «наукоємного бізнесу» багато численні фонди та служби: консультаційні, кадрові, інформаційні та ін., а також місцеві органи державної влади.

В останні роки західні компанії активно підтримують розробку нових напрямків технічної творчості з допомогою венчурного капіталу, який надається винахіднику для перетворення його нововведень в дослідний зразок. Якщо останній виявиться перспективним, то промислова компанія може купити новинку у винахідника, найняти його в якості консультанта чи службовця. Для цього використовується так звана патронуюча (кваліфікаційна) ліцензія (master license), по якій винахідник стає членом дослідницького колективу компанії, яка зайнята доопрацюванням його винаходу. На протязі терміну дії такої ліцензії винахідник отримує заробітну плату, а від реалізації цієї продукції на ринку - долю прибутку (часто до 50%).

У структурі науково-виробничого комплексу на сучасному етапі має рости доля малого та середнього інноваційного підприємництва, мають рости та ставати більш різноманітними його зв'язки зі всіма галузями економіки. Відповідно розвиватися форма організації інноваційної діяльності, форми підтримки малого та середнього інноваційного бізнесу.

Новий етап науково-технічної революції потребує й нових організаційних форм забезпечення науково-технічного прогресу, форм, що зорієнтовані на оновлення існуючих науково-технічних і виробничих структур. Тому весь малий та середній інноваційний бізнес - від невеликих дослідницьких компаній до винахідників-одинаків – підтримується державними структурами практично всіх розвинутих капіталістичних країн. Головними в державній економічній політиці цих країн являються забезпечення сприятливих умов «інноваційного клімату», внесення елементів свого роду органічної системи управління на макрорівні - у взаємовідносинах держави та малого і середнього інноваційного бізнесу. При цьому – на відміну від взаємодії на вже сформований економічно та організаційно великий бізнес - держава основні «зусилля направляє на початкові та «перед-початкові» періоди становлення малих новаторських фірм».

Необхідно відмітити, що існує ряд визначень сутності технопаркових структур, однак є розходження учених і практиків в самій термінології. В економічно розвинутих країнах реалізуються різні концепції створення технопарків, що об'єднують у собі широкий спектр різних об'єктів. Відмінності у визначеннях пов'язані з особливостями науково-технічної політики країни, регіону, вибраної спеціалізації (технологія, виробництво, послуги), виду підприємницької діяльності і т.п. Разом з тим загальним для всіх концепцій технопарків є те, що їх серцевиною

ракується інкубатор (інноваційний, технологічний, бізнесовий), що виконує ключову роль в проведенні політики стимулювання процесу засновництва та всебічної підтримки розвитку нових фірм та підприємств.

Інкубатор представляє собою найбільш ефективну форму організаційної підтримки малих підприємств на початковій стадії їх розвитку. Базовою концепцією, що покладена в основу визначення інкубатора, являється створення інструментарію для реалізації підприємництва.

Стартовий капітал - не єдиний дефіцитний ресурс для нових компаній. В останні роки малому бізнесу надається практично весь асортимент послуг, необхідних для його становлення. Ідея повного забезпечення малих фірм всім необхідним знайшла втілення в організації «інкубаторних» програм. Головне призначення «інкубаторів» – перед-початкова та початкова підтримка малого, переважно інноваційного, підприємництва, допомога потенційним підприємцям, які хочуть, але не можуть розпочати власну справу.

Бізнес-інкубатор як одна із форм такої підтримки значно стимулює розвиток нових фірм. В багатьох закордонних джерелах інкубатори називаються по-різному, наприклад «інноваційний центр», «центр підтримки підприємництва», «технологічний бізнес-центр» і т.п. Однак суттєвою особливістю даної форми організації являється те, що в першу чергу така структура займається розвитком не конкретного товару, а незалежного суб'єкта підприємницької діяльності.

Характерною рисою сучасного економічного простору України є утворення багатоступінчастої моделі інвестиційної діяльності. Її структуризація та інституціоналізація з розмежуванням функцій, завдань між різними суб'єктами господарювання дає змогу відобразити ставлення різних типів людей до ризику і діяльності,

пов'язаної з ним. Побудова цієї моделі та її застосування в системі державного управління є актуальним та важливим завданням сьогодення.

У Європі не існує, подібно до США, поділу на класичні інвестиційні фонди, й фонди прямих інвестицій. Крім того у Європі співвідношення венчурного капіталу й капіталу інвестицій 1:1, у той час, як у США це відношення близьке до 1:5. Переходячи до порівняння часткових значень, у загальному обсягу європейських прямих інвестицій вкладення в ранні стадії становлять 7,4% проти 5,7% у США, у стадію розширення - 35% проти 8,6%, у пізні стадії - 8% проти 4,4%. Таким чином, на сьогоднішній день європейський венчурний бізнес навіть більшою мірою, ніж американський, орієнтований на реальну підтримку й розвиток малих і середніх підприємств, особливо на стадії розширення.

На відміну від структури галузевих переваг у США, європейські венчурні фонди більше диверсифіковані й розміщують інвестиції практично в усі сектори економіки. В останні роки відбувається переорієнтація європейських венчурних інвестицій у технологічний сектор, що є загальносвітовою тенденцією для промислово розвинених країн.

Венчурні фонди сьогодні змушені працювати на відносно невеликих за розмірами ринках, що на даному етапі характеризує низька конкуренція серед виробників товарів і послуг, а також достатньо невисока платоспроможність населення. Насамперед це стосується споживчих ринків, наприклад, виробництва продуктів харчування і будівельних матеріалів, а також сфери роздрібної торгівлі. Ці ринки залучають венчурних інвесторів тому, що вони динамічно розвиваються і мають прямий «вихід» на кінцевого споживача, а отже, на «живі» гроші[184].

Залучення коштів для венчурного інвестування з українських джерел надзвичайно утруднене. Аналіз традиційних джерел свідчить про дуже слабкий розвиток цього сектора економіки та несприятливе законодавство і відсутність комерційного інтересу на тлі високого ризику.

Розглянемо особливості та проблеми політики венчурного інвестування декотрих фінансових установ.

Інвестиційна політика українських банків у значній мірі визначається високою інфляцією, нестабільністю курсу обміну гривні й іноземної валюти і не високою прибутковістю державних цінних паперів. Банки виявилися невідповідними для довгострокових інвестицій. Дорогі, короткострокові, малоризиковані позики, що пропонуються українськими банками їхнім клієнтам і на який українські підприємці змушені погоджуватися в сформованій ситуації, не сприяють інвестуванню банків у венчурні фонди.

Пенсійні фонди. Відповідно до Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.07.2003 р. № 1057-IV пенсійним фондам дозволено інвестувати кошти в досить обмежені фінансові інструменти: державні цінні папери, банківські депозити, нерухомість, акції кватованих компаній[92].

Враховуючи нестабільність фінансового ринку, зокрема фондового, це в значній мірі ускладнює розвиток інвестування. В класичному розумінні венчурні фонди фінансуються з пенсійних та страхових фондів. Ринок страхування в Україні почав розвиватися лише на початку 90-х років. Започаткування надання послуг у сфері страхування на комерційній основі призвело до утворення в Україні багатьох страхових компаній, однак загальна сума страхових премій, зібраних за рік незначна. Загальний акціонерний капітал усіх українських страхових компаній можна порівняти з акціонерним капіталом однієї

респектабельної страхової компанії в якій-небудь західній країні. Тому проблема обмеженості ресурсів на сьогодні постає особливо гостро[83].

Низька активність венчурних фондів пов'язана з низкою причин: триває реструктуризація економіки; простежується нерозуміння сутності венчурного капіталу не лише серед підприємців, а й банківських спеціалістів і консалтингових фірм; брак прозорості й відкритості у бізнесі та інформації; нерозвиненість інфраструктури венчурного капіталу; відсутність спеціалістів з управління венчурними фондами[5].

Ефективним механізмом розвитку ринку венчурного капіталу в Україні може стати створення відповідної інфраструктурної мережі на базі консалтингових фірм, які надаватимуть послуги малим підприємствам у науково-технічній сфері; зокрема, стати для венчурних компаній джерелом інформації про перспективні проекти, що вимагають інвестицій; сприяти доведенню технологічних розробок до стадії готових до комерціалізації та встановлення контактів між підприємцями й інвесторами; здійснювати ретельний відбір учасників венчурних проектів як з боку потенційних інвесторів, так і з боку підприємців, які потребують фінансових ресурсів.

Підсумовуючи проведений аналіз ситуації, можна зазначити, що венчурний капітал в Україні перебуває на початковій стадії розвитку і його роль у фінансовій системі незначна. Банки найбільш підготовлені для цих структур, а зміни в законодавстві дозволять пенсійним фондам діяти як інвесторам венчурного капіталу. Зростання страхових компаній та їхнє злиття може призвести до створення ще одного джерела для венчурного капіталу.

Нерозвиненість фондового ринку є головною складністю у виході інвестора з бізнесу і є однією з головних причин повільного розвитку венчурних послуг в

Україні. Крім того, розвиток венчурного бізнесу в Україні потребує істотного удосконалення законодавчої бази, захисту й підтримки з боку держави. Усунення більшості наявних перешкод на шляху венчурного капіталу створить у подальшому сприятливі умови для його розвитку в Україні.

На основі виявлення системних тенденцій інноваційного розвитку в світовій економіці, можна зробити висновок, що суттєве підвищення ефективності інноваційного підприємництва може бути досягнуто за рахунок активізації і стимулювання позабюджетних джерел фінансування інноваційної діяльності - створення системи венчурного фінансування. При цьому вона повинна створюватись із застосуванням так званої "селективної" політики - державної політики з активним залученням приватного, у тому числі й іноземного капіталів, реалізації і впровадження цільових інноваційних програм.

В якості координуючого органа системи венчурного фінансування доцільно створити Інноваційну венчурну компанію, головною функцією якої є розвиток і підтримка венчурного підприємництва, залучення приватного капіталу і створення фондів венчурного інвестування з виходом на світовий ринок інтелектуальної власності і венчурного капіталу.

Інноваційна венчурна компанія повинна проводити моніторинг та відбір інноваційних проектів, виконувати їх комерціалізацію, випускати інвестиційні сертифікати для залучення інвестицій та створювати пайові венчурні інвестиційні фонди, інвестувати в технологічні компанії, які реалізують інноваційні проекти, та управляти відповідними корпоративними правами і інноваційними проектами та ризиками. При цьому Інноваційна венчурна компанія виконує два класи задач. По-перше -

безпосередньо комерційна діяльність з метою отримання прибутку, який формується за рахунок надання послуг по комерціалізації інноваційних проєктів (в тому числі результатів науково-дослідних робіт, які фінансуються за рахунок бюджету по статті наука) та винагороди за управління активами венчурних фондів. По-друге - реалізація політики з інноваційного розвитку держави.

Сформулюємо її задачі відповідно комерційної діяльності та реалізації інноваційної політики наступним чином:

Комерційна діяльність:

- Пошук, аналіз та відбір інноваційних проєктів та пропозицій.
- Моніторинг інноваційного потенціалу.
- Комерціалізація інноваційних пропозицій.
- Проведення комплексної експертизи інноваційних проєктів і технологічного аудиту підприємств.
- Супровід і оптимізація інвестиційних проєктів.
- Маркетинг, залучення інвестицій, створення венчурних пайових і корпоративних інвестиційних фондів.
- Управління інноваційними проєктами, корпоративними правами і активами венчурних фондів.
- Прогнозування, оцінка та управління ризиками інноваційних проєктів.
- Оперативний аналіз і корегування ефективності вкладень інвестицій у малі венчурні фірми.
- Створення стартових високотехнологічних підприємств (венчурів), акціонерних компаній.
- Трансфер новітніх технологій та розробок.
- Створення регіональних венчурних та резервних фондів для підтримки венчурних підприємств.
- Відпрацювання технології цільового фінансування проєктів, включаючи стадію попередньої експертизи.

Залучення не банківських фінансових ресурсів для дольового кредитування інноваційних проєктів.

- Створення й підтримка інноваційної інфраструктури. Організація інноваційних технологічних підрозділів Фонду в регіонах, навчання й підготовка в області комерціалізації технологій.

- Консалтингові послуги. Інформаційно-аналітична підтримка інноваційного бізнесу.

Реалізація політики з інноваційного розвитку держави, метою якої є:

- максимальне використання інноваційного потенціалу для соціально-економічного розвитку держави;

- подальший розвиток економіки з урахуванням науково-технічних, промислових, природних та геополітичних особливостей регіонів;

- визначення пріоритетних напрямків розвитку інноваційно-технологічного бізнесу в регіонах;

- розвиток наукомісткої й конкурентоспроможної продукції регіонів;

- розробка інноваційних регіональних програм розвитку науково-технологічного потенціалу з пріоритетних напрямів;

- залучення науково-дослідних, академічних та учбових інститутів на світовий ринок ідей і технологій;

- включення України у світовий ринок венчурного капіталу та впровадження сучасних схем фінансування розвитку науки і техніки;

- зміна системи цінностей і орієнтирів підприємницької ініціативи;

- формування інноваційної культури суспільства.

Як показує світовий досвід, такі інноваційні компанії - це ефективна форма організації функціонування венчурного підприємництва. Інноваційна венчурна компанія отримує прибуток за рахунок надання послуг по

комерціалізації інноваційних проектів, (в тому числі проектів, які фінансуються за рахунок бюджету) та винагороди за управління активами венчурних фондів, яка формується відповідно договору про управління корпоративними правами та інноваційними проектами з інвесторами. Винагорода за активами венчурних фондів встановлюється у співвідношенні до номінальної вартості розміщених інвестиційних сертифікатів та різниці між витратами на придбання корпоративних прав та доходами від їх реалізації. Інноваційна венчурна компанія і її мережа венчурного фінансування зможуть вирішити цілий спектр проблем соціально-економічного характеру. Оскільки іноземні інвестори не поспішають вкладати капітал, не виявляють бажання співпрацювати з малими підприємницькими структурами, які неспроможні впроваджувати прогресивні технології, то Інноваційна венчурна компанія, отримавши статус юридичної особи, зможе контролювати фінансові ресурси, стати реальним партнером іноземних інвесторів і венчурного капіталу. Тобто Інноваційна венчурна компанія зможе виконувати функції гаранта і посередника між венчурними підприємствами і венчурним капіталом, створювати резервні фонди венчурного капіталу для підтримки венчурних технологічних компаній і фінансування регіональних венчурних фондів, залучення до фінансування венчурних технологічних компаній іноземного венчурного капіталу.

Після виявлення та комерціалізації інноваційної пропозиції, інноваційна венчурна компанія приймає рішення про створення пайового венчурного фонду для інвестування підприємств щодо реалізації відібраного проекту. З цією метою компанія проводить приватне розміщення інвестиційних сертифікатів.

Визначимо умови венчурного інвестування переробних підприємств продовольчої сфери:

6. Наявність у фірми привабливого інноваційного проекту, з відповідними характеристиками, тобто наявності бізнес-плану, експертних висновків.

7. Наявність відповідного управлінського персоналу, який здатний реалізувати цей проект і потенційного ринку збуту для майбутнього продукту.

8. Недержавна форма власності фірми. (Підприємство повинно бути акціонерним або в ході фінансування стати акціонерним).

9. Інноваційний проект повинен забезпечити зростання капіталу в середньому не менше 50%.

10. Фірма повинна мати узгоджений варіант виходу венчурного інвестора з бізнесу, тобто механізм продажу акцій.

Пріоритетні напрямки інвестування визначимо наступним чином:

- прибуткові високотехнологічні компанії з високим потенціалом росту;
- компанії, продукція яких експортується;
- компанії, які випускають імпортозамінюючу продукцію для потреб вітчизняного споживача;
- придбання перспективних компаній за привабливою вартістю.

Процес інвестування передбачає внесок у вигляді паю в статутний фонд фірми або придбання частки акцій підприємства-клієнта, еквівалентний вносимому капіталу Фонду (але, як правило, не більше 50%) із наступною участю представника Фонду в процесі управління підприємством (проектом).

В залежності від умов договору, Фонд може тривалий час залишатись співвласником фірми або після

одержання запланованої норми прибутку продати свою частку власності.

В Україні доцільно використовувати такий механізм фінансування інноваційних проектів: на суму коштів, що потрібні для діяльності підприємства (реалізації нової ідеї) компанія випускає інвестиційні сертифікати й виконує їх приватне розміщення серед можливих інвесторів. Цим самим Інноваційна венчурна компанія бере на себе відповідальність перед інвесторами за прибутковість інноваційного проекту.

В загальному випадку при подальшому розвитку інвестиції крім венчурних компаній можуть бути вкладені і в нові венчурні фонди. При цьому доцільно припустити, якщо Інноваційна венчурна компанія буде інвестувати в уставний фонд приватних венчурних фондів, то вона буде сприяти розвитку інноваційної інфраструктури та відігравати роль стимулятора наукоємного технологічного бізнесу, тим самим створювати нові робочі місця та збільшувати надходження в міський бюджет.

Організація діяльності венчурних фондів в Україні передбачає систему комерціалізації інноваційного ресурсу, тобто проведення відбору, аналізу оформлення, експертизи та бізнес-планування технологічних проектів з додатковою незалежною експертизою для ефективного впровадження і зниження ризиків інноваційних бізнес-проектів. Для виконання цих задач Інноваційна венчурна компанія створює Центр комерціалізації технологій, який виконує моніторинг, відбір та комерціалізацію проектів.

На етапі комерціалізації (тобто при розробці бізнес-планів) формуються дві групи інноваційних проектів, одна з них орієнтована на трансфер технологій, друга на безпосередню організацію виробництва продукції.

Процес вибору проектів для фінансування передбачає застосування наукових методів оцінки

доцільності вкладання венчурного капіталу у наукомісткі підприємства, а також враховує інтуїцію менеджменту інноваційної венчурної компанії.

Вибір інноваційного проекту складається з двох етапів: визначення ефективності проекту; визначення ефективності господарської діяльності венчурних фірм.

Для визначення ефективності проекту проводиться відповідний економічний аналіз, який згідно з міжнародними стандартами застосовує такі критерії прийняття рішень венчурними підприємцями:

- відсутність інших вигідних альтернатив (серйозні конкурентні переваги над аналогами проекту);
- мінімізація ризику втрат доходу;
- забезпечення стабільності надходжень у майбутньому;
- висока рентабельність з урахуванням дисконтування;
- новизна проектів.

Таким чином, експертиза інноваційних проектів дає змогу оцінити їх із точки зору інвестиційної привабливості з допомогою таких показників:

- чиста приведена вартість (NPV - Net Present Value);
- внутрішня норма рентабельності (IRR - Internal Rate of Return);
- термін окупності витрат (PP - Payback Period).

Ефективність господарської діяльності поділяється на такі види:

- економічний (показники враховують у вартісному вираженні всі результати й витрати, обумовлені реалізацією інновацій);
- науково-технічний (новизна, корисність, естетичність, компактність);

- фінансовий (розрахунок показників ґрунтується на фінансових показниках);

- ресурсний (показники відображають вплив інновацій на обсяг виробництва й споживання певного виду ресурсу);

- соціальний (показники враховують соціальні результати реалізації інновацій);

- екологічний (показники враховують вплив інновацій на навколишнє середовище).

В основі концепції вибору венчурних проектів має бути положення про те, що вартість стійкої валюти сьогодні є більшою, ніж завтра. Західні спеціалісти пропонують користуватись таким правилом: гроші, вдало вкладені у бізнес сьогодні, у перспективі мають давати дохід, але ті самі гроші, не вкладені в діло, із часом можуть втратити свою вартість через інфляцію, ризик, схильність до ліквідності. Та існує ще один важливий висновок: чим більш довгостроковими й ризикованими є проекти, то тим більше повинна бути їх дохідність.

У загальному вигляді майбутню вартість інвестицій венчурних компаній можна розрахувати, виходячи із залежності;

$$MB = PB(1 + g), \text{ де}$$

**MB** - майбутня вартість тієї суми, яку вкладають венчурні інвестори у будь-якій формі сьогодні і якою будуть володіти спільно з венчурними фірмами через деякий період часу  $n$ , залежно від вкладених коштів;

**PB** - поточна (сучасна) величина тієї суми, яку вкладають венчурні інвестори для отримання доходів у майбутньому;

**g** - індивідуальна ставка дисконту за венчурним проектом.

Змінною величиною в залежності є індивідуальна ставка дисконту, що її встановлюють з урахуванням ризику, інфляції тощо.

Отже, для вкладення власних інвестицій інвестор може вибрати ті венчурні проекти, які здатні забезпечити найвищі прибутки на вкладений капітал. Хоча високі проценти на вкладений капітал, як правило, у тих проектів, що мають низький рівень захисту.

У процесі венчурного інвестування можна виділити п'ять основних етапів:

#### 1. Попередня оцінка

1.1 Вивчення бізнес-плану, який необхідно скласти згідно з вимогами венчурних компаній

1.2 Оцінка проекту відповідно до довгострокової політики інвестора:

- відповідно до вільних грошових коштів;
- з точки зору того, чи вписується цей проект у портфель вже укладених угод і чи не порушує він його баланс;
- відповідно до обґрунтованості і можливості проекту забезпечити високий рівень прибутковості.

1.3 Потенціал і оцінка особистих здібностей керівництва проекту з метою визначити, чи зможе цей колектив виконати дане завдання.

2. Попередня угода про умови фінансування. Визначення головних умов венчурної угоди.

#### 3. Детальний аналіз й оцінка.

3.1 Вивчення історії становлення фірми з метою оцінки її потенціалу, диверсифікованості й поведінки в умовах ринку.

3.2 Детальний аналіз бізнес-плану.

3.3 Вивчення фінансової ситуації фірми, середньозваженої величини минулих доходів і кола можливих споживачів. Аналіз фінансового звіту

підприємства та порівняння його даних із результатами діяльності інших компаній тієї ж галузі.

3.4 Оптимістична й песимістична оцінка прогнозних результатів.

3.5 Оцінка попиту та обсягу потенційного ринку нової продукції, а також стану ринку аналогічних товарів.

4. Вирішальна угода.

4.1 Розробка відповідної записки з детальним описом угоди.

4.2 Підготовка офіційної угоди, яка укладається між підприємцями і фірмами венчурного капіталу.

5. Післяінвестиційна діяльність. Випуск продукції підприємством і допомога венчурних інвесторів.

За кордоном створюються незалежні компанії венчурного капіталу, які залучають засоби інших інвесторів і створюють фонд венчурного капіталу. Цей фонд має форму партнерства, в якому фірма-організатор виступає як головний партнер, вносить, як правило, 1% капіталу, але несе повну відповідальність за управління фондом. Зібравши цільову суму, фірма венчурного капіталу закриває передплату на фонд, після чого переходить до його інвестування. Розмістивши один фонд, фірма пропонує передплату на другий. В основному, фірми управляють декількома фондами, що знаходяться на різних стадіях розвитку. Це служить засобом, по-перше, акумуляції фінансових ресурсів, по-друге, реалізації основного принципу венчурного інвестування - розподілу та ліквідації ризиків.

Для управління корпоративними правами та інноваційними проектами в структурі Інноваційної венчурної компанії створюється Агентство по трансферу технологій та управлінню інноваційними проектами, яке приймає участь в управлінні підприємством, що інвестується. Інноваційна венчурна компанія обумовлює

собі місце в Раді Директорів, як правило, в статусі non-executive, тобто місце директора, який не приймає участі у поточному управлінні компанією.

Право вето являється загальноприйнятою формою зниження ризиків Інноваційної венчурної компанії при управлінні компанією, яка інвестується.

Складання й контроль виконання річного кошторису витрат компанії (бюджету) являється найбільш діючим інструментом. При підготовці інвестиції складається бюджет на перший рік, в майбутньому це стає постійною практикою післяінвестиційного управління.

Інноваційна венчурна компанія сама вирішує ступінь своєї участі в управлінні компанією. Найголовнішим тут виступає її доступ до інформації, яка поділяється на фінансову та виробничу.

Фінансова інформація повинна включати в себе:

- щомісячний звіт про прибуток і збитки;
- щоквартальний баланс із звітом по збитках і витратах;
- щоквартальний план руху грошових засобів;
- річна калькуляція витрат на виробництво.

Виробнича інформація включає у себе звіт про розвиток підприємства, який необхідно буде робити щоквартально.

Виробнича звітність повинна включати в себе наступні відомості:

- про зміни ринкової ситуації;
- про появу нових конкурентів, технологій і продуктів;
- про виконання замовлень і про потенційний портфель замовлень;
- про ріст (спад) об'єктів реалізації, зміну чисельності персоналу.

Інноваційна венчурна компанія залучає незалежного аудитора для перевірки звітності. Більш того, вона проводить незалежний збір інформації. Інноваційна венчурна компанія водночас приймає участь в управлінні декількома різними підприємствами (проектами).

Управління інноваційними проектами можна розглядати з трьох позицій:

- як систему функцій;
- як процес прийняття управлінських рішень;
- як організаційну систему.

Узагальнено цикл управління можна зобразити двома стадіями:

- розробка інноваційного проекту;
- управління реалізацією інноваційного проекту.

На першій стадії визначаються цілі проекту та очікуванні кінцеві результати, дається оцінка конкурентноздатності й перспективності результатів проекту, можливого ефекту, формуються склад завдань і комплекс заходів проекту, здійснюється планування проекту й оформлення його. Найважливішим на цій стадії являється оцінка реалізуємості проекту.

На другій стадії проводиться вибір організаційних форм управління, вирішуються задачі виміру, прогнозування та оцінки оперативної ситуації по досягненню результатів, витратам часу, ресурсів і фінансів, аналізу та усуненню причин відхилення від розробленого плану, коригування плану.

Управління інноваційними проектами може здійснюватись за допомогою різних організаційних форм: лінійно-програмною, проектною, координаційною та матричною.

При лінійно-програмній формі всі виконавці інноваційного проекту підпорядковані одному органу. Така форма найбільш підходить при виконанні одного або

декількох складних, довгострокових і капіталомістких проєктів.

При проєктній формі реалізується системний підхід до управління, при якому вся сукупність робіт, що забезпечує вирішення конкретної проблеми розглядається не з позицій установленної ієрархії легкості, а з позиції досягнення постановленої цілі чи вирішенню вказаної проблеми.

Для управління конкретними проєктами створюються комплексні органи, які наділені всіма необхідними повноваженнями.

У проєктній структурі для вирішення конкретної інноваційної задачі створюється спеціальна робоча група, яка після завершення роботи над проєктом розформовується.

На сучасному етапі розвитку економіки нашої держави інтенсивно йдуть процеси інтеграції України в структуру глобальних (міжнародних) фінансових ринків, які потребують прогнозування ефективності інвестицій (як спекулятивних, так і стратегічних) і оцінку супутніх цьому процесу ризиків.

Більшість наявних в Україні аналітичних фінансових технологій неефективні при вирішенні цих задач. Тому і вітчизняні, і закордонні фінансисти в більшості випадків змушені приймати відповідальні рішення в умовах невизначеності, що може призвести до значних втрат і, навіть, банкрутства.

Визначення ризику є невід'ємною складовою частиною розрахунків, пов'язаних з оцінкою доцільності вкладення інвестицій у сферу венчурного бізнесу. Венчурний бізнес можна змодельовати як порівняння поточних ефектів двох проєктів - проєкту венчурної фірми та проєкту інвестиційних компаній венчурного капіталу. Рівновага між цими проєктами можлива за умови

однакового врахування ризиків учасниками венчурного капіталу.

Основні методи зниження ризику у венчурному бізнесі:

- диверсифікація;
- страхування;
- розподіл ризику;
- пошук інформації;
- нові технології прогнозування, оцінки та

управління ризиками.

Для венчурного інвестора є можливість диверсифікувати свій портфель інвестицій за рахунок вкладень у підприємства, що перебувають на різних стадіях свого розвитку, а також шляхом вкладень в економіку різних країн. Диверсифікація дає змогу значно знизити ризик.

Знизити ризик можна також за допомогою страхування. Особливо слід звернути увагу на нову форму страхування ризиків, на основі якої забезпечується компенсація однієї форми ризику іншою. Її специфіка полягає у тому, що ризики змін цін на певні товари перекладаються на іншу ланку. Такий метод зниження ризику має практичне втілення у різних формах торгівлі, включаючи ф'ючерси, опціони, спекуляцію.

Розподіл ризику - це метод, що передбачає розподіл великих втрат від прийняття рішень між партнерами. Така форма зниження ризику передбачає об'єднання зусиль і коштів підприємців у венчурний капітал для вирішення спільних економічних проблем.

Нові технології прогнозування, оцінки та управління ризиками дозволяють:

- адекватно оцінювати й прогнозувати будь-яку невизначену (нечітку) ситуацію, яка появилась на ринку;

- з високою точністю аналізувати доступну в ринкових умовах первинну інформацію;
- кількісно оцінювати різні фінансові ризики.

У зв'язку з цим ситуативно-аналітичний Центр буде вирішувати наступні задачі:

1. Прогнозування курсів валют, акцій, опціонів, ф'ючерсів та інших фінансових інструментів на міжнародних ринках - для фінансових компаній, банків.

2. Прогнозування курсів валют та розробка ефективних стратегій хеджування (страхування) валютних ризиків - для компаній експортерів та імпортерів.

3. Прогнозування макроекономічних індикаторів, інвестиційного клімату й оцінка державного ризику України - для іноземних інвесторів та інформаційних агентств, органів державної влади, аналітичних і консалтингових структур.

4. Оцінка інвестиційної привабливості галузей та окремих підприємств, передінвестиційні дослідження, інвестиційне проектування та бізнес-планування, включаючи кількісну оцінку ризиків - для вітчизняних та іноземних стратегічних інвесторів, банків.

5. Розробка, оптимізація та оцінка ризиків зовнішньоекономічної діяльності - для компаній експортерів та імпортерів.

6. Оптимізація управління й верифікація ділінгової діяльності, кредитної політики тощо - для фінансових компаній і банків.

7. Розробка маркетингових рішень для просування товарів та послуг (крім товарів масового попиту) - для компаній-виробників, дилерів, дистриб'ютерів, банків.

Фонд сподівається отримувати прибутки, використовуючи наступні основні стратегії виходу:

- 1) публічний,
- 2) продаж активів стратегічному інвесторові,
- 3) продаж активів фінансовому інвесторові,
- 4) зворотний продаж активів власникам (партнерам по бізнесу).

Найбільш бажаним являється публічний продаж акцій, тобто продаж через фондову біржу або подібний механізм (електронну торгову систему), що приносить найбільш високу ціну, але враховуючи нерозвиненість фондового ринку України не є прийнятним.

Продаж стратегічному інвесторові являється самим розповсюдженим методом виходу з бізнесу. Цей вихід більш простий, дешевий і часто єдино можливий для продажу акцій невеликих підприємств.

Продаж фінансовому інвесторові (венчурному капіталістові) дає можливість провести закриття фонду, термін діяльності якого закінчився, а також передати проект у венчурний фонд, який спеціалізується на більш зрілих стадіях розвитку бізнесу. Коли такий продаж відбувся в рамках однієї управляючої компанії, то це ідеально зберігає позиції менеджменту на венчурному підприємстві.

Продаж акцій партнерам по бізнесу, які являються менеджерами венчурного підприємства, вважається не вигідним для венчурного капіталіста. При цьому ціна продажу акції найменша. Такий вихід вигідний менеджменту підприємства й розрахований на пасивних інвесторів.

На практиці все більше венчурних капіталістів обумовлюють на стадії підготовки інвестиційного договору можливість продажу акцій співвласникам бізнесу.

На закінчення визначимо основні фактори, які обмежують розвиток венчурного бізнесу в Україні:

- відсутність системи управління інноваційними процесами та стимулювання розвитку венчурного підприємництва;
- дефіцит фінансових ресурсів;
- абсолютна відсутність інноваційних підприємницьких орієнтирів в більшості господарських суб'єктів;
- високий рівень податку, який не враховує конкурентноспроможність і новизну виробів.

Таким чином, першочерговими завданнями вдосконалення механізмів державного стимулювання інновацій є створення системи спеціальних фондів державного фінансування науково-технічних програм та інновацій, розробка механізму залучення вітчизняних інвесторів в інноваційні галузі економіки, визначення участі держави у покритті інноваційних ризиків високотехнологічних підприємств та формуванні венчурного капіталу, створення галузевих, регіональних і тематичних фондів інноваційного розвитку.

Для підвищення ефективності інноваційної діяльності необхідна державна підтримка в організації діяльності венчурних фондів, яка повинна передбачати систему виявлення та комерціалізації інноваційного ресурсу. Тобто необхідно створювати систему венчурного фінансування в цілому, яка б виступала складовою частиною господарського механізму і розвивалась відповідно до потреб виробництва.

## **РОЗДІЛ 2**

### **ЕФЕКТИВНІСТЬ ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ АГРОБІЗНЕСУ ТА ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ РИНКУ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ**

#### **2.1. Результати та економічна ефективність інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва**

Визначення чинників становлення, функціонування та розвитку інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва дозволило ідентифікувати такі тенденції:

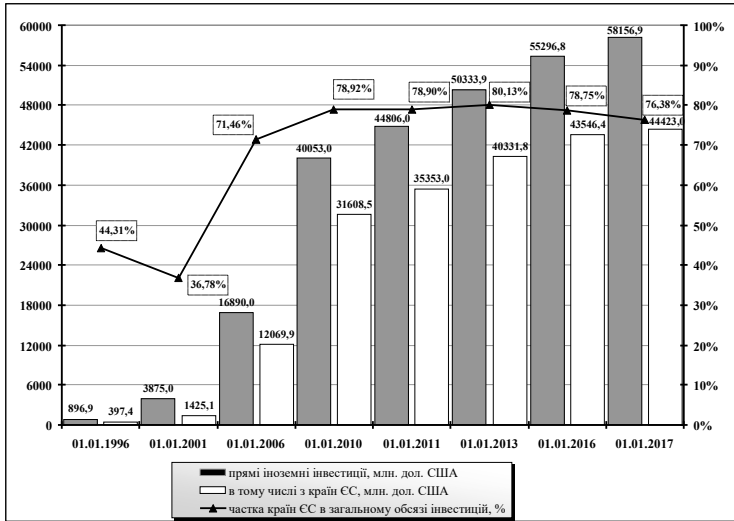
1) на ринку інвестиційних ресурсів для проектів в сфері агропромислового виробництва відчувається їх дефіцит;

2) рівень розвитку, підготовленості та сприйняття інвестицій об'єктами інвестування потребує суттєвих змін;

3) вітчизняні інноваційні розробки для агропромислового виробництва характеризуються низьким рівнем комерціалізації, більш того, часто є більш затребуваними на зарубіжних ринках інновацій, аніж на вітчизняному;

4) здійснення інституційного впливу на інвестиційні процеси не сприяє посиленню захисту економічних інтересів інвесторів.

Ключовим джерелом інвестиційних ресурсів лишаються зарубіжні інвестиції, структурно-динамічні тенденції залучення яких представлені на рис. 2.1.



**Рис. 2.1. Структура залучення іноземних інвестицій вітчизняними підприємствами та об'єднаннями агропромислового виробництва**

При цьому співставлення продемонстрованих даних з динамікою ефективності діяльності досліджених підприємств свідчить про незначний вплив, а отже недостатній рівень залучення інвестиційних ресурсів з зарубіжних джерел суб'єктами вітчизняного агропромислового виробництва. Слід зазначити, що інвестування призводить до прискореного розвитку того чи іншого напрямку економічної діяльності або напрямку спеціалізації суб'єкта лише в умовах створення конкурентних переваг на виробничій або збутовій стадіях циклу виробництва та реалізації продукції. В свою чергу, для потенційного інвестора майже неважливо за рахунок чого вказані переваги будуть сформовані або реалізовані, адже авансування капіталу в реалізацію проектів створення нових виробництв, освоєння нових видів продукції,

вдосконалення технологій виробництва та збуту або модернізацію існуючих підприємств має на меті повернення авансованих коштів разом із прибутком, розмір якого покриває ризики та забезпечує адекватну вигоду.

Агропромислове виробництво є однією з найважливіших складових економіки будь-якої держави, йшла функція складається в оптимальному задоволенні потреб населення країни якісними, економічно й фізично доступними продуктами харчування при переважному продовольчому самозабезпеченні держави з корективами на участь у глобалізаційних процесах.

Основними інвесторами в агропромисловий комплекс України є країни:

- в сільське господарство: Кіпр (317 млн. дол. США), Великобританія (133 млн. дол. США), Данія (56,8 млн. дол. США), Сполучені Штати Америки (51,5 млн. дол. США), Німеччина (41,1 млн. дол. США), Австрія (28,9 млн. дол. США), Франція (20,7 млн. дол. США);

- в переробну та харчову промисловість: Нідерланди (570,6 млн. дол. США), Швеція (222,8 млн. дол. США), Кіпр (218,5 млн. дол. США), Великобританія (148 млн. дол. США), Сполучені Штати Америки (98,5 млн. дол. США), Швейцарія (83 млн. дол. США), Франція (73,2 млн. дол. США), Німеччина (59 млн. дол. США).

Незважаючи на фінансові труднощі, підприємства вкладають у розвиток технічної бази (поруч з іноземними інвестиціями) також власні кошти.

Для забезпечення в підприємствах агропромислового виробництва науково-технічного рівня передових країн світу проводиться робота по створенню і впровадженню інноваційних енерго- та ресурсощадних технологій із залученням вторинних ресурсів сировини та енергії, принципово нових технологічних процесів та

енергоощадного обладнання для виробництва, зберігання та транспортування харчової продукції.

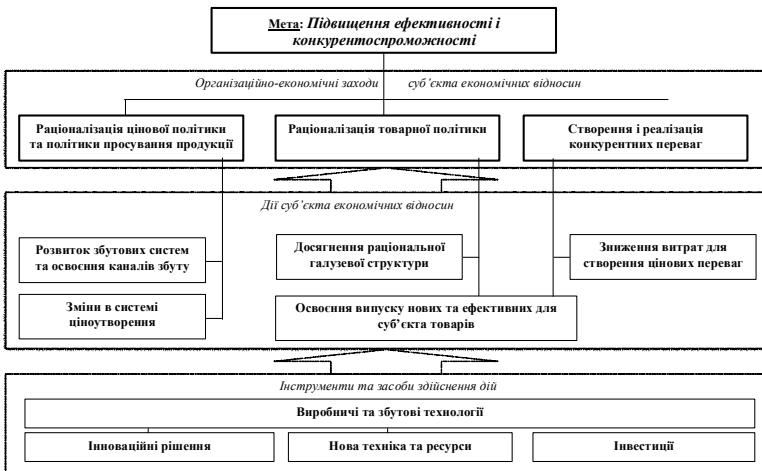
Олійно-жирова галузь є однією з базових галузей харчової промисловості України. Її продукція забезпечує не тільки потреби споживчого ринку в таких продуктах як рослинна олія, маргарин, кулінарні жири, майонез, мило, а і виробництво інших галузей: хлібопекарної, кондитерської, молочної, плодоовочевої, рибної, хімічної, фармацевтичної, комбікормової і громадського харчування. Обсяги виробництва олії рослинної повністю забезпечують потреби внутрішнього ринку та дозволять здійснювати поставки на експорт. За 2018 рік експортовано 1339,6 тис. тонн соняшникової олії. Україна вийшла на перше місце у світі по продажах соняшникової олії на світовому ринку. Соняшникова олія з України поставляється до 50 країн світу.

Реалізація спирту етилового у 2018 році склала 26,95 млн. декалітрів. На внутрішній ринок поставка спирту зменшилася на 2,5 відсотка і склала 21,6 млн. декалітрів. За 2018 рік підприємствами концерну «Укрспирт» експортовано 5,3 млн. дал. спирту, що на 42% менше, ніж в 2007 році. Найбільшими імпортерами українського спирту були Туркменістан, Угорщина, Азербайджан, Молдова.

Необхідність вирішення проблем інноваційно-інвестиційного розвитку передбачає розробку, обґрунтування та імплементацію стратегії інноваційної орієнтації інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва (рис. 2.2). Така стратегія має передбачати акумулювання інвестиційних ресурсів, які є обмеженими, та їх спрямування в реалізацію найбільш ефективних та привабливих інноваційних проєктів, які здатні створювати для підприємств стійкі

конкурентні переваги та, відповідно, суттєво підвищувати ефективність їх діяльності.

Відповідно, при стратегічному плануванні інвестиційної діяльності доцільно формувати дієздатні системи відбору інноваційних проектів. Останнє передбачає ідентифікацію критеріїв відбору проектів на основі врахування інноваційно-наукових, екологічних, економічних, організаційних та фінансових факторів, які враховують вплив результатів проекту на діяльність підприємств та об'єднань. Питома вага кожного критерію визначена на підставі суб'єктивної оцінки їх важливості при відборі проектів з урахуванням особливостей розвитку підприємств, на яких вони реалізуються. Такий підхід, поряд з забезпеченням достовірності оцінок, дозволяє опосередковано визначати ключові мотиви інвесторів при розміщенні коштів в тих чи інших проектах.



**Рис. 2.2. Імплементация концепції інноваційної орієнтації інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва**

На основі застосування методу експертних оцінок автором виокремлено коло чинників, які в найбільшій мірі стимулюють (табл. 2.1), чи навпаки, обмежують (табл. 2.2) розвиток інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва. Чинники проранжовано за максимальним значенням середньої величини в балах ( $M_j$ ), середньої ваги ( $W_j$ ) та мінімального значення середнього рангу ( $S_j$ ).

Проранжовані чинники характеризують міру зниження рівня впливу кожного з них на інтенсивність та ефективність розвитку інвестування підприємств та об'єднань. Ранжування чинників дозволило визначити пріоритетні заходи щодо удосконалення управління органами влади розвитку та стимулювання інвестиційної діяльності, як важливого чинника активізації інноваційного розвитку.

Таблиця 2.1

**Оцінка факторів стимулювання розвитку інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва**

| Фактори, що стимулюють розвиток венчурного інвестування підприємств та об'єднань агропромислового виробництва                                                                                               | Середнє значення |                |               |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|----------------|---------------|
|                                                                                                                                                                                                             | балу<br>$M_j$    | рангу<br>$S_j$ | ваги<br>$W_j$ |
| Заходи державної політики: фінансова допомога інвестиційним фондам при здійсненні інвестування інноваційних проєктів; фінансова допомога підприємствам у реалізації інноваційних проєктів                   | 97,500           | 1,458          | 0,090         |
| Заходи податкової політики: пільгове оподаткування підприємств та об'єднань агропромислового виробництва, які активно займаються інноваційною діяльністю і виробляють конкурентоспроможні товари та послуги | 92,083           | 1,958          | 0,085         |
| Наявність сучасної нормативно-правової бази, що регулює сферу венчурного інвестування                                                                                                                       | 87,917           | 2,750          | 0,081         |
| Низькі відсоткові ставки за довгостроковими кредитами банків                                                                                                                                                | 74,167           | 6,917          | 0,069         |
| Значний вибір потенційно привабливих для інвесторів інноваційних проєктів                                                                                                                                   | 72,917           | 7,042          | 0,068         |

Продовження таблиці 2.1.

|                                                                                                            |        |        |       |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|-------|
| Висока активність інвестиційної діяльності комерційних банків                                              | 72,083 | 8,375  | 0,067 |
| Розвиненість національного страхового та фондового ринку                                                   | 70,750 | 8,458  | 0,068 |
| Ефективність політики щодо стимулювання інвестицій, які спрямовуються у сферу агропромислового виробництва | 69,583 | 8,667  | 0,064 |
| Розвиненість системи комерціалізації та захисту інтелектуальної власності                                  | 70,000 | 8,750  | 0,065 |
| Наявність системи інформаційної підтримки інноваційно-інвестиційної діяльності                             | 69,583 | 8,833  | 0,064 |
| Розвиненість національного ринку інвестиційних ресурсів                                                    | 67,917 | 9,958  | 0,063 |
| Кадрове забезпечення інвестиційної діяльності та управління інноваційними проектами                        | 66,000 | 10,375 | 0,061 |
| Розвиток конкуренції на національному ринку агропродовольчої продукції                                     | 66,250 | 10,417 | 0,061 |
| Створення та розвиток територіальних інноваційних кластерів                                                | 64,250 | 11,083 | 0,059 |
| Державна підтримка розвитку інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва | 37,917 | 14,958 | 0,035 |

У контексті ресурсно-функціонального забезпечення інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва актуалізується необхідність формування механізму ефективності інноваційно-орієнтованого інвестування.

Принципами оцінки ефективності інвестування інноваційних проектів є: врахування етапу життєвого циклу інноваційно-інвестиційного проекту; аналізу та оцінки стратегічних альтернатив інноваційного розвитку; врахування показників грошових потоків та фактора часу; максимізації економічного ефекту; оцінки ризиків реалізації проекту. Дослідження показали, що з урахуванням тривалості реалізації інвестиційних проектів в агропромисловому виробництві особливої актуальності набуває застосування методів оцінки ефективності

Таблиця 2.2

**Оцінка факторів стримування розвитку інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва**

| Фактори, що обмежують розвиток венчурного інвестування підприємств та об'єднань агропромислового виробництва                         | Середнє значення |                |               |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|----------------|---------------|
|                                                                                                                                      | балу<br>$M_i$    | рангу<br>$S_i$ | Ваги<br>$W_i$ |
| Недосконалість та нестабільність нормативно-правового регулювання інвестування підприємств та об'єднань агропромислового виробництва | 94,583           | 12,750         | 0,099         |
| Відсутність державної допомоги при інвестуванні інноваційних проєктів                                                                | 89,583           | 2,417          | 0,094         |
| Відсутність гарантії інвесторам                                                                                                      | 82,917           | 3,792          | 0,087         |
| Нестабільність податкового законодавства                                                                                             | 83,750           | 3,917          | 0,088         |
| Високі відсоткові ставки за довгостроковими банківськими кредитами                                                                   | 70,417           | 6,292          | 0,074         |
| Незначний вибір перспективних та інвестиційно-привабливих проєктів з високим рівнем інноваційного потенціалу                         | 68,750           | 6,792          | 0,072         |
| Низька активність інвестиційної діяльності комерційних банків                                                                        | 65,833           | 8,167          | 0,069         |
| Недосконалість механізмів захисту прав інвесторів                                                                                    | 62,083           | 8,667          | 0,065         |
| Недостатній рівень розвитку страхового та фондового ринків                                                                           | 56,667           | 9,375          | 0,059         |
| Відсутність прозорості й відкритості інформації у бізнесі                                                                            | 55,417           | 9,417          | 0,058         |
| Недосконалість системи інформаційної підтримки ринку інновацій                                                                       | 53,750           | 9,417          | 0,056         |
| Нерозвиненість інфраструктури ринку інвестиційних ресурсів                                                                           | 55,417           | 10,458         | 0,058         |
| Недосконале кадрове забезпечення                                                                                                     | 41,250           | 12,792         | 0,043         |
| Деформований характер конкурентних відносин підприємств та об'єднань агропромислового виробництва                                    | 41,250           | 12,875         | 0,043         |
| Неефективність державної політики щодо реалізації кластерних проєктів                                                                | 35,833           | 13,875         | 0,037         |

інвестицій, які ґрунтуються на теорії часової вартості грошей. В свою чергу, оцінка економічної ефективності інноваційно-інвестиційної діяльності потребує поєднання

вказаних методів з алгоритмом оцінки інвестиційного та результативного потенціалів інноваційних рішень.

За результатами проведеного аналізу запропонований механізм підвищення рівня інвестування інноваційних проектів підприємств та об'єднань агропромислового виробництва, який поєднує наступні оціночні методи: договірний; метод мультиплікаторів; метод визначення внутрішньої норми прибутковості; венчурний метод; метод дискontованого грошового потоку; метод порівнянних оцінок. Зазначені методи визначають відповідні процедури оцінки вартості суб'єкта економічних відносин чи проекту та формують інформаційну основу визначення частки інвестора в його функціонуванні чи реалізації.

Основними процедурами імплементації вказаного механізму є: 1) оцінка ризиків інвестування та параметрів оцінки грошового потоку; 2) оцінка дохідності проекту, термінів завершення та окупності; 3) розрахунок частки інвестора в фінансуванні проекту; 4) оптимізація розподілу залучених інвестиційних ресурсів; 5) коригування інвестиційної моделі з урахуванням інтересів інвестора.

## **2.2. Тенденції розвитку прогресивних форм інвестиційної діяльності суб'єктів аграрного бізнесу**

Ринок венчурного капіталу в Україні становить близько 400 млн. дол. і нараховує не більше десятка працюючих на ньому компаній. Серед них можна назвати Western NIS Enterprise Fund (капітал 150 млн. дол., виділений урядом США для освоєння у харчовій промисловості, сільському господарстві, виробництві будівельних матеріалів, фінансовому секторі України), SigmaBlazer (капітал 100 млн. дол.), та інші.

Формування інститутів венчурного фінансування і розвиток венчурного бізнесу в Україні започатковано у 1992 році. У багатьох розвинених країнах світу цей вид ІСІ направляє кошти інвесторів в інноваційну сферу. В Україні тенденції абсолютно інші – кошти венчурних фондів інвестуються в будівництво і нерухомість і поки слабо орієнтовані на «хай-тек» технології.

Основні засади функціонування та регулювання діяльності інститутів спільного інвестування в Україні були узгоджені з Директивою Європейського Союзу № 85/611 від 20 грудня 1985 р. „Про приведення у відповідність Законів та Положень стосовно спільного інвестування в цінні папери, що обертаються”. Але у Директиві не йдеться про венчурні фонди, отож в Україні були створені окремі умови розміщення коштів інвесторів венчурних фондів.

У травні 1998 року в Україні за пропозицією Європейської асоціації венчурного капіталу (EVCA) при Українській Асоціації Інвестиційного Бізнесу відкрито секцію венчурного капіталу, основне завдання якої - сприяти розвитку венчурного інвестування в Україні.

Велика кількість учасників ринку венчурних ІСІ у 2009 році зробила неможливою концентрацію ринку між окремими компаніями: жодна з компаній з управління активами не володіє більше, ніж 10% ринку венчурних ІСІ. Аналіз перших інвестиційних декларацій компаній з управління активами венчурних фондів дозволяє виділити основні сфери інвестування: будівництво, торгівля, готельний і туристичний бізнес, переробка сільгосппродукції, страхування, інформатизація. Це свідчить, що орієнтація класичних венчурних фондів на інноваційні проекти, технопарки та технополіси поки що не притаманна українському венчурному капіталу. Все таки він схильний, не надто диверсифікуючи активи,

реалізовувати середньоризикові інвестиційні проекти з використанням операцій з фінансовими активами та нерухомістю.

Функцію венчурних капіталістів в Україні виконують компанії з управління активами, які на відміну від інших країн створюються як правило середніми інвесторами. Форми венчурного інвестування достатньо різноманітні, але специфіка українського постприватизаційного акціонерного капіталу диктує переважання інвестиційного кредиту – від вкладень в спеціально випущені під проект облигації до прямого інвестиційного кредитування через венчурні фонди, створення під реалізацію конкретних інвестиційних проектів..

Діяльність венчурних фондів, враховуючи вже зростаючі масштаби, потребує підвищення вимог до звітності інститутів спільного інвестування, що сприятиме як підвищенню контролю за їх діяльністю, так і поглибленню аналізу цих процесів. Для цього потрібно як можна скоріше розробити та впровадити відповідні стандарти. Деякі фонди купують недостатньо ліквідні цінні папери, що може викликати проблеми під час розрахунків з їхніми учасниками. Трапляються випадки, коли фонди намагаються штучно підняти вартість цінних паперів на пов'язаних з ними біржових майданчиках. Для попередження цієї ситуації, доцільно підвищувати вимоги до організаторів торгівлі. Одночасно досить важливо показувати позитивні результати роботи ефективно працюючих фондів. Різні точки зору виникли щодо визначення зберігачами виключно банків. Це є питання визначено як таке, що потребує додаткового вивчення.

Венчурні фонди є основними структурами у сфері інвестиційного бізнесу, оскільки їх кількість дорівнює 80% від усіх ІСІ. Вони є дуже важливим елементом сучасної

економіки. Враховуючи, що ці фонди створюються на певний час і сьогодні треба передбачити деякі проблеми, які можуть виникнути при їх закритті. Значна частка активів цих інститутів вкладена у корпоративні цінні папери. При цьому існують окремі випадки, коли вартість деяких цінних паперів, що складають портфелі фондів, перевищує їх ринкову ціну. Тому слід вжити конкретних заходів, щоб цього уникнути.

За останні роки в Україні сформувалися різні моделі венчурного інвестування. І цей бізнес стає вже більш популярним серед учасників ринку. Вже є випадки, коли КУА, які планували працювати лише з активами НПФ, бажають розширити свою ліцензію й паралельно управляти активами венчурних фондів. З метою запобігання проблемам у сфері інвестування коштів ІСІ потрібні роз'яснення щодо складу та структури активів цих установ. Крім того, потрібна розробка нових нормативних актів щодо порядку обігу, розміщення та викупу цінних паперів, а також щодо оцінки вартості чистих активів ІСІ.

Учасники ринку вважають венчурні фонди локомотивом інвестиційного бізнесу, який пов'зує реальний сектор вітчизняної економіки з фінансовим ринком. Сьогодні у сфері венчурного інвестування спостерігається перехід кількісних змін у якісні. Через це необхідно провести структуризацію та систематизацію венчурного бізнесу, здійснити розподіл фондів за напрямками діяльності (фонди, які фінансують будівництво; фонди, які працюють з облігаційними позиками; фонди, які здійснюють інвестування у розвиток нових технологій), а також ширше висвітлювати результати їх роботи.

Основна частина фондів не використовує у своїй діяльності сумнівних схем, а ті окремі структури, які можуть це зробити, не мають перспектив. В той же час,

необхідно розумно відслідковувати ризики венчурного бізнесу. Доцільно встановити реальний моніторинг за активами фонду, розміщеними у цінних паперах, на протязі двох років і тільки після цього робити відповідні висновки. На законодавчому рівні потрібно врегулювати питання щодо винагороди КУА, які управляють активами венчурних фондів. Учасниками цих ІСІ є юридичні особи й механізм встановлення винагороди КУА може бути більш вільним ніж за іншими видам ІСІ та НПФ. Крім того, треба вирішити проблеми, пов'язані із плаваючим розміром статутного фонду корпоративних інвестиційних фондів та співвідношенням статутних фондів КУА з обсягом активів, якими вони управляють. Окремим питанням залишається регулювання участі фізичних осіб, як учасників ІСІ.

Венчурні фонди потрібні. Окрім українських юридичних осіб така форма співпраці цікава нерезидентам. Галузь венчурного інвестування розвинена за кордоном і зрозуміла для інвестора, який хоче увійти до економіки України.

Компанія з управління активами може інвестувати проєкт більш довготривалий, ніж банк і до того ж має дешевше обслуговування. Тому доречно розглядати КУА як партнера для діяльності банку. Щодо якості активів, необхідна більш досконала методологія щодо звітності КУА та якості активів. Доцільно також розглянути можливість переходу на єдину методологію розрахунку вартості активів у банківській системі і в КУА, зважаючи на роль зберігача в процесі діяльності інститутів спільного інвестування. Доречно прив'язати винагороду КУА до показників дохідності роботи фонду та інфляції. Тобто, винагорода має бути менша або хоча б дорівнювати різниці між цими двома показниками (дохідність - інфляція = винагорода). Це стає актуальним враховуючи очікування рівня інфляції в Україні в 2008 р. більше 20%.

Венчурні фонди в Україні є непублічними, відповідно ризики тут інакші. Наприклад, у фондів, інвестиції яких спрямовані на розвиток будівництва, ризик виникне тоді, коли будівельники з якихось причин не збудують квадратні метри. По суті, це ефективний механізм управління наявним капіталом. Венчурні фонди дали можливість повернути в економіку України раніше виведені кошти, сьогодні вони є локомотивом усього інвестиційного бізнесу і сприяють створенню нового економічного продукту.

При використанні механізму венчурного інвестування важливо те, що гроші не виходять із економіки України. Навіть якщо це нерезидент, податки будуть сплачені в Україні як під час реалізації проекту (податки і збори, заробітна платня, робочі місця), так і при завершенні і виході з інвестиції. Венчурні фонди реалізують механізм роботи в Україні грошей із оффшорів.

Підвищенню ефективності діяльності венчурних фондів сприятиме розвиток та стандартизація системи обліку та звітності. Необхідно підвищити частку спеціально підготовлених бухгалтерів у сфері управління активами, ввести загальну стандартизацію звітності ІСІ та підвищити її якість, вдосконалити систему розкриття інформації. ІСІ повинні постійно, хоча б раз на квартал, оприлюднювати результати своєї діяльності.

В рамках вирішення надзадачі збереження і примноження науково-технічного потенціалу України перед державою особливо гостро постає питання забезпечення привабливості для приватного венчурного інвестора саме науко- і технічно значущих проектів. Вирішення цієї проблеми можливе за рахунок :

- Учасі держави в страхуванні венчурних ризиків на стратегічно важливих наукових і технологічних напрямках.

- Створення державного венчурного фонду, покликаного управляти розміщенням наданих державою засобів в спеціалізованих регіональних венчурних фондах.

- Виконання державної програми заходів щодо розвитку венчурного фінансування.

Основними проблемами діяльності венчурних фондів в Україні є наступні:

- Проблема «довгих» грошей - дорожнеча позикових засобів і складність реалізації тривалих (понад 7 років) інвестиційних проектів;

- Обмеженість у виборі джерел фінансування ВФ, серед яких поки неможлива пряма присутність традиційних для зарубіжної економіки інвесторів, наприклад, пенсійних і страхових фондів;

- Нездатність, а часто і свідоме небажання керівництва українських компаній проводити аудит, впроваджувати сучасну методологію корпоративного управління і звітності, тобто - приводити свою компанію до вигляду, прийнятнішого для потенційного інвестора;

- Непрозорість структури власності українських компаній;

- Поточні обмеження фондового ринку (ліквідність, високі накладні витрати при здійсненні фондової діяльності, труднощі з виводом на торги).

На закінчення відмітимо, що потреба українського ринку в приватному інвестиційному капіталі на сучасний момент задоволена менш ніж на 10%. Цей ринок динамічно розвиватиметься і надалі, а інвестори, що діють на ньому, безумовно можуть розраховувати на отримання високих прибутків.

Протягом попередніх років, фондовий ринок України наростив свій потенціал та демонструє стійку тенденцію до зростання. Найважливішим джерелом залучення фінансових ресурсів на ринку цінних паперів

виступали такі їх види: акції, облігації підприємств та інвестиційні сертифікати. Обсяг торгів на ринку цінних паперів у 2008 році перевищував, як обсяги виробництва продукції сільського господарства, так і продукції народного споживання.

Український ринок венчурного інвестування істотно відрізняється від іноземних ринків. Якщо у країнах – членах ЄС та США венчурні фонди інвестують в інновації, то в Україні найбільш привабливими сферами є будівництво, переробка сільгосппродукції, харчова промисловість та роздрібна торгівля. Венчурні фонди в Україні використовуються для оптимізації управління активами фінансово-промислових холдингів та зниження податкового навантаження, тоді як у світі венчурне інвестування (або інвестування ризикового капіталу) залишається одним із найважливіших джерел капіталу для компаній, швидкий ріст та розвиток яких постійно потребує додаткових зовнішніх інвестицій (як правило, це підприємства малого та середнього бізнесу). Венчурні інвестиційні фонди в Україні повинні стати головною ланкою зв'язку між інвестиціями та інноваціями як складовими економічного зростання.

Підвищенню ефективності діяльності венчурних фондів сприятиме розвиток та стандартизація системи обліку та звітності. Необхідно підвищити частку спеціально підготовлених бухгалтерів у сфері управління активами, ввести загальну стандартизацію звітності ІСІ та підвищити її якість, вдосконалити систему розкриття інформації.

### **РОЗДІЛ 3**

## **МЕХАНІЗМИ РОЗВИТКУ ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ ТА ОБ'ЄДНАНЬ АГРОПРОМИСЛОВОГО ВИРОБНИЦТВА**

### **3.1. Механізм формування ринку інвестиційних ресурсів суб'єктів агропромислового виробництва**

На даний час у світі виділились два основних ринки венчурного капіталу – США і Канади та Європи. Звичайно, під європейським ринком розуміють ринок Західної Європи. Перспективними також вважаються ринки Південно-Східної Азії, Ізраїлю, Бразилії, Індії і Австралії. Щодо потенціалу Китаю думки експертів розходяться, однак, на нашу думку, він є перспективним і потребує більш ґрунтового аналізу і дослідження.

На цих ринках склалась відповідна спеціалізація венчурного капіталу. У країнах Західної Європи венчурні інвестиції спрямовуються переважно на розвиток компаній. При цьому посилюється інтерес до венчурного капіталу з боку управлінського персоналу з метою придбання своїх власних підприємств. Підвищеним попитом венчурне фінансування користується у Франції, Великобританії та інших країнах.

Для США характерно залучення венчурного капіталу в нові наукоємні технології. Насамперед, вважається привабливим фінансування у нові інноваційні об'єкти, незважаючи на високий рівень ризикованості подібних вкладень. З метою зниження ризиків використовуються механізми паралельного венчурного інвестування декількох проектів.

За фінансової підтримки зі сторони венчурного капіталу отримали путівку в життя такі досягнення

людства, як мікропроцесори, персональні комп'ютери, технологія рекомбінантних молекул ДНК (генна інженерія). Низка раніше невідомих фірм, таких як "Майкрософт", "Діджітл екуіпмент", "Джінентек" піднялися на "дріжджах" венчурного капіталу до рівня лідерів нових галузей сучасного наукоємкого виробництва.

Незважаючи на те, що з моменту створення в Китаї першого венчурного фонду пройшло менше 20 років, розвиток венчурного бізнесу вражає. Бурхливий розвиток венчурного бізнесу сприяв тому, що на сьогоднішній день Китай є другою у світі країною після США за обсягом прямих іноземних інвестицій. За обсягом венчурних інвестицій Китай посідає 6-е місце в Азіатсько-тихоокеанському регіоні. Проте, якщо розглядати економіку Китаю в сукупності разом із Гонконгом, то обсяг венчурних інвестицій Китаю порівнюється з Індією, а якщо розглядати економіку «Великого Китаю» (в який, окрім Китаю, входять також Гонконг і Тайвань), то китайська економіка за обсягом венчурних інвестицій виходить на перше місце в регіоні [130].

Аналіз успішного досвіду розвинутих країн світу дозволяє виділити принципи, на яких будувалася політика стимулювання інновацій, венчурного інвестування[129]:

1. Орієнтація не стільки на макроекономічні результати реалізації проектів, скільки на демонстрацію іншої, ефективнішої і сучаснішої моделі інноваційного зростання і приватно-державного партнерства. Інноваційний розвиток економіки не може бути забезпечений за рахунок бюджетного фінансування. Але кошти, що виділяються урядом, можуть послужити каталізатором інноваційних процесів – якщо в результаті успішної реалізації перших проектів бізнес сам переконається, що «це можливо».

Наприклад таким каталізатором для венчурної індустрії в Ізраїлі стала урядова програма *Yozma* із загальним обсягом фінансування в 100 млн. доларів. В рамках цієї програми уряд профінансував 40% стартового капіталу 10 приватних інвестиційних фондів. Результатом цього стала поява до кінця 1990-х років майже 100 венчурних інвестиційних компаній, які управляли активами в 10 млрд. доларів і які стимулювали бурхливе зростання нових високотехнологічних фірм. На подібний же демонстраційний ефект були розраховані «золоті проекти» в рамках мексиканської програми Аванчі.

2. Істотне співфінансування проектів з боку держави при збереженні управління проектами в руках бізнесу. Слід зазначити, що в Ізраїлі рівень державного співфінансування складав близько 40% як при підтримці власне інноваційних проектів, так і при компенсації витрат виходу на нові ринки і освоєння нових технологій. В окремих випадках (створення приватних центрів передачі технологій, підтримка сертифікації продукції малих і середніх підприємств на стандарт ISO).

Проте принциповим є те, що у всіх випадках проекти управлялися самим бізнесом або спеціалізованими посередницькими організаціями. Спроби надмірної регламентації інноваційної діяльності з боку уряду зазвичай призводять до провалу програм, започаткованих спільно з бізнесом.

Це, зокрема, відбулося з першою ізраїльською урядовою програмою *Inbal*, що надавала приватним венчурним інвестиційним фондам державні гарантії на їх інвестиції. Зробивши висновки з цього негативного досвіду, уряд Ізраїлю в рамках програми *Yozma* із самого початку оголосив про приватизацію пакетів акцій у створюваних інвестиційних фондах і запропонував менеджерам фондів опціони на купівлю цих акцій.

Подальший розвиток показав, що цей крок створив достатні стимули для швидкого зростання капіталізації фондів Yozma і розширення масштабів їх діяльності.

3. Децентралізація державної підтримки і формування мережі «інститутів розвитку». У всіх розглянутих країнах уряди одночасно використовували різні канали підтримки інноваційної активності. Таке експериментування і різноманіття зменшувало ризики „провалів держави” через невдачі конкретних інститутів і надалі робило можливим розширення підтримки ефективніших з них – при згортанні невдалих програм.

Так, в Ізраїлі програма Yozma фактично замістила невдачу програму Inbal. В кінці 1990-х років, з урахуванням успішного попереднього досвіду, було помітно збільшено фінансування програми підтримки технологічних інкубаторів, а також програми Magnet, орієнтованої на підтримку спільних досліджень, що проводяться університетами і комерційними фірмами.

4. Збереження старих інноваційних інститутів – з їх вбудовуванням в нову систему або поступовим заміщенням новими інститутами. При всій можливій неефективності існуючих інститутів вони виконують певні стабілізуючі функції і їх радикальне руйнування може негативно відбитися на функціонуванні інноваційної системи. Оптимальним на нашу думку є варіант інсталювання старих інститутів у нову систему підтримки інноваційної активності. Цей принцип використовує Південна Корея, якій останніми роками вдалося забезпечити ефективну мережеву взаємодію старих великих промислових компаній і державних НДІ з вузами та інноваційними малими підприємствами. Ця взаємодія призвела до формування динамічних інноваційних кластерів навколо університетів, розташованих у межах старої промислової агломерації.

5. Формування довіри до нових інститутів через особисту репутацію управляючих. Для успіху будь-якої політики дуже важлива довіра до неї з боку тих, кому ця політика адресована. Особливо гостро проблема довіри проявляється в умовах недосконалого ринку і неефективної держави, коли серед економічних агентів традиційно переважають негативні очікування відносно дій уряду. Вважається, що довіра до нових інститутів може бути забезпечена лише за рахунок відвертості і прозорості їх діяльності. Проте дотримання усіх вимог прозорості пов'язане з чималими витратами. Ці витрати можуть бути надмірними при щодо обмежених об'ємах фінансових ресурсів, які уряди країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою в змозі виділити на підтримку інноваційної активності. В цьому випадку довіра до нових інститутів може досягатися за рахунок того, що до складу їх найвищих органів управління і наглядових рад включаються представники держави і бізнесу, які користуються визнаною повагою в суспільстві і в діловому середовищі.

Більше того, така команда володіє реальними, а не номінальними повноваженнями і активно бере участь в ухваленні рішень. Як правило, такі люди не схильні ризикувати своєю репутацією заради отримання короткострокових вигод і в той же час володіють достатнім досвідом для того, що щоб уже на ранніх стадіях забезпечити достатню ефективність «інститутів розвитку» при одночасному зниженні їх вартості.

Іншим важливим механізмом підвищення ефективності „інститутів розвитку” є періодична незалежна зовнішня оцінка програм, що реалізуються ними. Оцінка, що проводилася в Ізраїлі із залученням міжнародних експертів, дозволила визначити

загальноекономічний ефект цих програм і співвіднести його з витратами уряду на програми розвитку.

6. Реалізація функцій підтримки через бізнес-посередників. Ризик неефективного використання коштів зростає у тих випадках, коли державні органи безпосередньо взаємодіють з компаніями, що претендують на державну підтримку. Це пов'язано з тим, що урядовці, як правило, не володіють достатньою кваліфікацією для того, щоб оцінити якість проектів, що представляються, і пов'язані з ними ризики. Крім того, у разі прямих контактів між чиновниками і представниками бізнесу, що звертаються за підтримкою, збільшується ризик корупції. Досвід країн Латинської Америки показує, що для зменшення подібних ризиків доцільна передача функції з надання державної підтримки приватним посередникам. Подібний „аутсорсинг” функцій держпідтримки з передачею їх приватно-державним посередникам, крім іншого, дозволяє уряду ефективніше здійснювати моніторинг і контроль реалізації відповідних програм.

7. Надання послуг замість коштів. Стимули до отримання ренти від взаємодії з державними органами істотно обмежуються, коли підприємствам замість грошових субсидій надаються послуги. Це може бути навчання персоналу, сприяння сертифікації продукції, надання бізнесу науково-технічної інформації і результатів НДДКР, здійснені за державні кошти, надання площ (наприклад, технопаркам) на території державних вузів або НДІ на пільгових умовах і т.д. Важливо, що такі послуги також передоручаються приватним компаніям, які показують незрівнянно вищу ефективність за критерієм „ціна-якість”. Один з прикладів практичного застосування даного підходу – державна програма сприяння сертифікації підприємств малого і середнього бізнесу в Чилі відповідно до вимог ISO. За допомогою даної

програми міжнародну сертифікацію отримали приблизно 25 тис. з 100 тис. чилійських середніх підприємств. Середня величина витрат на подібну сертифікацію для однієї компанії складає 20-30 тис. доларів (залежно від масштабів діяльності). Уряд фінансувало 50% витрат на проходження сертифікації, інші 50% повинна була сплатити компанія, що звернулася за підтримкою. При цьому бюджетні кошти перераховувалися не компанії-заявникові, а безпосередньо міжнародному агентстві, що проводить сертифікацію. Результатом даної програми стало зниження бар'єрів виходу на зовнішні ринки для підприємств середнього бізнесу, що сприяло загальному підвищенню конкурентоспроможності економіки Чилі.

8. Підтримка кооперації і взаємного навчання. Малий і середній бізнес є тим полем, де апробовуються інновації, які потім в масових масштабах можуть бути впроваджені великими компаніями. Малі підприємства гнучкіші і схильні до ризикованих проєктів. Саме тому програми підтримки інновацій зазвичай орієнтовані на малий і середній бізнес.

У Бразилії через взаємодію з асоціацією Valexport урядове агентство CODEVASF сприяло координації зусиль місцевих виробників, направлених на модернізацію і диверсифікацію продукції, вирішення конкретних проблем (знищення фруктової мухи), встановлення і виконання стандартів якості, розвиток експорту. Уряд Кореї забезпечує умови для сумісного використання малими інноваційними компаніями устаткування, що є у розпорядженні великих корпорацій і державних дослідницьких інститутів. Подібний підхід істотно знижує витрати уряду на здійснення програм і одночасно сприяє формуванню інноваційних кластерів, в рамках яких стає можливим сумісне навчання і ефективний обмін кращим досвідом між малими і середніми фірмами.

Можна відзначити, що в рамках експериментів з «інститутами розвитку» уже в даний час можлива реалізація ряду локальних інноваційних програм. Ось що можна виділити в їх числі.

1) Створення «фонду фондів» (у цілях стимулювання розвитку венчурної індустрії; можливий аналог – ізраїльська програма Yozma). Проект Фонду фондів повинен стати платформою для розвитку венчурного капіталу. В той же час він повинен бути орієнтований не стільки на акумуляцію коштів для венчурної індустрії, скільки на забезпечення управлінської експертизи для нових комерційних проектів.

2) Програма підтримки експорту для малого і середнього бізнесу для підприємств всіх галузей з числом зайнятих до 1000 чол., що передбачає часткову компенсацію витрат на встановлення контактів із зарубіжними партнерами, витрат на участь в міжнародних виставках і ярмарках, стартових витрат на маркетинг і т.д. Можливий аналог можна назвати в Чилі. Це програми корпорації CORFO.

3) Програма підтримки сертифікації на ISO для малих і середніх підприємств з частковим співфінансуванням з бюджету і виплатою відповідних субсидій не компанії-заявникові, а міжнародному агентві, провідному сертифікацію.

4) Програма підтримки регіональних інноваційних кластерів, яка може бути орієнтована на «університетські» міста, що володіють достатнім науковим і освітнім потенціалом.

Венчурний капітал як форма інвестування має ряд специфік, які обумовлюють особливості формування ринку венчурних інвестицій. Він може надаватися венчурним фондом на безпроцентній та безповоротній основі. В обмін на отримані від фонду кошти підприємство

передає йому акції, підтверджуючи право фонду на участь у розподілі прибутку. Крім того, основним завданням під час вкладання венчурного капіталу є не отримання дивідендів, а підвищення капіталізації підприємства, що викликає зростання ціни акцій і Національного фондового ринку.

Враховуючи дані особливості, можна сформулювати умови необхідні для залучення венчурного капіталу до переробних підприємств продовольчої сфери. Зокрема, підприємство, яке зацікавлене в отриманні венчурних інвестицій, має бути акціонерним товариством або підлягати акціонуванню у ході реалізації інвестиційного проекту. Крім того, об'єкт інвестування повинен мати перспективний інноваційний портфель, передумови для інтенсивного розвитку та швидкого зростання ціни акцій, потенційного чи реального покупця цінних паперів, а також налагоджений механізм їх продажу, бути присутнім на ринку або бачити його перспективне зростання.

Венчурний фонд як акумулятор фінансових коштів дозволяє спрямовувати значні інвестиції на досить тривалий термін у перспективні виробництва і технології. У той самий час особливістю функціонування венчурного капіталу є те, що венчурний фонд, насамперед, зацікавлений у швидкому зростанні продуктивності підприємства за рахунок спрямування прибутку на розвиток виробництва і просування високотехнологічних продуктів на ринок.

Для досягнення цієї мети інвестори, щокладають у підприємства венчурний капітал, беруть участь в його управлінні як фінансові менеджери. Венчурні інвестиції не потребують гарантій та застав повернення капіталу, тому єдиною гарантією для венчурних інвесторів є їх особистий досвід та кваліфікація під час відбору об'єкта інвестування та подальшої участі в його управлінні.

У середовищі професійних інвесторів сьогодні відзначається зростання інтересу до венчурних інвестицій. Науковці вбачають в венчурних інвестиціях чи ледве не порятунок від усіх проблем й можливість одержання довгоочікуваного фінансування. Малий високотехнологічний бізнес активно звертається до венчурних фондів, сподіваючись одержати серйозного помічника, здатного дати поштовх інноваційному підприємництву.

У світовій практиці основними факторами, що сприяють розвитку венчурної індустрії, є:

- наявність науково-освітньої бази - сильного дослідницького сектора, розвиненість наукових шкіл, які ведуть безперервний цикл досліджень;
- зрілість фінансового ринку - розвиненість фінансових інститутів і ринків, страхового й пенсійного секторів, наявність фондового ринку;
- політична й макроекономічна стабільність, стабільний економічний ріст;
- стабільний попит з боку державного й приватного секторів на наукові дослідження й розробки;
- наявність вільних й «довгих» грошей в економіці.

Як показує сьогоднішня ситуація, більшість перерахованих вище умов в Україні, в тому або іншому ступені присутня. У країні триває економічне зростання, підприємства починають вкладати у нові проекти й можуть дозволити собі значні бюджети розвитку.

Попит на гроші з боку українських високотехнологічних компаній був, є і буде завжди. Більш того, потреба в венчурному капіталі особливо помітна в невеликих, молодих фірмах, бо всі традиційні джерела залучення інвестицій для них виявляються недоступними. Сьогодні вітчизняні банки воліють не братися за подібні

проекти через високі ризики, адже творці нових фірм часто не мають кредитної історії й не можуть забезпечити адекватну (переважно подвійну) заставу. Крім того, багато інновацій у результаті виявляються безперспективними, а в руках банкірів, як правило, немає інструментів і навичок, необхідних для оцінки потенційного ринку.

В Україні працюють представники як формального, так і неформального секторів, однак похвастатися повноцінним ринком венчурних інвесторів наша країна поки що не може. Є окремі компанії, створені на гроші венчурних капіталістів, є й пропозиції (дуже мало) для інвесторів - приватних осіб. Масштаби роботи в останніх більш ніж скромні: приміром, у бізнес-план одного із пропонованих проєктів закладений щомісячний сукупний прибуток співвласників у розмірі \$1,9 тисяч. Якщо при цьому додати, що інвесторам пропонується придбати всього 35% частки компанії, стає зрозуміло, що вітчизняним «ангелам» ні про які серйозні доходи мріяти не доводиться.

Дефіцит коштів, необхідних для повноцінного розвитку високотехнологічних компаній, поступово приводить до того, що сам український ринок ІТ технологій зникає. сьогодні Україна «кує кадри» для чужих економік і виступає як частина чужого ринку. «За винятком декількох сфер (бухгалтерське ПЗ, ігри й словники) - ніяких українських виробників програмного забезпечення не існує. Причина проста: починаючи з 1998 року сукупний податок на виробництво інтелектуальної продукції перевищує 75% її кінцевої вартості (причому ставка однакова як для чистих продавців чужого продукту, так і для компаній-виробників). Такий податковий тягар унеможливорює нормальне фінансове життя при роботі «під замовлення». А для того щоб вийти на серію, на

«коробкову версію», потрібні серйозні інвестиції, яких у нашій країні поки взяти ніде.

Крім того, розвиток вітчизняного ринку венчурного капіталу стримує відсутність необхідного законодавства в галузі прав на інтелектуальну власність. В Україні дотепер не врегульовані питання із приводу того, хто володіє тією або іншою технологією, - держава або винахідник. Справа в тому, що багато теперішніх технологій вирости з радянських часів, і держава в будь-який момент (скажемо, на етапі комерційної реалізації проекту) може довести, що саме вона є власником тієї або іншої технології або патенту. Приміром, якщо буде доведено, що під час роботи над винаходом його автор заходив у яке-небудь службове приміщення, користувався інститутським мікроскопом і т.д., держава може заявити, що технологія була створена при участі держбюджету, і висуне свої претензії на право власності.

Природно, така невизначеність відлякує потенційних інвесторів від фінансування високотехнологічних розробок і дуже сильно гальмує процес створення венчурних структур в Україні.

Крім недосконалості законодавства в сфері прав на інтелектуальну власність, формування ринку венчурних інвесторів в Україні стримує також відсутність чіткого регулювання питань, що належать до міжнародного трансферу технологій. «Не секрет, що багато з існуючих сьогодні технологій мають платформу, пов'язану з військовим призначенням. В усім світі зараз відбувається процес комерціалізації таких розробок для того, щоб їх можна було використати в цивільному секторі. У нашій же країні відкритість цих технологій дотепер залишається під сумнівом.

Ще однією характерною рисою вітчизняного ринку венчурного фінансування є те, що вся інвестиційна

активність спрямована на компанії, які перебувають на ринку досить давно, і зовсім не поширюється на новачків бізнесу. У майбутньому це може створити серйозні проблеми для нових венчурних капіталістів: угод необхідної інвестиційної якості не стає більше. Порушується дія закону переходу кількості в якість.

Важливою складовою ринку венчурних інвестицій є акціонерні товариства, що вже котуються на ринку і зацікавлені у венчурному капіталі

Залучення венчурного капіталу акціонерними товариствами має свої особливості, і можуть бути систематизовані у кілька послідовних етапів: вибір мети отримання коштів на принципах венчурного інвестування, проведення підготовчих організаційних заходів щодо вибору компанії-інвестора, відпрацювання стратегії роботи з урахуванням реальної ситуації на підприємстві, розробка тактики використання інвестиційних коштів.

Конкретні дії керівників підприємства направляються на вирішення завдання ефективної реалізації бізнес-плану використання венчурних інвестицій, призначаються відповідальні особи за контакти з венчурним фондом, проводяться роботи з ознайомлення інвестора з діяльністю підприємства, а також організації презентації з метою показу переваг претендента на інвестиції.

Після цього акціонерному товариству слід підготуватися до переговорів із венчурним інвестором, визначити його частку в акціонерному капіталі, підготувати контракт на фінансування, отримати кошти на власний рахунок та ввести венчурних інвесторів до складу ради директорів.

Слід зазначити, що зі свого боку венчурні інвестори також орієнтуються на певні умови. Зокрема, вони мають здійснити обов'язкову діагностику підприємства з метою

визначення його конкурентоспроможності на ринку, вивчити забезпеченість менеджерськими технологіями та відповідними фахівцями, проаналізувати чіткість стратегії та орієнтації на конкретний ринок, з'ясувати оптимальність ціни на акції товариства тощо.

Одним із найважливіших критеріїв залучення венчурного капіталу є рівень менеджменту акціонерного товариства. Обов'язковою умовою є наявність досвідченого персоналу в галузі управління підприємством, здатного забезпечити не лише виконання інвестиційних програм, але й реалізацію інноваційної стратегії розвитку підприємства, яка спрямована на використання ноу-хау та перехід на наукоємне виробництво.

Сьогодні в Україні починає формуватися ринок венчурних інвестицій за участю різних фондів, незалежних фінансових посередників та бізнес ангелів. Однак, за правилом, вони працюють за так званими подвійними технологіями. З одного боку, вони купують пакет акцій товариства та мають представників у спостережній раді, а з іншого - виступають як кредитори за відповідних умов.

Та все ж відбувається становлення нового професійного фінансового сектора - венчурних фондів, основною метою яких виступають проекти й компанії на ранніх стадіях їхнього розвитку. Формується пул професійних венчурних інвесторів. Поки їх не так багато. У майбутньому ринок венчурних інвестицій серйозно виросте за рахунок як перетікання капіталу з банківського, страхового й пенсійного секторів, так і створення венчурних фондів великими промисловими компаніями.

У наявності недофінансування й деградація основних наукових шкіл, оче-видна втрата зв'язку дослідницького сектора з реальними потребами економіки й виробничого сектора. Унікальні компетенції зникають, а

український бізнес поки не в змозі стати основною рушійною силою, замовляючи основну частину прикладних досліджень, як це й прийнято в усьому світі. Держава нагромадила досить коштів для того, щоб мінімізувати інвестиційні ризики приватних інвесторів, що вирішили увійти у венчурний бізнес. Це перевірена світова практика, і вона повинна дати свої результати.

Дослідження дозволяють виділити наступні негативні моменти, які гальмують формування ефективного ринку венчурних інвестицій:

1. Присутність на ринку венчурного інвестування обмеженої кількості так званих «якісних» проектів. Індикатором рівня й якості проекту в цьому випадку служить наявність цілого ряду показників.

Серед основних виділимо:

- наявність сильної управлінської команди;
- розроблений бізнес – план на 3-5 років;
- наявність стратегічного бачення розвитку компанії на 5-10 років;
- розуміння перспектив розвитку технології, що лежить в основі бізнесу;
- захищеність інтелектуальної власності, наявність патентів українських (міжнародних);
- пропрацьованість маркетингової стратегії;
- наявність зрозумілої стратегії виходу для інвестора.

Національна особливість України в тому, що в нас завжди є в надлишку ідеї й бажання експериментувати. Це властивість українського менталітету. Але не розвинутий механізм їх капіталізації, крім того формування повноцінного ринку венчурних інвестицій затримує те, що інститут приватної власності ще недостатньо зміцнився в нашій країні.

2. На ринку працює велика кількість невеликих компаній, що зуміли комерціалізувати свої наукові ідеї. Як

правило, це висококомобільні колективи, що складаються з декількох розроблювачів. Однак у таких компаній яскраво виражений тактичний підхід до ведення й розвитку бізнесу, не зважаючи на дуже серйозну й унікальну науково - технічну компетенцію. Такі компанії часто приходять у венчурні й інвестиційні фонди й одержують відмови. Рівень «грамотності» таких компаній рік у рік росте. Це потенційний «хліб» для венчурних капіталістів.

3. На ринку поки мало професіоналів, що знають українську специфіку, що вміють налагодити стабільний потік проектів та мають досвід роботи в період ранньої стадії розвитку проектів. Найдеться не так багато інвесторів, готових пізнавати сутність технології, розбиратися в тонкостях організації НДКР, вникати в науково - технічну експертизу. Науково - технічні ризики – тобто висока ймовірність того, що нова технологія запропонована до фінансування може бути не конкурентоздатною за рахунок недоопрацювання чи навіть помилок при розробці – відмінна риса венчурного бізнесу,

4. В Україні ще слабкий інститут захисту інтелектуальної власності. На жаль, українські патенти не можуть серйозно захистити інтереси інвестора на міжнародному ринку й забезпечити високий рівень захисту, особливо якщо виникають спірні ситуації й мова йде про незаконне використання інтелектуальної власності. По суті, це дуже серйозна перешкода на шляху розвитку венчурної високотехнологічної індустрії. Прецедентів судового покарання підприємців за несанкціоноване використання в комерційних цілях інтелектуальної власності практично немає. Такий досвід у значній мірі стримує інтерес венчурних інвесторів до нових українських технологій.

Формування повноцінного ринку венчурного фінансування інноваційних процесів в Україні дозволить, на нашу думку, запустити наступні механізми:

- залучення значного обсягу приватного капіталу в науково-технічну сферу, перевищення якого над державними інвестиціями може досягати сотень раз;

- формування ефективної системи залучення в господарський обіг інтелектуальної власності та інших результатів інтелектуальної діяльності;

- здійснення модернізації вітчизняної промисловості зі створенням нових виробництв, що базуються на високих технологіях;

- забезпечення умов для раціонального використання основних фондів багатьох підприємств, що втратили конкурентоздатність;

- організація нових спеціалізованих і високоприбуткових ринків цінних паперів малих високотехнологічних компаній;

- зменшення безробіття і вирішення завдяки цьому гострих соціально-економічних проблем.

Структурні зміни, що відбуваються в економіці держави без координації їх зі сторони владних структур демонструють тенденції протилежні до тих, які необхідні для побудови інноваційної економіки. Забезпечення переходу економіки на інноваційний шлях розвитку вимагає консолідації відповідних зусиль з боку провідних інноваційних структур на державному і регіональному рівнях і послідовності у проведенні соціально-орієнтованої інноваційної політики.

Україна щоб не залишитися на узбіччі науково-технічного прогресу вимушена прийняти глобальний виклик, адекватно і професійно реагувати на тенденції світових ринків для забезпечення своїх національних інтересів, економічної безпеки і сталого розвитку.

Особлива роль в цьому плані належить сприянню розвитку венчурного підприємництва та мережевої економіки в Україні з метою рівноправної і незалежної інтеграції в світовий інноваційний простір.

Вирішення проблеми залучення венчурних інвесторів у високотехнологічні галузі промисловості може здійснюватись за умови підтримки державою:

- створення системи венчурного фінансування з розгалуженою мережею інфраструктурної підтримки технологічного бізнесу;

- розробка єдиних критеріїв оцінки інвестиційної привабливості інноваційних програм і проектів за діючими схемами міжнародних фінансових інститутів;

- створення законодавчих норм, ідентичних для вітчизняних та зарубіжних інвесторів і поліпшення загальних умов для інвестицій в економіку міста;

- запровадження стартових схем залучення інвестицій, що передбачає рекомендаційний характер інвестування приватного капіталу щодо створення венчурних інститутів;

- впровадження мережевих програм технологічного бізнесу - створення системи інноваційної венчурної індустрії, об'єднання бізнесу в кластери, консорціуми, асоціації та аналогічні їм мережеві структури з введенням обов'язкової сертифікації вхідних організацій та їх персоналу на основі Ліцензійних угод з Міжнародним центром сертифікації. Створення національної асоціації бізнес-ангелів і венчурних інвесторів.

Інфраструктура мережевих організацій влаштовує стратегічних інвесторів тим, що забезпечує в якості повноцінної застави для покриття ризиків ресурсного забезпечення все, що Україна поки має в своєму розпорядженні. А це, перш за все, матеріальні і природні ресурси, нерухомість, інтелектуальна власність в

основному у сфері високих (подвійних) технологій тощо. Конвертувати їх в інвестиції дозволяють механізми і технології, які застосовують у мережній інфраструктурі, і які з'єднують постачальників і споживачів ресурсів в єдине ціле на основі оптимального взаємодоповнення та субпідряду, знижуючи тим самим їх ризики та витрати. Без застосування цих механізмів, технологій і стандартів проблематично створити достатнє ресурсне забезпечення не тільки інноваційної бази, але й економіки України в цілому.

Головною проблемою реалізації інвестиційно-інноваційного розвитку є розрив між двома важливішими стадіями інновацій – науковими дослідженнями й масовим виробництвом продукції з використанням їх результатів. Однією з найважливіших складових інноваційного процесу та перспективним механізмом економічної стабілізації держави є венчурний бізнес, феномен надактивного розвитку якого пов'язаний з пріоритетним розвитком високотехнологічних та ризикованих галузей. Суть венчурного бізнесу в тому, що інноваційні ідеї інвестуються на стадії відсутності не тільки компанії, а, найчастіше, і бізнес-плану. Тому малий високотехнологічний бізнес активно звертається до венчурних інвестицій, особливостями яких є: довгостроковість та ризикованість; кошти часто надаються під перспективну ідею без гарантованого забезпечення майном, заощадженнями чи іншими активами; термін інвестицій 3-7 років; ухваленню рішення про венчурне фінансування передують велика робота з вивчення ризиків та можливостей їх зменшення; венчурні інвестори надають перевагу реінвестуванню; їх прибуток виникає через 5-7 років після продажу пакету акцій за ціною, що в декілька разів перевищує первинне вкладення.

Для держави має сенс активно сприяти розвитку венчурного бізнесу, оскільки вигоди, які отримує суспільство від програм підтримки венчурного капіталу, не обмежуються тільки прибутками венчурних інвесторів. Венчурні інвестиції: 1) сприяють освоєнню нових провідних науково-технічних розробок для створення конкурентоспроможних високотехнологічних продуктів і технологій; 2) створюють нові робочі місця, сприяючи зниженню безробіття та підвищуючи рівень добробуту в суспільстві, що має стратегічне значення для довгострокового зростання національної економіки.

Розвиток венчурної індустрії України стримують наступні негативні чинники.

1. Слабка законодавча база. Термін “венчурний бізнес” уже протягом кількох років зустрічається в низці законодавчих актів України, проте досі не дано визначення суті, функцій, принципів діяльності саме венчурних фондів і венчурних фірм. Як наслідок – венчурні фонди створюються не для фінансування інноваційних проектів, а для реалізації спекулятивних схем керування власністю та використання податкових пільг.

2. Брак джерел фінансування інвестицій. Згідно з діючим законодавством, фізичні особи та інституційні інвестори (інвестиційні й пенсійні фонди, страхові компанії) не можуть інвестувати у венчурні фонди, що істотно скорочує потенційну інвестиційну базу для венчурних інвестицій, оскільки, наприклад, бурхливий розвиток венчурних фондів у США почався саме після дозволу пенсійним фондам інвестувати 10 % активів у венчурні проекти. Тому джерелами фінансування венчурних установ в Україні є вільний капітал українських ФПГ, закордонних приватних й інституційних інвесторів. Масштабну присутність останніх гальмує сумнівна репутація української венчурної індустрії та, у цілому,

недостатня інвестиційна привабливість українського бізнес-середовища.

3. Слабкість фондового ринку та відсутність гарантій для венчурного інвестора, які б обмежували його ризики. Йдеться про інструменти власності з особливостями опціону – конвертовані привілейовані акції й облігації. Типовим інструментом венчурних інвестицій у США є привілейовані конвертовані акції, які на момент виходу з інвестиційного проекту конвертуються та продаються на фондовому ринку. Цей інструмент страхує інвесторів від ризиків, оскільки особливістю цих акцій є переважні права власників – при невдачі проекту прості акціонери нічого не одержують доки фірма не задовольнить вимоги власників привілейованих акцій. Звичайні привілейовані акції, закріплені українським законодавством, не дають права участі в керуванні та можуть складати лише 10% статутного фонду, що часто недостатньо для венчурного проекту. Тому єдиним інструментом венчурного інвестора в Україні залишаються звичайні акції, що не страхують вкладника від несприятливої реалізації проекту.

4. Нерозвиненість неформального сектору венчурного бізнесу.

5. Погіршення ситуації в секторі генерації наукових знань. Наявним є недофінансування й деградація основних наукових шкіл, очевидна втрата зв'язку дослідницького сектора з реальними потребами економіки та виробництва. Вітчизняний бізнес не є замовником та реальним споживачем прикладних досліджень, як це відбувається в усьому світі, коли гроші венчурних компаній стають важливим джерелом фінансування науковців.

6. Брак на ринку венчурного інвестування «якісних» проєктів, які визначаються потужною маркетинговою стратегією та потенційною місткістю ринку. Іншими

важливими критеріями якості проектів є: тривалість реалізації інноваційного проекту; сильна управлінська команда; якісний бізнес-план; наявність стратегічного бачення розвитку компанії; розуміння перспектив розвитку технології, що лежить в основі бізнесу; захищеність інтелектуальної власності національними або міжнародними патентами.

7. Відсутність фахівців у сфері венчурного менеджменту, які володіють технологіями виявлення та оцінки інноваційних проектів та вмють забезпечити стабільне фінансування в період ранньої стадії розвитку проектів. Також фахівці мають забезпечувати проведення науково – технічної, маркетингової та інвестиційної експертиз, виявляти ризики, знаходити під кожний перспективний проект відповідних інвесторів. В Україні відсутні чітко сформовані елементи інноваційної інфраструктури та люди, які займалися б інноваційним бізнесом професійно.

8. Слабкість інституту захисту інтелектуальної власності. При аналізі ринку інновацій в Україні доведено, що незважаючи на збільшення номінальної кількості, якість або науково-технічний рівень розробок продовжує знижуватися. За даними Держдепартаменту інтелектуальної власності, щорічно в країні видається 15-20 тис. патентів, але застосування на ринку знаходить не більше 1 % інновацій. Українські патенти не забезпечують захист інтересів інвестора на міжнародному ринку, особливо в разі спірних ситуацій і незаконного використання інтелектуальної власності.

9. Загальна несприятлива державна політика щодо стимулювання інноваційних процесів. Існуючі схеми регулювання лише погіршують ситуацію. У країні відсутня система державного фінансування венчурних проектів та не створені механізми компенсації втрат приватних та

інституційних інвесторів від невдалих венчурних проектів. Зокрема, національне законодавство в області науково-технічної та інноваційної діяльності не погоджено з фінансовим законодавством, тому на практиці не передбачає стимулювання бізнес-ангелів податковими й іншими пільгами. Держава не сприяє виконанню технопарками та бізнес-інкубаторами їх безпосередньої інноваційної функції.

Незважаючи на зазначені негативні моменти, в Україні є підстави сподіватися на успіх. Насамперед через наявність галузей, що мають потенціал зросту й велику кількість перспективних проектів, які потребують фінансування і є потенційно вигідними для венчурного інвестора. Тому нагальною потребою є необхідність виробити грамотну державну політику стимулювання венчурного бізнесу з урахуванням провідного зарубіжного досвіду. Держава має розділити з бізнесом ризики впровадження інновацій та вдосконалити законодавство зі стимулювання інноваційної діяльності, режимів роботи технопарків, автономії українських вузів.

Заходи державної підтримки розвитку венчурного капіталу діляться на прямі (конкретні механізми державної підтримки, спрямовані на збільшення пропозиції венчурного капіталу, мають форму фінансових стимулів чи державних інвестицій в акціонерний капітал і державні кредити) і непрямі (передбачають розвиток конкурентних фондових ринків, розширення спектру фінансових продуктів, розвиток довгострокових джерел капіталу, спрощення процедури формування фондів венчурного капіталу, стимулювання взаємодії між великими й малими підприємствами та фінансовими інститутами, заохочення підприємництва).

Вивчення світового досвіду інноваційно-інвестиційних процесів дозволяє виділити фактори їх

розвитку, а саме: наявність науково-освітньої бази (сильного дослідницького сектору, розвиненість наукових шкіл, які ведуть безперервний цикл досліджень); зрілість фінансового ринку (розвиненість фінансових інститутів і ринків, страхового й пенсійного секторів, наявність фондового ринку); політична й макроекономічна стабільність (стабільний економічний ріст); стабільний попит з боку державного й приватного секторів на наукові дослідження й розробки; наявність вільних й «довгих» грошей в економіці.

Встановлено, що в Україні є об'єктивні передумови для розвитку ефективного інвестування інноваційних проєктів:

1. Державні заходи повинні бути спрямовані на ліквідацію недостачі коштів, що є наслідком недоліків фінансової системи.

2. При розробці фінансових заходів варто враховувати характер і ступінь інвестиційних пілг.

3. Заходи підтримки інвестування повинні стимулювати інвестиції приватного сектора й створювати комерційно активний ринок.

4. До управління програмами державної підтримки повинен бути допущений приватний сектор.

5. Потенційні інвестори повинні знати про існування програм підтримки.

Для підвищення ефективності інноваційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва необхідна державна підтримка в організації діяльності венчурних фондів, яка повинна передбачати систему виявлення та комерціалізації інноваційного ресурсу. Тобто необхідно створювати систему фінансування інноваційно-орієнтованого інвестиційного процесу в цілому, яка б виступала складовою частиною господарського механізму і розвивалась відповідно до

потреб виробництва. В роботі запропоновано механізм державної підтримки інвестування підприємств та об'єднань агропромислового виробництва, який спрямований на їх інноваційний розвиток (рис. 3.1).



**Рис. 3.1. Архітектура механізму державної підтримки інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств агропромислового виробництва**

Першочерговими завданнями механізму державного стимулювання інноваційної діяльності підприємств агропромислового виробництва є створення системи спеціальних фондів державного фінансування науково-технічних програм та інновацій, розробка механізму залучення вітчизняних інвесторів в інноваційні проекти підприємств, визначення участі держави у покритті інноваційних ризиків високотехнологічних підприємств та

формуванні венчурного капіталу, створення галузевих, регіональних і тематичних фондів інноваційного розвитку.

За результатами систематизації форм державно-приватного партнерства виділено їх сутнісні особливості залежно від відповідальності партнерів та рівня фінансових ризиків. Установлено перспективність застосування концесійних угод для реформування діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва.

### **3.2. Інноваційна орієнтація інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва**

Активізація інвестиційної діяльності підприємств агропромислового виробництва можлива шляхом здійснення організаційно-економічних заходів щодо залучення капіталу з ринку фінансів на інвестування. До цих заходів ми відносимо: зниження податкового навантаження, диференціація податкових пільг залежно від спрямованості інвестицій, посилення державної підтримки експорту сільськогосподарської продукції. Доцільним є створення гарантійних та заставних фондів, об'єднуючих фінансові кошти держави, підприємств, приватних осіб; розширення практики і посилення дієвості страхування, посилення інноваційної орієнтації в інвестиційній діяльності та інші.

В даний час спостерігається тенденція до пріоритетного фінансування суміжних з сільським господарством галузей. Мотивацією цього є думка про залежність ефективності сільськогосподарського виробництва від повноцінного функціонування галузей АПК, підтримавши які, опосередковано можна буде зробити позитивний вплив на стан сільського господарства [3].

Проте, тут присутня зворотна залежність: транспортна, переробна, заготівельна та інші галузі використовують сільськогосподарську продукцію, отже, насамперед, самі залежать від економічної ситуації в сільськогосподарському виробництві. Тому потрібно змістити акценти у виборі об'єкту інвестування на користь безпосереднього виробника сільськогосподарської продукції і доходу від її виробництва, диференціюючи підходи до вирішення питань інвестування. Для найпривабливіших галузей АПК доцільно встановити нижчий рівень державної підтримки, а для галузей, де вірогідність зростання приватних інвестицій не велика, він має бути набагато вищий.

Подолання дефіциту інвестиційних ресурсів вимагає мобілізації всіх можливих джерел фінансування, як внутрішніх, так і зовнішніх. Їх вивчення показує, що для активного використання внутрішніх джерел сільського господарства України потрібен час, необхідний для відновлення фінансово-кредитної системи та можливостей державного бюджету, зміцнення фінансових можливостей сільськогосподарських підприємств. Тому в найближчій перспективі особливу актуальність ми бачимо в залученні інвестицій з інших галузей економіки України та засобів іноземних кредиторів та інвесторів.

Як один із заходів акумуляції власних інвестиційних ресурсів країни можна запропонувати використання права відкриття інвестиційних рахунків для підприємства в уповноваженому банку, які виключаються з оподаткування та використовуються тільки на інвестиційні цілі, що заздалегідь декларуються підприємством (закупівля устаткування й техніки, будівництво виробничих об'єктів тощо).

Разом з залученням інвесторів із зарубіжних країн, необхідно розширювати інвестиційні можливості самих

сільськогосподарських підприємств, особливо необхідна переоцінка ролі амортизаційних відрахувань в інвестиційний процес, встановлення контролю за їх цільовим використанням.

На сучасному етапі держава дотримується раціональної політики з питань інвестицій, оскільки відбувається зміна "суцільного" фінансування сільськогосподарських підприємств на інвестування за результатами конкурсного відбору найбільш ефективних проектів. Зрозуміло, такий підхід посилить різницю між процвітаючими господарствами й підприємствами з нестабільним фінансовим положенням, але, з іншого боку, дасть гарантію ефективного використання вкладених коштів. А при інвестуванні недержавних підприємств держава повинна мати гарантії пайової участі в них [105].

Ми пропонуємо звернути особливу увагу на підвищення ефективності управління активами сільськогосподарських підприємств, що знаходяться у власності держави. Дані активи, не служать виключно джерелом бюджетних доходів, оскільки метою держави є не лише отримання комерційного прибутку, але і формування економічної політики, реалізація її стратегій.

Також ми вважаємо за необхідне підвищення ефективності управління пакетами акцій підприємств третьої сфери АПК, переданих сільськогосподарським товаровиробникам. На даний час функції управління цими активами фактично здійснює керівник підприємства, яке обслуговує сільське господарство, що призводить до утиску інтересів власників – сільськогосподарських виробників.

Аграрним підприємствам доцільно використовувати декілька варіантів залучення недержавних інвестицій. Найперспективнішим з них ми вважаємо організацію фінансово-промислових груп (ФПГ).

Основні тактичні завдання подібних об'єднань визначаються актуальними фінансово-економічними проблемами сільського господарства та необхідністю забезпечення стартових фінансових можливостей виходу з кризи за відсутності навіть мінімальної бюджетної підтримки сільськогосподарських виробників.

До цих проблем можна віднести:

- відновлення втраченої під час реформи керованості товарними, ресурсними, фінансовими внутрішніми та міжгалузевими потоками, скорочення сукупних витрат на виробництво та реалізацію продуктів харчування на основі оптимізації спільних рішень, проведення узгодженої цінової політики, скорочення витрат, підвищення якості продукції, економія постійних витрат тощо;

- створення мінімально необхідних стартових умов для поетапного фінансового оздоровлення аграрних підприємств, подолання збитковості та досягнення стійкої рентабельності сільського господарства;

- залучення в аграрний сектор фінансово-кредитних ресурсів приватних інвесторів й поступове відновлення та оновлення на цій основі всіх складових виробничого потенціалу вітчизняного сільського господарства, освоєння й впровадження сучасних технологій;

- перерозподіл доходів від реалізації готових продуктів між учасниками виробничого процесу відповідно до їх дійсних витрат.

Вигода такого об'єднання очевидна: створюються об'єктивні передумови скорочення витрат виробництва за рахунок мінімізації оплати банкам за надання кредитів, зростає можливість отримання вищих доходів від реалізації продукції за рахунок зростання цін в результаті поглибленої переробки сільськогосподарської сировини та підвищення якості кінцевого продукту.

Проте формування та підвищення ефективності функціонування фінансово-промислових груп має певні труднощі. Наприклад, не допускається одночасна участь підприємств й організацій більш ніж в одній ФПГ; до складу групи обов'язково повинні входити підприємства виробничого або побутового призначення, а також банківські або кредитно-фінансові організації, дочірні господарські підприємства можуть входити до складу ФПГ тільки спільно зі своїм основним підприємством-засновником; інвестиційні установи, недержавні фонди, страхові організації можуть входити до групи тільки при забезпеченні ними інвестицій.

Для прискорення процесу формування ФПГ ми пропонуємо чотири способи їх організації:

- на базі крупного промислового об'єднання сільськогосподарського машинобудівництва або підприємства з виробництва мінеральних добрив, що створює свій власний банк або вступає в коаліцію з вже існуючими кредитними структурами. З їх допомогою залучаються недержавні інвестиції в т.ч. й від населення, шляхом створення інвестиційних пайових фондів. За допомогою накопичених таким чином засобів реалізується виробництво сільськогосподарської техніки, яка постачається в технічні центри. Останні по статусу залежать від головного об'єднання, здійснюють передпродажну підготовку, монтаж, гарантійне обслуговування, ремонт, продаж. Як основну форму взаємовідносин технічних центрів зі своїми клієнтами ми рекомендуємо лізинг, прокат техніки та виконання механізованих робіт відповідно до угод про спільну діяльність.

Інвестором в цьому випадку виступає постачальник машин та устаткування, мінеральних добрив як самостійно, так і спільно з кредитною установою, що

виконує операції лізингу. При цьому, фінансово-промислова група стає власником значної маси продовольства, а також має вплив на формування ринкових цін. Засоби, отримані за рахунок функціонування технічного центру, за вирахуванням виробничих витрат, можуть спрямовуватися на погашення позик (кредитів) та виплату відсотків за кредити.

- фінансово-промислові групи створюються крупними торгівельно-фінансовими структурами, споживачами сільськогосподарської продукції. Інвестування сільського господарства по такому шляху хоча й в невеликих масштабах, вже здійснюється в Україні як вітчизняними, так і зарубіжними інвесторами.

- поступове надання функцій повноцінної виробничо-збутової корпорації акціонерним товариствам, створених під час приватизації підприємств переробної промисловості та сільського господарства. Акціонерні товариства залучають до складу акціонерів банки, страхові компанії та інші фінансові установи на умовах надання останніми пільгових інвестиційних кредитів. Можна використовувати також безпосереднє залучення коштів населення за допомогою емісії цінних паперів – привілейованих акцій та облігацій.

Створюється також власна роздрібна торгова мережа, що дає можливість скоротити витрати по збуту продукції. Збільшення прибутків від поглиблення переробки сільськогосподарської сировини та створення ефективної системи збуту готової продукції дає можливість додатково інвестувати розвиток сировинної зони переробних підприємств. Насамперед засоби спрямовані акціонерам-постачальникам сировини.

- створення регіональної АФПГ на базі крупного комерційного банку з входом до групи підприємств з виробництва та переробки сільськогосподарської

продукції, а також торгівельних та ресурсопостачаючих організацій. В цьому випадку поєднуюватимуться два принципи формування ФПП – державно-кооперативний та вертикальний. При цьому виникає можливість виробництва різних видів конкурентоздатної продукції – м'ясної, молочної, овочевої, плодової, ягідної тощо. Все це значною мірою підвищить стійкість АФПП на ринку продовольчих товарів. Вважаємо, що найбільш реальним є включення в групу комерційного банку, оскільки, тільки зацікавлена участь банківського капіталу для формування ефективного аграрного сектора може забезпечити нормальну життєдіяльність всієї інтеграційної структури.

ФПП повинна обов'язково цілеспрямовано використовувати бюджетні кошти, здійснювати необхідні операції з цінними паперами, залучати власні й кредитні кошти на реалізацію перспективних програм та проєктів, здійснювати торгово-комісійні та лізингові операції, а також юридичне оформлення рахунків клієнтів-учасників групи, проводити розрахунки при фінансових взаємовідносинах між підприємствами і контрагентами.

За умов функціонування АФПП досить низька вірогідність банкрутства підприємств сільських товаровиробників. На наш погляд, цілком реальне створення в межах АФПП єдиної великої не тільки виробничої, банківської, але й кредитної, постачальницько-збутової, транспортної, страхової, соціально-побутової та кадрової систем.

З розглянутих способів створення АФПП, на нашу думку, найбільш реальним є формування вертикально інтегрованих аграрних компаній по технологічній низці "виробництво сировини — переробка — реалізація". Остання повинна забезпечити сприятливі умови для формування рівноправних економічних стосунків між сільськогосподарськими товаровиробниками, переробними

підприємствами та фінансово-кредитними організаціями, стимулювати перерозподіл засобів сфери АПК в аграрний сектор через прямі капітальні вкладення, лізинг устаткування, товарний кредит тощо.

Вважаємо, що вертикально інтегровані формування доцільно створювати поетапно; не першому етапі можливе формування консорціуму підприємств єдиної технологічної низки (сировинна зона – переробка – зберігання – реалізація готової продукції) на договірній основі, який забезпечує проведення узгодженої політики у сфері виробництва ціноутворення та інвестицій. В цьому випадку координація діяльності учасників покладається на юридично самостійну фірму, яка забезпечує узгодження інтересів всіх учасників АФПГ.

Метою діяльності консорціуму, на наш погляд, має бути узгодження партнерських економічних стосунків, відновлення та регулювання коопераційних зв'язків й стосунків між підприємствами, шляхом використання механізму спільного виробництва та пайової участі в прибутку.

Особливості організації діяльності консорціуму – майнові та фінансові квоти, які вносяться учасниками формують узгоджені програми розвитку. При цьому всі учасники мають оперативний доступ до ресурсів, що дозволяє стабілізувати технологічний цикл, зменшити потребу обігових коштів, зменшити вірогідність взаємних неплатежів [112].

Джерелами фінансування консорціуму, на нашу думку, можуть бути власні фінансові кошти учасників консорціуму, прибуток від реалізації готової продукції; кошти бюджету, авансовані від закупівлі сільськогосподарської продукції, сировини та продовольства для бюджетних споживачів; кредитні ресурси під заставу майна, неліквідів, виробничих запасів,

об'єднаних до загального гарантійного фонду; засоби від розміщення цінних паперів консорціуму.

Необхідною умовою працездатності такого механізму є створення системи гарантій, що може бути забезпечене використанням гарантійного фонду, об'єднуючого акції сторін, сировину та продукцію на складах, основні фонди й права їх використання, товарні зобов'язання. При цьому використання активів, як об'єкт застави дозволить залучати кошти без прямих продаж, а зберігати їх до включення в новий виробничий цикл.

Для формування інвестиційних ресурсів ми пропонуємо використовувати концесії, що означає передачу належних державі або місцевим органам влади джерел природних багатств, підприємств та ін. господарських об'єктів в експлуатацію на певний термін за плату вітчизняним і зарубіжним інвесторам. На наш погляд, вона дуже вигідна як для власника, так і для інвестора, оскільки забезпечує оптимальний розподіл доходів та ризик між партнерами інвестиційного процесу.

Необхідним заходом активізації інвестиційного процесу ми вважаємо створення державної інвестиційної компанії на регіональному рівні, в чій функції входив би відбір проектів та контроль за правильністю їх реалізації. Основними джерелами фінансування інвестиційних проектів компанії можуть бути: власні засоби (статутний капітал, внески підприємств та нерозподілений прибуток від участі в проектах), засоби приватних інвесторів для реалізації конкретних проектів, бюджетні кошти, передбачені для реалізації цільових програм, засоби аграрних фінансово-промислових груп, кредити під заставу гарантійного фонду, боргових зобов'язань, майна, виробничих запасів, майбутньої продукції, нерухомості тощо.

Структура взаємодії компанії з контактуючими організаціями подана на рис. 3.2.



**Рис. 3.2. Структура взаємодії проектної інвестиційної компанії з кредитними, фінансовими, виробничими та науковими установами**

Компанія повинна складатися як мінімум з трьох фінансових фондів, обслуговуючих різні напрями діяльності компанії, що забезпечить інвесторам гарантії збереження ринкової вартості вкладеного капіталу та повернення інвестицій: інвестиційний фонд повинен здійснювати прямі інвестиції на умовах пайової участі в проекті, компенсаційний фонд має бути сформованим для створення резервів, що направляються на погашення різниці між ринковою ставкою кредиту й пільговою ставкою, а також на страхове відшкодування, гарантійний фонд повинен створюватися на принципах пайової участі з використанням бюджетних гарантій й активів підприємств-одержувачів інвестицій (акції, сировина та продукція на складах, основні фонди й права їх використання, товарні зобов'язання – форвардні контракти, опціони тощо), з метою залучення грошових коштів без

прямого продажу, зберігаючи їх до включення в новий виробничий цикл. Активи гарантійного фонду служать для забезпечення емісії цінних паперів компанії і залучення засобів безпосередньо на фінансовому ринку без посередників. За цими цінними паперами мають бути встановлені обмежені державні гарантії, які покликані забезпечити їх привабливість, як інструменту фондового ринку.

Створення системи фінансових гарантій в інвестиційній компанії може бути забезпечене також за рахунок страхування імпорту техніки й технологій в зарубіжних страхових компаніях. При цьому джерелом коштів для оплати страховки можуть служити валютні засоби, які надходять в рахунок оплати експортній продукції.

Для інформаційної підтримки та організації прикладної бази інвестиційного процесу, на наш погляд, слід передбачити активну співпрацю компанії з управліннями сільського господарства областей регіону, науково-дослідними інститутами, об'єднаннями товаровиробників АПК.

Найбільш перспективним в сучасних умовах фінансовим інструментом інвестування є лізинг. Він дозволяє здійснювати великомасштабні капітальні вкладення в розвиток матеріально-технічної бази сільськогосподарського виробництва. В порівнянні з іншими способами придбання устаткування (банківський кредит, купівля з відстроченням оплати і т. ін.) лізинг має ряд переваг, завдяки яким ми пропонуємо його як пріоритетний напрям інвестицій. Він дозволяє:

- підприємству-орендареві розширити виробництво й налагодити обслуговування техніки без значних одноразових витрат та залучення позикових коштів;

- вивільнити засоби орендаря для вкладення в інші заходи, оскільки витрати на придбання устаткування рівномірно розподіляються на весь термін дії договору;

- підтримувати в балансі підприємства оптимальне співвідношення власного і позикового капіталів, оскільки лізингове майно на ньому не відображається;

- на основі лізингових угод, що передбачають зобов'язання орендодавця, провести ремонт й технічне обслуговування устаткування із своєчасного та якісного проведення ремонтних робіт;

- відносити лізингові платежі на собівартість продукції лізингоотримувача, а отже, знижує базу оподаткування по податку на прибуток, тоді як при прямому кредитуванні підприємства на купівлю обладнання виплату відсотків за користування позиковими ресурсами здійснюються з прибутку після оподаткування.

- шляхом використання механізму прискореної амортизації устаткування, зменшити суму податку на майно, базою оподаткування для якої є залишкова вартість устаткування, та здійснити економію виплат податку на прибуток при початкових етапах реалізації інвестиційного проекту і отримати додаткову вигоду при обліку тимчасової вартості грошей.

Стратегічно важливим завданням, що стоїть перед сільськогосподарськими підприємствами є підтримка інтересу іноземних інвесторів до вітчизняного ринку сільськогосподарської продукції. Увага зарубіжних партнерів обумовлена масштабістю ринку; природними багатствами, що забезпечують його всіма видами ресурсів; дешевизною робочої сили, що має високий освітній рівень та науковий потенціал; високим рівнем зносу основних фондів (понад 60%), що підвищує актуальність проблеми їх оновлення [67].

Принципово новий спосіб інвестування в Україну має концепцією венчурного капіталу. Виникнення венчурних інвестицій пов'язане з формуванням фонду венчурного капіталу, куди вносять кошти банки, страхові компанії, пенсійні фонди. Засновники призначають керівника компанією, якому довіряють управління капіталом від свого імені. Він веде пошук вигідних підприємств різних галузей, які мають перспективу розвитку. Знайшовши їх, фонд купує частину акцій компанії, надаючи частину свого капіталу. Особливістю венчурного капіталу є те, що від підприємства, що інвестується, не потрібно ніяких гарантій, забезпечення. Воно просто переходить в сумісне управління керівництва підприємства і венчурного фонду за умови тимчасової участі фонду, оскільки через деякий час його частка буде продана.

На наш погляд, необхідним елементом стратегічної політики будь-якого аграрного підприємства, орієнтованого на перспективу, має бути успішна самопрезентація з метою залучення уваги громадськості, а в їх числі й потенційних інвесторів. З цією метою ми пропонуємо створення клубу ефективних сільгоспідприємств, який сприятиме зростанню популярності у місцевих інвесторів господарств – членів клубу.

Бажання сільськогосподарських виробників рекламувати свою діяльність і перспективи розвитку ми рекомендуємо стимулювати, організовуючи різні конкурси для агропідприємств економічного, технологічного й інноваційного характеру. Інвестори іноді не підозрюють про існування вигідного для них підприємства, оскільки воно не заявляє про свою діяльність. Часта згадка в ЗМІ, участь в конкурсних відборах, причому виграш необов'язково може бути основною метою підприємства,

створять хорошу репутацію господарству, що дуже важливе при ухваленні інвестиційних рішень.

Для посилення й прискорення інвестиційного процесу, підвищення ефективності інвестиційної діяльності, разом з розробкою інвестиційних програм та проектів соціально-економічного розвитку, на нашу думку, кожне підприємство мусить здійснити цілий комплекс заходів щодо забезпечення інвестицій. Основні з них наведені на рис. 3.3.



**Рис. 3.3. Система основних заходів інтенсифікації інвестиційного процесу в підприємствах агропромислового виробництва**

Вони дозволяють не тільки підвищити обґрунтованість й привабливість проектів довгострокових інвестицій, але й мати, як керівництво до дії, проект валових інвестицій підприємства. У трьох його розділах (інвестиції в основне виробництво, інвестиції у формі капітальних вкладень та інвестиції в невиробничу сферу), разом із загальноприйнятими показниками,

обґрунтовуються напрями й розміри інвестицій; джерела; умови, терміни надходження, освоєння і повернення залучених коштів; ефективність здійснення інвестицій; напрями, розмір та терміни використання отриманих додаткових прибутків.

Дослідження інвестування є однією з центральних проблем економічної науки. Це обумовлено тим, що інвестиції зачіпають самі глибинні основи господарської діяльності, визначаючи процес соціально-економічного росту й розвитку в цілому. Підвищення конкурентоспроможності України на світовому ринку неможливе без активізації економічних інструментів інвестиційної привабливості суб'єктів всіх рівнів: країни, регіону, комплексів, галузей і окремих організацій.

Особливу актуальність здобуває вдосконалювання економічного регулювання інвестиційної діяльності в сільському господарстві з метою забезпечення стійкого розвитку сільськогосподарського виробництва, досягнення продовольчої безпеки країни. Аграрна реформа в Україні, проведена на початку 90-х років, не зробила позитивного впливу на розвиток інвестиційної діяльності, впровадження досягнень науково-технічного прогресу, що негативно відбилося на відтворювальному процесі в галузях АПК.

Істотні розходження в рівні соціально-економічного розвитку українських регіонів і галузевих продуктових ринків викликають необхідність проведення теоретичних і практичних досліджень цієї проблеми з метою формування ефективної інвестиційної стратегії. Особливе місце в розвитку економіки займає АПК, оскільки є стратегічно важливим для забезпечення продовольчої безпеки, соціально значущим з погляду розвитку сільських територій і одночасно найменш інвестиційно-привабливим у порівнянні з іншими міжгалузевими комплексами.

Для забезпечення стійкого розвитку продуктових комплексів (галузей) АПК необхідний організаційно-економічний механізм, заснований на поєднанні державного регулювання й ринкового саморегулювання, проведенні збалансованої цінової й фінансово-кредитної політики, активізації інвестиційної діяльності. При недостатності інвестиційних ресурсів виникає необхідність пошуку додаткових джерел фінансування. У цьому зв'язку винятково важливі проблеми формування, розвитку й підвищення рівня інвестиційної привабливості продуктових галузей АПК.

Економічна кон'юнктура й інвестиційний клімат АПК характеризується різними специфічними індикаторами. Виходячи з галузевих і регіональних умов, оцінка інвестиційної діяльності, інвестиційної привабливості суб'єктів інвестицій і їх складових охоплює цілий ряд блоків інтегрованих показників, що сприяють виявленню виробничого, споживчого, фінансового й інвестиційного потенціалів досліджуваного об'єкта.

Забезпечення країни продовольством має першорядне соціальне й політичне значення, при цьому особлива роль належить м'ясопродуктовому комплексу, на якому сильніше всього позначилися негативні наслідки аграрних перетворень. Проблеми інвестування обумовлена також об'єктивною необхідністю пошуку альтернативних напрямків раціонального розвитку м'ясопродуктового комплексу, зокрема активізації економічних інструментів інвестиційної привабливості.

Рівень інвестицій і інвестиційної діяльності впливає на обсяг національного доходу суспільства, від його динаміки залежить ефективність функціонування галузевих комплексів і окремих організацій. Інвестиційна діяльність має галузеві особливості. В агропромисловій сфері України в цей час інвестиційна діяльність розвинена

слабко й вимагає підвищення рівня інвестиційної привабливості.

Інвестиційна діяльність в АПК повинна ґрунтуватися на активній державній інноваційній політиці, як головному пріоритеті інвестиційної стратегії в переробному секторі; поєднанні методів державного регулювання й ринкових механізмів господарювання; визначенні пріоритетів, що забезпечують формування ефективної галузевої структури виробництва; використанні інновацій, оцінці ефекту мультиплікатора, що зводиться до того, що зміна рівня попиту на один товар відповідно веде до зміни попиту на сполучені товари.

Представляється важливим розуміння взаємозв'язку понять інвестиційний клімат, інвестиційна привабливість і інвестиційна політика в м'ясопереробній галузі. На нашу думку, інвестиційний клімат виступає об'єктом інвестиційної політики, що являє собою сукупність заходів організаційного й економічного впливу, спрямованих на створення оптимальних умов для інвестування. З одного боку, він визначає стартові умови для розробки інвестиційної політики, з іншого боку – є її результатом. Ефективність інвестиційної політики вимірюється ступенем зміни інвестиційного клімату. У свою чергу більш сприятливий стан інвестиційного клімату впливає на інвестиційну політику, інвестиційну привабливість продуктових комплексів і галузей. З погляду інвестиційного процесу інвестиційна політика, що виступає як сукупність різних заходів, впливає на суб'єктивні складові інвестиційного клімату.

Взаємозв'язок інвестиційної привабливості й інвестиційної активності носить характер кореляційної залежності: інвестиційна привабливість є узагальнюючою факторною ознакою, інвестиційна активність - залежною від неї результативною ознакою.

Сукупність інвестиційної привабливості й активності становить інвестиційний клімат. У свою чергу зміна інвестиційного клімату в динаміці являє собою інвестиційний процес.

Ми вважаємо, що інвестиційна привабливість – це інтегральна характеристика окремих підприємств з позицій перспективності розвитку, прибутковості інвестицій і рівня інвестиційних ризиків. Вона визначається одночасним впливом двох груп факторів, одна з яких формує інвестиційний потенціал, друга – інвестиційні ризики. Інвестиційний потенціал враховує макроекономічні характеристики, насиченість територій, галузей і організацій факторами виробництва, споживчий попит населення й інші параметри. Величина інвестиційного ризику показує ймовірність втрати інвестицій і доходу від них. В остаточному підсумку інвестиційна активність залежить від рівня інвестиційної привабливості.

Сучасні економічні умови характеризуються рядом найважливіших процесів, які варто враховувати в наукових дослідженнях і практичній діяльності підприємств. У країні проводиться курс на модернізацію економіки, і відбувається формування нової системи поглядів на фактори економіко-технологічного розвитку, в основі якої лежить економіка знань. Знання, реалізовані в науково-технічних розробках, постійно створюють інновації, освоєння яких вимагає істотної активізації інвестиційної діяльності й, насамперед, на рівні господарюючих суб'єктів - підприємств. Це положення характерно й для аграрних підприємств України.

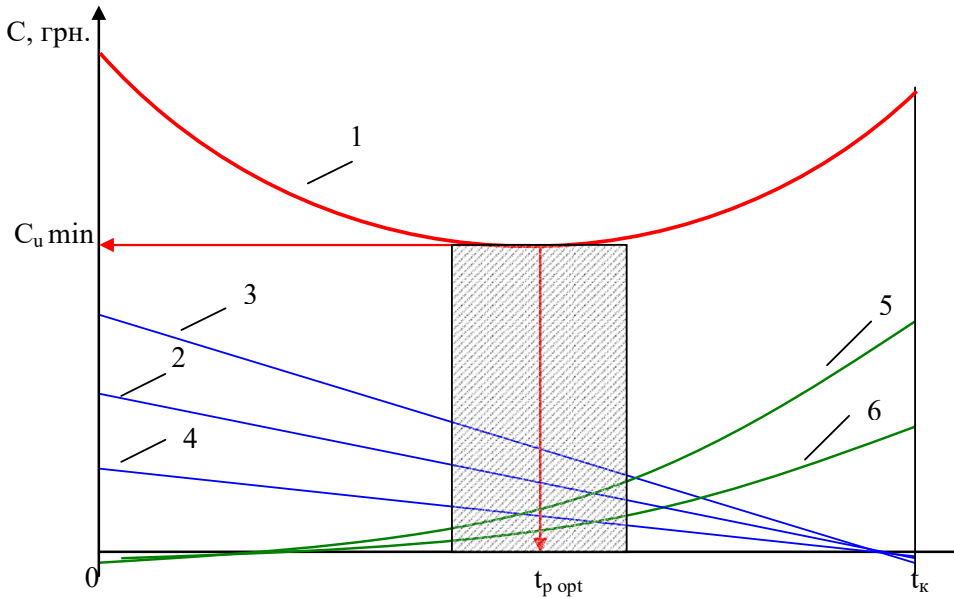
Слід також зазначити, що процесу резервування в інвестиційній діяльності, оптимізації резерву в наукових дослідженнях приділена недостатня увага, що не дозволяє належним чином удосконалювати систему управління інвестиціями. Оскільки потреба в інвестиційних ресурсах

завжди велика, а можливості обмежені, то для підприємств кластерної системи проблема вибору оптимальних інвестиційних рішень і оцінка їх ефективності є досить складним, але необхідним напрямком діяльності.

Основним завданням економічного розвитку агропромислових кластерних систем у сучасних умовах є виведення їх на інноваційно-інвестиційну траєкторію, пов'язану з технологічною модернізацією виробництва. Формована нова система поглядів на розвиток економіки й суспільства передбачає використання нових підходів до організації й управління інвестиційною діяльністю, зокрема, створення інвестиційного резерву.

З урахуванням нових знань необхідна сучасна математична модель із розрахунку оптимального обсягу власного інвестиційного резервного капіталу й оптимального періоду його нагромадження, що могла б дозволити визначити ефективне співвідношення між власним інвестиційним резервним капіталом і позиковими коштами. При цьому варто враховувати ряд факторів, що впливають на інвестиційний процес: вартість кредитних коштів; витрати на погашення кредиту; рівень ризику; втрати від «простою» резервного капіталу; рівень інфляції. На рис. 3.4 наведені графіки зміни різних видів втрат залежно від часу початку реалізації інвестиційного проекту (періоду нагромадження інвестиційного резервного капіталу), де використовуються наступні позначення:

- 1 - зміна сумарних втрат підприємства, грн;
- 2 - зміна витрат на погашення відсотків по кредиту, грн;
- 3 - зміна витрат на погашення основного кредиту, грн;
- 4 - зміна витрат на фінансовий ризик, грн;
- 5 - зміна втрат коштів через "простій" власного інвестиційного резервного капіталу, грн;
- 6 - зміна втрат коштів через інфляцію, грн.



**Рис. 3.4. Оптимізації періоду нагромадження власного інвестиційного резервного капіталу**

Нами розроблена блок-схема розрахунку оптимального розміру й періоду формування власного інвестиційного резервного капіталу, кластерної системи наведена на рис. 3.4. Дана блок-схема є основою при створенні програмного забезпечення для проведення розрахунків ряду параметрів інвестиційного проекту, необхідних для аналізу його ефективності.

Система аналізу власного інвестиційного резервного капіталу здійснює взаємодію із зовнішнім середовищем через вхідні й вихідні потоки інформації. У цьому випадку, вхідними параметрами (блок вихідних даних) є початкова вартість інвестиційного проекту, процентна ставка по кредиту, строк повернення кредиту,

рівень втрат від фінансового ризику, рентабельність виробництва, процентна ставка по депозиту, рівень інфляції, також можуть бути використані й інші параметри, які необхідно врахувати до кожному конкретному випадку залежно від специфіки функціонування підприємства. Далі варто розраховувати основні показники (вихідні параметри), такі як сумарні втрати підприємства при реалізації інвестиційного проекту, фактична вартість проекту, обсяг кредиту, обсяг власного інвестиційного резервного капіталу, витрати на погашення відсотків по кредиту, витрати на погашення основного кредиту, втрати від фінансового ризику, втрати від «простою» власного інвестиційного резервного капіталу, втрати через інфляцію. Застосовуючи умови оптимізації шляхом моделювання на ЕОМ, можна визначити оптимальне значення періоду нагромадження власного інвестиційного резервного капіталу  $t_{p_{opt}}$  для конкретного підприємства або в цілому для кластерної системи.

Через оптимальне значення періоду нагромадження резерву  $t_{p_{opt}}$  можна розрахувати оптимальний обсяг власного інвестиційного резервного капіталу по наступній формулі:

$$C_{p_{\phi}} = d_n * R_n * Z_{np} * t_{p_{opt}} * (1 + d_p)^{t_p} + A * t_{p_{opt}} * \frac{1}{1 + R_n}, \quad (3.1)$$

де  $d_n$  - частка чистого прибутку, що йде на формування власного інвестиційного резервного капіталу;

$R_n$  - рентабельність виробництва;

$Z_{np}$  - витрати на виробництво, грн.;

$d_p$  - ставка депозиту в банку;

$A$  - щорічні відрахування у власний резервний капітал з інших джерел, грн.

З урахуванням знайденого обсягу власного резервного капіталу визначається оптимальний обсяг кредиту  $C_k$ , необхідний у якості додаткових коштів для реалізації інвестиційного проекту:

$$C_k = C_{np\phi} - C_{p\phi_0} \quad (3.2)$$

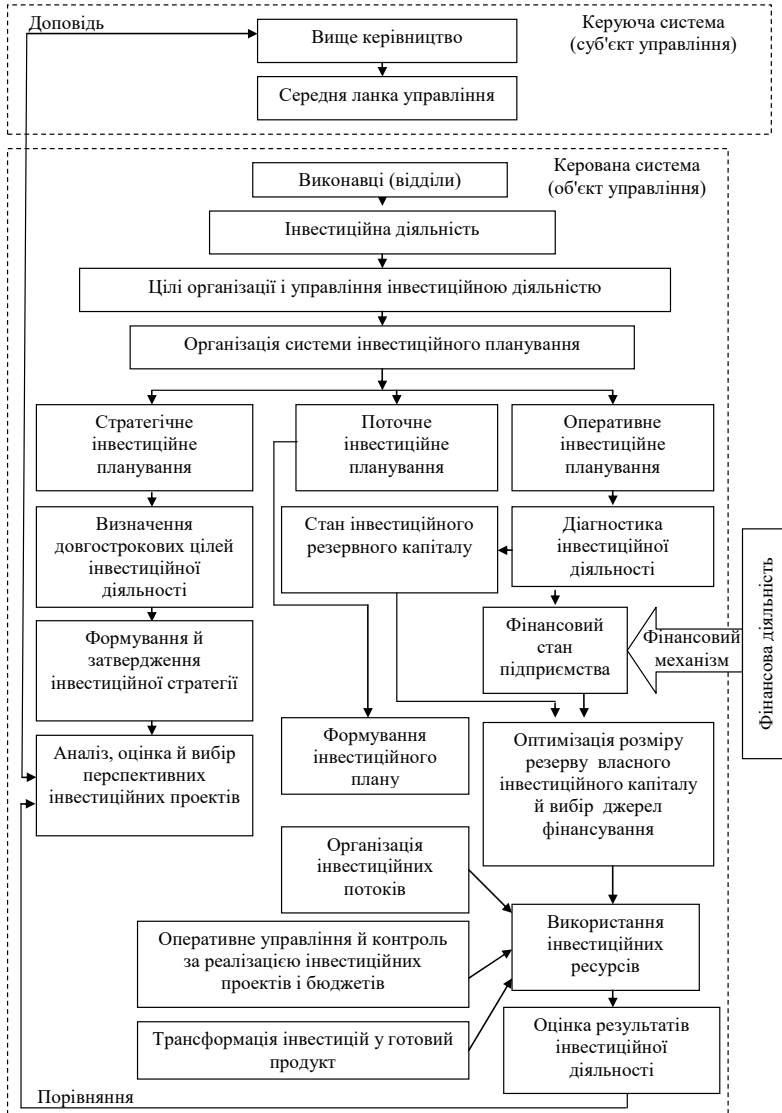
де  $C_{np\phi}$  - фактична вартість проекту, грн.;

$C_{p\phi_0}$  - обсяг власного інвестиційного резервного капіталу, грн.

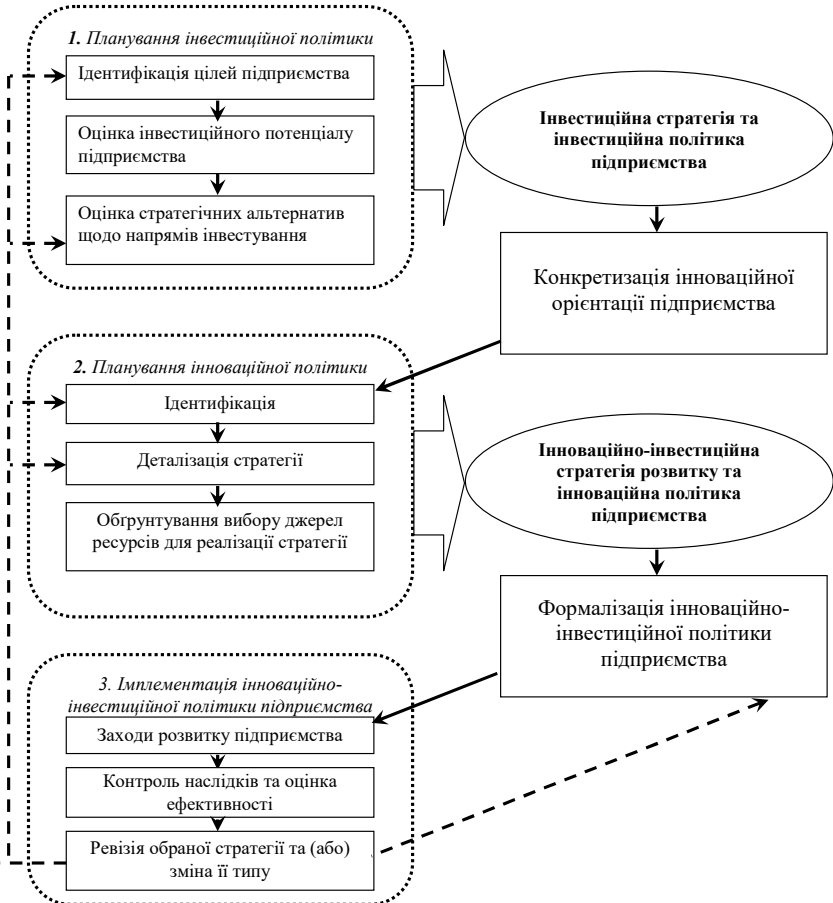
Нами розроблена схема формування цілісної комплексної системи управління інвестиційною діяльністю з урахуванням резервування власного інвестиційного капіталу, що дозволяє поліпшити організаційно-економічний механізм інвестиційної діяльності підприємств агропромислового виробництва (рис. 3.5).

Методика формування довгострокового інвестиційного плану для аграрних підприємств дозволяє з урахуванням оптимального резерву власного інвестиційного капіталу, прибутковості проектів, рівня грошових потоків від операційної діяльності й рівня фінансових ризиків здійснювати вибір інвестиційних проектів для включення в довгостроковий інвестиційний план.

При цьому виконано формалізацію побудови інноваційно-орієнтованої інвестиційної політики, а також визначено критерії її критичного перегляду в процесі здійснення інноваційно-інвестиційної діяльності аграрного підприємства (рис. 3.6).



**Рис. 3.5. Комплексна система управління інвестиційною діяльністю підприємств агропромислового виробництва на основі формування резерву власного інвестиційного капіталу**



**Рис. 3.6. Послідовність процедур стратегічного управління інноваційно-інвестиційним розвитком підприємств агропромислового виробництва**

Опрацьований у вигляді послідовності процедур алгоритм стратегічного управління інноваційно-інвестиційним розвитком ґрунтується на принципі пріоритетності в сучасних інвестиційній діяльності підприємства над його інноваційною, без зменшення значення останньої при виборі та коригуванні напрямку

розвитку підприємства.

### **3.3. Інтеграційні механізми розвитку інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств агропромислового виробництва**

Виходячи з можливостей, передбачених українським законодавством, венчурні фонди є дуже зручними інструментами здійснення інвестицій.

Враховуючи потенційну можливість здійснення через венчурний фонд інвестицій з високим ступенем ризику, законодавство звільнило венчурні інвестиційні фонди від більшості нормативних заборон, які існують для інвестиційної діяльності інших типів фондів.

Передусім це стосується практично повної відсутності обмежень щодо складу та структури активів фонду. Венчурний фонд може інвестувати належні йому кошти в будь-які цінні папери, в тому числі такі, що не пройшли біржовий лістинг, купувати векселі, надавати відсоткові позики компаніям в яких володіє часткою корпоративних прав.

Для венчурного фонду відсутні також обмеження щодо кількісного складу учасників фонду. Інвестором венчурного фонду може бути навіть одна особа.

Ефективність інвестування через венчурні фонди досягається також завдяки наявності податкових пільг та стимулів (будь-які доходи фонду не є об'єктом оподаткування до моменту поки вони знаходяться в активах фонду). Це дає можливість реінвестувати кошти в межах діяльності фонду без проміжного оподаткування, за рахунок чого досягається максимальний результат інвестиції.

Наявні можливості роблять венчурні фонди надзвичайно перспективними фінансовими інструментами

як для великих холдингових компаній, так і для компаній та підприємств, що належать до сегменту малого та середнього бізнесу. Венчурний фонд може бути ефективним інструментом реалізації як окремого проекту, так і фінансовим центром для здійснення інвестиційної діяльності компанії або групи компаній.

Так, створивши венчурний фонд, інвестор отримує наступні можливості:

- Проводити оперативний перерозподіл коштів між проектами або компаніями, не створюючи при цьому «віртуальних» заборгованостей між компаніями та не використовуючи договорів фінансової допомоги. За рахунок цього значно спрощується процес управління фінансовими потоками та підвищується його ефективність.
- Уникати «проміжного» оподаткування проектів, значно збільшуючи при цьому свої обігові кошти та економлячи на необхідності залучати додаткові кредитні кошти.
- Проводити оперативне кредитування власних проектів за рахунок активів фонду.
- Залучати кошти інших інвесторів для реалізації спільних проектів.
- Здійснювати повний контроль над операційною діяльністю фонду, самостійно визначати об'єкти для інвестування.
- Додатково залучати кошти іноземних інвесторів для реалізації власних інвестиційних проектів, уникаючи складні юридичні процедури державної реєстрації таких інвестицій, які присутні у випадках коли іноземні інвестиції здійснюються напряму без залучення інвестиційного фонду.
- Зберігати свою анонімність, як інвестора, у випадку коли венчурний фонд буде виступати

номінальним власником акцій або інших корпоративних прав

В усьому світі венчурний капітал представлений двома секторами: формальним і неформальним. У формальному секторі переважають спеціалізовані венчурні компанії, що управляють венчурними фондами. За організаційно-правовою формою вони є товариствами, що поєднують ресурси ряду інвесторів: приватних і державних пенсійних фондів (у Європі на них припадає понад 50% всіх інвестицій венчурного капіталу), благодійних фондів, корпорацій, приватних осіб і самих венчурних капіталістів - власників венчурних компаній. Крім спеціалізованих інвесторів, учасниками формального сектора часто виступають створені для цих завдань підрозділи або дочірні підприємства комерційних банків або не фінансових промислових корпорацій, а також державні інвестиційно-інноваційні компанії.

На протигагу формальному сектору неформальна сфера ринку венчурного капіталу представлена винятково приватними інвесторами. Формальний і неформальний сектори відіграють взаємодоповнюючу роль. Інвестиції неформального сектора особливо важливі на ранніх стадіях розвитку фірм, коли вони мають потребу в «посівному капіталі» для розробки концепції продукту й дослідного зразка, у той час як формальний сектор більше активний на стадії швидкого росту, коли потрібні кошти на розширення виробництва й збільшення обсягу продажів[79].

Венчурне фінансування пов'язане з пайовими вкладеннями в акції, тобто з ризиком і біржовою грою. Венчурний капіталіст вкладає свої кошти не безпосередньо в компанію, а в її акціонерний капітал, іншу частину якого становить інтелектуальна власність засновників нової компанії.

Інвестиції здійснюються в компанії, акції яких ще не котируються на фондовій біржі.

Венчурний капітал направляється в малі високотехнологічні компанії, орієнтовані на розробку й випуск нової наукомісткої продукції.

Венчурний капітал надається новим високотехнологічним компаніям на середній і тривалий термін і не може бути вилучений венчурним капіталістом за власним бажанням до завершення життєвого циклу компанії.

Венчурне фінансування надається переважно компаніям з потенційною можливістю росту, а не компаніям, які вже приносять високий прибуток.

Венчурний капітал направляється на підтримку нетрадиційних (нових, а іноді й зовсім оригінальних) компаній, що, з одного боку, підвищує ризик, а, з іншого боку - збільшує ймовірність одержання надвисоких прибутків.

Вкладення венчурного капіталу саме в ексклюзивні малі високотехнологічні компанії продиктовано прагненням не тільки одержати більш високі, у порівнянні з інвестиціями в інші проекти, доходи, але й бажанням створити нові ринки, зайнявши на них пануюче положення.

Венчурні інвестиції надаються не назавжди, а лише на певний час.

Венчурне фінансування - це своєрідна позика новим компаніям, довгостроковий кредит без одержання гарантій, але під більше високий, чим у банках, відсоток.

Венчурний капіталіст, направляючи інвестицію в нову малу компанію, повинен заздалегідь вирішити, яким образом він збирається реалізувати своє право на одержання прибутку. Іншими словами, повинен визначити, як буде наприкінці життєвого циклу

профінансованої компанії (через 5- 7 років) виходити з інвестиції.

По мірі розвитку компанії збільшуються її активи й ліквідність як за рахунок появи попиту на акції, що не котируються, так й у зв'язку з виникаючою конкуренцією між бажаючими придбати новий прибутковий бізнес.

Успішність розвитку проінвестованої малої компанії визначається ростом ціни на її акції, реальністю прибуткового продажу компанії або її частин, а також можливістю реєстрації компанії на фондовій біржі з наступною прибутковою купівлею-продажем акцій на фондовому ринку.

Взаємний інтерес засновників компанії й інвесторів в успішному й динамічному розвитку нового бізнесу пов'язаний не тільки з імовірністю одержання високих доходів, але й з можливістю стати учасником створення нової прогресивної технології, що стимулює науково-технічний прогрес країни.

Однак, крім орієнтації на малі підприємства, що успішно розвиваються, що мають перспективу швидкого росту, для венчурного капіталу характерний і ряд додаткових особливостей. Нами досліджено деякі з них.

Для прибуткової реалізації інвестицій, вкладених у венчурні підприємства, необхідний вихід нової високотехнологічної компанії на фондовий ринок для продажу акцій, і власники вкладених у компанію коштів цікавляться не дивідендами, а приростом самого капіталу. Звичайно венчурні капіталісти, вкладаючи кошти у венчурні підприємства, хочуть збільшити свій капітал не менш чим в 5-10 разів за 7 років. При цьому, тому що венчурне підприємство реально може вийти на фондовий ринок у найкращому випадку через 3-5 років після інвестування, венчурний капіталіст не розраховує на одержання прибутку раніше цього строку. І весь цей

період вкладений у компанію венчурний капітал не ліквідний, а реальна величина прибутку стає відомою тільки після виходу підприємства на фондовий ринок, коли інвестори венчурного капіталу одержують дохід за рахунок продажу свого пакета акцій бажаним за суму, що істотно перевищує обсяг спочатку вкладених у компанію коштів. І це «перевищення» може бути досить вражаючим. Наприклад, у Росії одним невеликим науковим колективом, завдяки більш ніж скромній інвестиції (усього кілька тисяч доларів), був створений лікарський препарат «Тимоген», що став потужним імунним стимулятором, інтерес до якого виявили відразу кілька країн. Зрештою, тільки сама ліцензія на його виробництво була продана в США за кілька мільйонів доларів. Таку рентабельність - кілька тисяч відсотків - не здатний дати жоден промисловий проект і навіть фінансово-банківські махінації, що процвітали до певного часу в світі. Подібну неймовірно високу прибутковість може забезпечити тільки венчурний бізнес. Досить характерною рисою венчурного фінансування є й те, що інвестор практично ніколи не прагне придбати контрольний пакет акцій компанії, чим принципово відрізняється від «стратегічного інвестора» або «партнера». Інвестор бере на себе в основному фінансовий ризик, а такі види ризиків, як технічний, ринковий, управлінський, ціновий і т.д., перекладає на менеджмент, у якого саме й перебуває контрольний пакет акцій компанії.

Виходячи з характеру венчурного підприємництва, практично будь-яка інвестиція в будь-який етап розвитку нових компаній є високоризиковою фінансовою операцією, ступінь ризику якої в сполученні зі сміливістю й умінням чекати, може бути компенсована тільки високою рентабельністю проінвестованої високотехнологічної компанії на пізніх етапах її розвитку.

Враховуючи, що венчурні інвестиції високоризикові, а у випадку неуспішного розвитку компанії інвестор втрачає всі вкладені кошти, венчурні капіталісти, щоб по можливості знизити ризики, прагнуть безпосередньо брати участь у управлінні підприємством, входячи в Раду директорів. Тим же пояснюється й те, що венчурні капіталісти часто беруть безпосередню участь у відборі об'єктів для інвестування, а також те, що вони завжди одночасно проводять кілька венчурних операцій, тобто працюють і з новими, і із уже існуючими, і з підготовленими до продажу компаніями. З метою мінімізації ризику венчурні капіталісти, як правило, розподіляють свої кошти між декількома проектами, і в той же час кілька інвесторів можуть підтримувати один проект. Для цього ж при венчурному фінансуванні застосовується поетапне виділення ресурсів у вигляді невеликих порцій (траншів) або, як прийнято говорити серед венчурних бізнесменів, через «крапельницю», коли кожна наступна стадія розвитку підприємства фінансується залежно від успіху попередньої. І, нарешті, власники венчурного капіталу, направляючи інвестиції туди, куди банки (за статутом або з обережності) вкладати кошти не вирішуються, не просто одержують звичайні або привілейовані акції, але й обмовляють умову (у випадку покупки привілейованих акцій), відповідно до якого інвестор має право в критичний момент обміняти їх на прості, щоб таким шляхом придбати контроль над ослабленою компанією й спробувати за рахунок зміни стратегії розвитку врятувати її від банкрутства. И це цілком виправдано, оскільки венчурні капіталісти йдуть на великий ризик, перетворюючи свої кошти в частку інших фірм, і розраховуючи на високий прибуток, характерну для найбільш успішних фірм високих технологій, у яких ціна акцій за 5-7 років зростає в кілька разів.

Оскільки вирішальна роль в успіху підприємства частіше належить не стільки ідеї, що лежить в основі продукту й технології, скільки якості управління підприємством, венчурний капіталіст менше вникає в тонкощі наукової ідеї, воліючи проводити детальну оцінку потенційних можливостей капіталізації цієї ідеї й організаторських здібностей керівника і управлінської ланки компанії.

Венчурний капіталіст співпрацює із проінвестованою компанією доти, поки вона не просто встала на ноги, але й стала привабливою для потенційних покупців. Із цього моменту вчорашній власник вкладених коштів, стає власником пакета, акцій, що користуються попитом, вважає свої функції вичерпаними й виходить із інвестиції, звільняючи «заморожені» на кілька років капітали й дістаючи довгоочікуваний прибуток.

Однією з особливостей управління венчурним інвестуванням є те, що у венчурного капіталіста існують два принципово можливих варіанти виходу з венчурного інвестування:

- продаж акцій на фондовому ринку, якому передуює первинне розміщення акцій по відкритій підписці;

- прямий продаж компанії або її частини тому покупцеві, що готовий її придбати за ціною, що забезпечує інвесторові запланований ним обсяг прибутку. Після чого венчурний капіталіст назавжди або на час розстається з компанією, з якою разом «прожив» 5- 7 років. І, як показує практика, прожив не даремно.

І незважаючи на те, що по своїй природі венчурне фінансування неодмінно пов'язане з ризиком, саме надмірний ризик фінансування невідомої компанії є самим істотним фактором, що лімітує, для потенційного інвестора, що роздумує, куди б вкласти вільні гроші: купити акції нафтової компанії, вкласти гроші в нову

компанію, що розробляє технологію завтрашнього дня, що свідомо ризиковано, або покласти гроші в банк під нехай низький, але гарантований відсоток.

Втім, зовсім неризикованих фінансових операцій у принципі не може бути - у житті чимало прикладів, коли прогоряють і нафтові компанії, і виявляються банкрутами самі здавалися б надійні банки, а той ризик, що багатьом здавався занадто великим і зовсім очевидним, часто на ділі буває явно перебільшеним. Більше того, з'ясовується, що той, хто не побоявся ризикнути, виявлявся у великому виграші.

Ще однією особливістю венчурного фінансування є те, що венчурний капітал завжди чуйно реагує на тенденції світового розвитку й невідступно слідує за ними. Інвестиції частіше направляються в ті галузі, які пов'язані з можливістю швидкої й дохідної реалізації наукомісткої продукції, на яку вже є або тільки формується ажіотажний попит, що приносить найбільший прибуток.

Наприклад, почалося повальне захоплення мобільними телефонами, і негайно в цю галузь венчурні капіталісти стали охоче й на вигідних для компаній умовах вкладати великі кошти. Потім ця мода починає відходити, і приплив інвестицій зменшується. Те ж саме відбудеться найближчим часом і з колишніми наукомісткими послугами, що забезпечували доступ в Інтернет. Безсумнівно, через нетривалий час перестане приносити колишні прибутки програмне забезпечення для персональних комп'ютерів, і як слідство цього істотно скоротяться венчурні інвестиції в дану галузь індустрії, тому що для венчурного фінансування немає й не може бути вічно привабливих галузей реального сектора економіки. Вічним є лише прагнення венчурних капіталістів до примноження своїх активів.

Тому цілком правомірний висновок: венчурне фінансування буде завжди привабливим для тих, хто готовий до високого ступеня ризику, початкової неліквідності активів компанії й тривалого «заморожування» певної частини своїх капіталів заради втілення науково-технічної ідеї в життя, задоволення нових потреб людства й наступного негарантованого одержання надприбутків.

Таким чином, венчурне фінансування - це своєрідний вид інвестування коштів у нові високотехнологічні компанії для забезпечення їхнього становлення, росту й розвитку з метою одержання прибутку у випадку успішної реалізації проекту. Тобто це високоризикові вкладання приватного капіталу у високотехнологічні малі компанії, здатні в перспективі продукувати наукомісткі продукти, що користуються високим попитом, або послуги.

Підвищення ефективності національної економіки, забезпечення конкурентноздатності країн в довгостроковій перспективі, рішення регіональних соціально-економічних проблем, завоювання нових ринків, одержання прибутку за рахунок більш високої окупності вкладень не можливе без розвитку інноваційного бізнесу.

В інноваційній сфері провідних країн намітилися дві важливі тенденції. Головна роль у фінансуванні наукових досліджень і розробок перейшла від державного сектора до приватного. У високотехнологічних компаній виникла потреба в залученні інституціональних інвесторів, які не тільки були б компетентні у фінансових питаннях, але й орієнтувалися в сфері технологій. Це привело до появи великої кількості посередників, що спеціалізуються на аналізі, відборі й управлінні технологічними інноваційними проектам, у тому числі й венчурних капіталістів.

Зміни в зовнішньому середовищі функціонування підприємств, пов'язані із прискоренням науково-технічного прогресу, індивідуалізацією споживчого попиту, не стійкою ціновою ситуацією на світових ринках сировини й палива й, в зв'язку із цим, з необхідністю проникнення в нові сфери діяльності, визначили розвиток нової форми організації НДДКР - підприємницьких мереж «високої технології». Вони поєднують велику виробничу компанію, фірми венчурного капіталу й малі інноваційні підприємства, що займаються розробкою й впровадженням нових технологій в галузі мікроелектроніки, біоенергетики, інформатики й інших напрямків.

Венчурні мережі забезпечують функціональних вибір інноваційних проектів, доведення їх до практичної реалізації й повне фінансування, зміцнення позицій підприємств на ринку за рахунок диверсифікованості ризику між суб'єктами структури й компенсації збитків одних партнерів за рахунок прибутку інших, а також доступ до закордонних досягнень передової технології у випадку міжнародної інтеграції. Формування мереж «високих технологій» може відбуватися за рахунок впровадження у великі виробничі підприємства матричних організаційних структур у вигляді проектних й науково-дослідних груп. Метою їхнього створення є зміцнення позицій основного виробництва, підтримка його ефективності, продовження життя материнського підприємства, а також корекція концепцій його розвитку.

Якщо ж велика компанія ставить завдання освоєння принципово нових продуктів, проникнення в нові сфери діяльності, то у венчурні мережі залучаються малі підприємства з боку, які самостійно займаються як розробкою проектів, так і впровадженням їх на ринок. Подібні венчурні структури володіють великою стабільністю й мінімізують ризики великого підприємства,

пов'язані з непередбачуваністю результатів НДКР. Найбільш характерними способами практичної реалізації мереж «високих технологій» є:

1. корпораційні венчури, для яких характерно два способи формування: «spin offs» й «spin outs»;
2. внутрішня приватизація (management buy-in);
3. зовнішня приватизація (management buy-outs).

Процес фінансування діяльності венчурів складається з декількох стадій відповідно до етапів реалізації науково-технічного проекту й фаз життєвого циклу підприємств. Розмір фінансування при цьому може коливатися від 1 млн. до 100 млн. доларів. На нашу думку переважне значення має не стільки сам механізм інвестування в проекти й розробки, скільки забезпечення кваліфікованого дослідження перспектив нової продукції, технологій або стратегій управління. Русійним мотивом утворення підприємницьких мереж «високих технологій» служить, як правило, не тільки потреба інноваційних підприємств в фінансових коштах, але й необхідність розподілу ризику діяльності. Тому взаємини у венчурних мережах будуються на основі угод, які регламентують пропорційний розподіл як доходів, так й збитків венчура.

Можна виділити п'ять основних видів контрактів при венчурному фінансуванні між малими підприємствами й великим:

- 1) договір про поділ ризику (sharing agreement), визначальну позицію кожної зі сторін по відношенню до фактору ризику;
- 2) угода про розподіл прибутку (earnout agreement);
- 3) угода, що містить вимоги до управлінських і виробничих результатів функціонування венчурної мережі (performance requirement);

4) угода про майбутнє фінансування малих підприємств (future financing), відповідно до якого сторони домовляються про фінансування інвестором першого етапу росту венчура, при цьому за ним зберігається право відмови від наступного фінансування;

5) угода, що містить умови можливого викупу великим підприємством малого.

Створення венчурних мереж на основі ефективного партнерства малих, великих підприємств й фінансових інститутів – це, на нашу думку, перспективний напрямок реалізації науково-технічних програм у нашій країні. Він дозволить здійснювати пряме фінансування наукових розробок, буде сприяти пом'якшенню протиріччя між необхідністю кардинального відновлення науково-виробничої основи майже всіх галузей народного господарства й не ефективного використання колосального наукового потенціалу українських вчених, а також дасть можливість підприємствам зміцнити свої позиції на ринках України, Європи, Азії.

Аналіз поточної ситуації в сфері участі держави в підтримці перспективного напрямку інноваційно-інвестиційної моделі розвитку переробних підприємств України дозволяє виявити ряд проблем:

1. Слабкість існуючої інфраструктури підтримки венчурного підприємництва, що повинна була б сприяти появі нових і розвитку існуючих малих і середніх технологічних інноваційних підприємств, здатних стати привабливим об'єктом для прямого (венчурного) інвестування:

- вона недостатньо інтегрована з існуючою інфраструктурою підтримки малого підприємництва;
- не охоплює істотну частину інфраструктурних сегментів: кадровий, інформаційний, консалтинговий;

- має недостатній масштаб для охоплення більшості суб'єктів венчурного підприємництва, особливо інноваційних компаній.

2. В українській венчурній індустрії поки слабка присутність національного капіталу, що був би важливим фактором привабливості української економіки для закордонних інвесторів;

3. Низька ліквідність венчурних інвестицій, значною мірою обумовлена недостатньою розвиненістю фондового ринку.

4. Слабкість економічних стимулів для залучення прямих інвестицій в підприємства високотехнологічного сектора, що забезпечують прийнятний ризик для венчурних інвесторів;

5. Питання, пов'язані з нормативно-правовим регулюванням формування фондів і процесу венчурного інвестування, вирішуються дуже повільно.

6. Залишається практично не вирішеним завдання підтримки процесу створення й розвитку нових інноваційних компаній - потенційних об'єктів інвестицій.

7. Явно недостатні зусилля по становленню підприємницької культури,

популярному висвітленню й методичній підтримці венчурного інвестування як щодо нового для України й перспективного виду інвестиційної діяльності.

Таким чином, перед державою стоїть завдання розробки ефективних форм участі в розвитку венчурної індустрії, з урахуванням, існуючого світового досвіду, українських умов.

У результаті ретельного аналізу світового досвіду венчурного бізнесу можливо сформулювати наступні принципи, якими доцільно керуватись при реалізації

заходів державного стимулювання венчурного інвестування:

1. Державні заходи повинні намагатися ліквідувати недосконалість ринків або недостачу коштів, що є наслідком недоліків фінансової системи, що не дозволяє надавати капітал економічно життєздатним компаніям і проектам.

2. При розробці фінансових заходів варто враховувати характер і ступінь інвестиційних пілг: чи направляються вони у венчурні фонди або безпосередньо в малі підприємства, цільові стадії інвестування, фактори ризику, порівняння зі ставками доходів у приватному секторі, ступенем забезпечення компетентності посередників і впливу на приватний капітал.

3. Заходи підтримки венчурного інвестування повинні стимулювати інвестиції приватного сектора й створювати комерційно активний ринок.

Державні заходи повинні намагатися зміцнити приватний сектор венчурного капіталу. З розвитком приватних ринків, ці програми варто звертати.

4. До управління програмами державної підтримки повинен бути допущений приватний сектор. Хоча держава повинна контролювати виконання програми, її участь у прийнятті інвестиційних рішень варто звести до мінімуму.

5. Процедура подачі малим підприємством, інвестором або інвестиційною компанією заяви про надання пілг, повинна бути простою й прямою.

6. Венчурні підприємці, інвестори й компанії повинні знати про існування програм підтримки. Інформація про наявність венчурного капіталу повинна бути включена й використана різними державними програмами.

7. Програми підтримки венчурного капіталу повинні регулярно оцінюватися. Критерієм успішності, створених

венчурних фондів або малих компаній є те наскільки вони можуть працювати на комерційної основі, тобто приносити прибуток.

8. Неприпустимо надмірне посилення ролі держави у винятково приватній сфері, якою є венчурне інвестування (наприклад, шляхом введення ліцензування й т.д.).

9. У венчурній індустрії не існує яких-небудь специфічних проблем, вирішення яких потребувало б прийняття спеціального закону. Існуючі проблеми в загальному цивільному, податковому й валютному законодавстві, які перешкоджають розвитку венчурної індустрії в Україні, повинні вирішуватися державою в рамках відповідних галузей права й уже існуючих законодавчих актів.

Для України, на наш погляд, американська модель венчурного бізнесу є найбільш прийнятною. Для неї характерним є високий рівень ризику, що відрізняє її від більш поширених механізмів підтримки бізнес-проектів, таких як, наприклад, інвестування в цінні папери або банківські кредити. Можна виділити три таких найбільш суттєві особливості, що відповідають завданням розвитку такого бізнесу в Україні:

1) Необхідні кошти можуть виділятися під перспективну ідею без гарантованого забезпечення власністю, збереженнями, або іншими активами підприємця. Якщо проект провалиться, максимум, на що може претендувати інвестор, це частина активів даної фірми, пропорційна його частці в зареєстрованому статутному фонді. Інвестор венчурного капіталу йде на розділення всієї відповідальності і фінансового ризику разом з підприємцем. Потреба в одержанні кредитів такого роду часто виникає у початківців або дрібних підприємців, винахідників, учених і інженерів, які намагаються

самостійно реалізувати нові оригінальні і перспективні розробки. Дорога в комерційний банк для них часто закрита через такі причини:

- багато комерційних проектів починають приносити прибуток не раніше ніж через 3-5 років, але в такому разі вони погіршують баланс банку;
- такі проекти пов'язані з дуже високим ступенем фінансового ризику;
- банки будуть обов'язково вимагати забезпечення застави або гарантій.

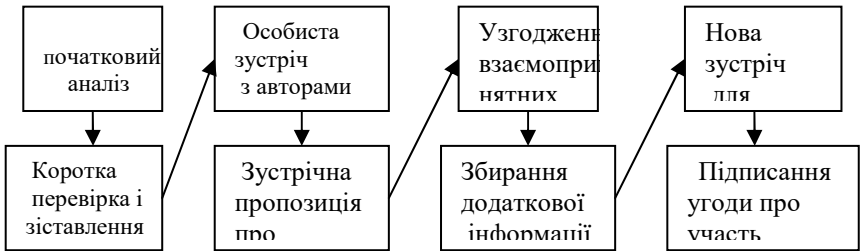
2) Має місце активна участь інвесторів в управлінні фінансуванням проектів на всіх етапах, починаючи з експертизи ідей підприємців і закінчуючи забезпеченням ліквідності акцій створеної фірми.

3) Венчурні фонди готові вкладати кошти в наукомістські розробки навіть тоді, коли існує висока ступінь невизначеності. Адже саме тут приховано найбільший потенційний резерв одержання прибутку.

Зрозуміло, що інвестори венчурного капіталу йдуть назустріч підприємцям, виходячи не з альтруїстичних міркувань. Інтерес інвестора полягає якраз у тому, щоб отримати від своїх капіталовкладень прибуток, який буде суттєво вищим, ніж розміщення вільних фінансових коштів на банківських депозитах, або при їх вкладенні в державні цінні папери з фіксованим прибутком.

Для отримання таких результатів потрібно було проведення великої підготовчої роботи із вивчення рівня підготовки і особистих якостей підприємців, аналізу бізнес-планів, оцінці відповідних ризиків і можливих шляхів їх зменшення. На це націлена відпрацьована за багато років на практиці технологія відбору і супроводу ризикових інвестиційних проектів, що включає в себе рекомендації науки управління, особистий досвід та

інтуїцію спеціалістів венчурного бізнесу. Спрощену схему процесу відбору пропозицій зображено на рис. 3.7.



**Рис. 3.7. Схема процесу відбору пропозицій [6]**

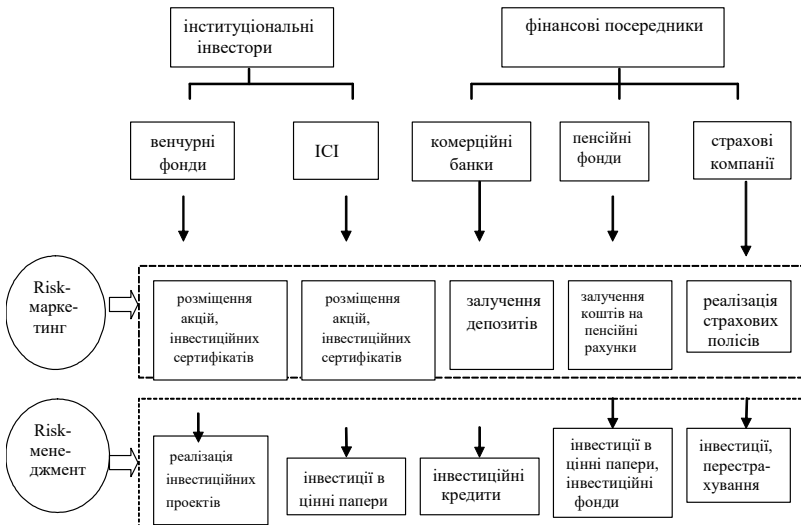
Багато чого залежить від суб'єктивного (інституційного) представлення діяльності, тобто від інвесторів на ринку цінних паперів.

Інвестор на ринку цінних паперів - фізична або юридична особа, яка купує цінні папери від свого імені та за свій рахунок з метою одержання доходу чи збільшення вартості цінних паперів або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до чинного законодавства.

На ринку цінних паперів інвесторів поділяють на індивідуальних та інституційних. У розвинених країнах інституціональні інвестори є основною категорією на фондовому ринку. Серед них найбільш активними є пайові та корпоративні інвестиційні фонди, крім того інвестиційною діяльністю займаються інші фінансові посередники, зокрема комерційні банки, пенсійні фонди, страхові компанії. Умовна модель інвестиційної діяльності інституціональних інвесторів та фінансових посередників в описовому вигляді зображена на рис. 3.8.

Відповідно до Закону України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”

визначається, що метою державного регулювання ринку цінних паперів є гарантування прав власності на цінні папери. Досягненню цієї мети має слугувати страхування професійної відповідальності осіб, діяльність яких може заподіяти шкоду третім особам. Це дасть можливість розподілити ризики, послабити тиск ризиків на інвестора.



**Рис. 3.8. Інвестиційна діяльність інституціональних інвесторів та фінансових посередників**

Жодна держава сьогодні не може допустити, щоб похитнулася віра до ринку цінних паперів як зовнішніх інвесторів, так і з боку населення країни і щоб люди, які вклали свої заощадження в цінні папери своєї країни або будь-якої іншої, раптом втратили б їх у результаті якихось катаклізмів чи шахрайства. Створення умов для формування повноцінного фондового ринку забезпечить вільний обіг акцій на вторинному ринку цінних паперів – а

це є головний показник, який дозволяє визначити ефективність роботи підприємств.

Із сукупності суб'єктів економічної діяльності можна виділити множину, елементи якої виступають у ролі інвестиційних донорів або акцепторів інвестицій. Ця множина утворює інвестиційний простір, який стосовно ризиків і методів мінімізації їх негативного впливу розпадається на дві підмножини:

- науково-дослідна діяльність, виробництво, сфера послуг, фінансове посередництво та інші – усіх тих, для кого поява ризиків, зокрема фінансових, є небажаною і призводить до втрат;

- споживачі ризику – ті, хто бере на себе чужі ризики, сподіваючись отримати у майбутньому великий виграш.

З метою формування інвестиційного простору на підставі результатів дослідження нами розроблено комплексне управління рівнем інвестиційного ризику, його можна розглядати як систему, яка поєднує *Risk-маркетинг і Risk-менеджмент*.

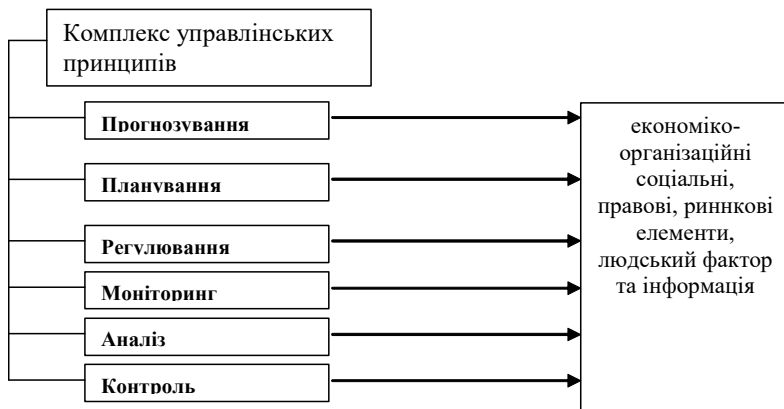
Це система (рис. 3.9) – комплекс управлінських принципів впливу на взаємопов'язані економіко-організаційні, соціальні, правові, ринкові елементи, людський фактор та інформації щодо діяльності суб'єктів інвестиційного простору. Така система має певні завдання та методи їх вирішення.

Діяльність елементів інвестиційного простору буде успішною за умови застосовування елементів у комплексі. Використання окремих складових комплексу не дає бажаних результатів, оскільки вони взаємозалежні й відображають різні напрями інвестиційної діяльності.

Враховуючи те, що держава переходить на інвестиційну модель розвитку, сьогодні набирає особливого значення державне регулювання

інвестиційного процесу в Україні, яке виражається в створенні певних передумов:

- введення відповідної законодавчої бази, контролю за дотриманням законодавства;
- стимулювання розвитку венчурного бізнесу та ІСІ;
- забезпечення прозорості, чесної конкуренції на виробництві, у сфері послуг і банківському секторі, що унеможливить отримання суперприбутків, використовуючи екстенсивні чинники ведення бізнесу;
- ведення єдиної бухгалтерської звітності замість двох чи трьох: для податкової, акціонерів і для себе;
- підготовка спеціалістів – професіоналів, які зможуть іти на виправданий ризик;
- проведення пенсійної реформи.



**Рис. 3.9. Система комплексного управління рівнем інвестиційного ризику**

Враховуючи високий рівень ризику для реалізації довгострокових інвестиційних проєктів, необхідність інвестицій у наукомісткі розробки і відсутність достатніх

передумов для отримання коштів у фінансових посередників, для України найбільш прийнятною є американська модель венчурного інвестування.

Формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо захисту інвесторів, залучення інвестиційних капіталів і технологій (ноу-хау), розвиток та функціонування ринку цінних паперів та їх похідних, вільний обіг акцій на вторинному ринку цінних паперів, сприяння адаптації національного фондового ринку до міжнародних стандартів є тією рушійною силою, яка здатна оживити механізм реальної інвестиції.

У світовій практиці основними факторами, що сприяють розвитку венчурної індустрії, є: наявність науково - освітньої бази - сильного дослідницького сектора, розвиненість наукових шкіл, які ведуть безперервний цикл досліджень; зрілість фінансового ринку - розвиненість фінансових інститутів і ринків страхового й пенсійного секторів, наявність фондового ринку; політична й макроекономічна стабільність, стабільний економічний ріст; стабільний попит з боку державного й приватного секторів на наукові дослідження й розробки; наявність вільних й «довгих» грошей в економіці. Як показує сьогоднішня ситуація, більшість перерахованих вище умов в Україні, в тому або іншому ступені присутня. У країні триває економічне зростання, деякі підприємства починають вкладати у нові проекти й можуть дозволити собі значні бюджети розвитку.

Для прибуткової реалізації інвестицій, вкладених у венчурні підприємства, необхідний вихід нової високотехнологічної компанії на фондовий ринок для продажу акцій, і власники вкладених у компанію коштів цікавляться не дивідендами, а приростом самого капіталу. Звичайно венчурні капіталісти, вкладаючи кошти у венчурні підприємства, хочуть збільшити свій капітал не

менш чим в 5-10 разів за 7 років. При цьому, тому що венчурне підприємство вперше може вийти на фондовий ринок у найкращому разі через 3-5 років після інвестування, венчурний капіталіст не розраховує на одержання прибутку раніше цього строку. І весь цей період вкладений у компанію венчурний капітал не ліквідний, а реальна величина прибутку стає відомою тільки після виходу підприємства на фондовий ринок, коли інвестори венчурного капіталу одержують дохід за рахунок продажу свого пакета акцій бажаним за суму, що істотно перевищує обсяг спочатку вкладених у компанію коштів. І це «перевищення» може бути досить вражаючим.

Процес фінансування діяльності венчурів складається з декількох стадій відповідно до етапів реалізації науково-технічного проекту й фаз життєвого циклу підприємств. Розмір фінансування при цьому може коливатися від 1 млн. до 100 млн. доларів. Фахівці вважають, що переважне значення має не стільки сам механізм інвестування в проекти й розробки, скільки забезпечення кваліфікованого дослідження перспектив нової продукції, технологій або стратегій управління. Рушійним мотивом утворення підприємницьких мереж «високих технологій» служить, як правило, не тільки потреба інноваційних підприємств в фінансових коштах, але й необхідність розподілу ризику діяльності. Тому взаємини у венчурних мережах будуються на основі договорів, які регламентують пропорційний розподіл як доходів, так й збитків венчура.

Аналіз поточної ситуації в сфері участі держави в розвитку венчурної індустрії дозволяє виявити ряд проблем: слабкість існуючої інфраструктури підтримки венчурного підприємництва, що повинна була б сприяти появі нових і розвитку існуючих малих і середніх технологічних інноваційних підприємств, здатних стати

привабливим об'єктом для прямого (венчурного) інвестування; в українській венчурній індустрії поки слабка присутність національного капіталу, що був би важливим фактором привабливості української економіки для закордонних інвесторів; низька ліквідність венчурних інвестицій, значною мірою обумовлена недостатньою розвиненістю фондового ринку; слабкість економічних стимулів для залучення прямих інвестицій в підприємства високотехнологічного сектора, що забезпечують прийнятний ризик для венчурних інвесторів; питання, пов'язані з нормативно-правовим регулюванням формування фондів і процесу венчурного інвестування, вирішуються дуже повільно; залишається практично невирішеним завдання підтримки процесу створення й розвитку нових інноваційних компаній - потенційних об'єктів інвестицій; явно недостатні зусилля по становленню підприємницької культури, популярному висвітленню й методичній підтримці венчурного інвестування як щодо нового для України й перспективного виду інвестиційної діяльності.

Для України, на наш погляд, американська модель венчурного бізнесу є найбільш прийнятною. Для неї характерним є високий рівень ризику, що відрізняє її від більш поширених механізмів підтримки бізнес-проектів, таких як, наприклад, інвестування в цінні папери або банківські кредити. Можна виділити три таких найбільш суттєві особливості, що відповідають завданням розвитку такого бізнесу в Україні: необхідні кошти можуть виділятися під перспективну ідею без гарантованого забезпечення власністю, збереженнями, або іншими активами підприємця; має місце активна участь інвесторів в управлінні фінансуванням проектів на всіх етапах, починаючи з експертизи ідей підприємців і закінчуючи забезпеченням ліквідності акцій створеної фірми; венчурні

фонди готові вкладати кошти в наукомісткі розробки навіть тоді, коли існує висока ступінь невизначеності. Адже саме тут приховано найбільший потенційний резерв одержання прибутку.

Головними суб'єктами проведення державної політики у сфері венчурного капіталу повинні виступати Державна комісія з регулювання ринку фінансових послуг разом з Державною комісією регулювання ринку цінних паперів та фондового ринку. До складу керівництва координаційної ради, створеної з метою координації діяльності державних органів з питань функціонування ринку цінних паперів, необхідно включити Голову ДКФП.

Значна увага та контроль має приділятися питанням патентування і гарантування прав інтелектуальної власності, яка в даних умовах стає рушієм і необхідним компонентом інвестиційної сфери.

Формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо захисту інвесторів, залучення інвестиційних капіталів і технологій (ноу-хау), розвиток та функціонування ринку цінних паперів та їх похідних, вільний обіг акцій на вторинному ринку цінних паперів, сприяння адаптації національного фондового ринку до міжнародних стандартів є тією рушійною силою, яка здатна наблизити вітчизняний ринок до світових венчурних інвестиційних процесів. Сьогодні венчурні інвестори по всьому світу сприймають ідею глобального інвестування більш серйозно ніж будь-коли, вони зацікавлені в збільшенні глобальної інвестиційної напруженості на міжнародному ринку.

## **РОЗДІЛ 4**

### **СТРАТЕГІЧНЕ УПРАВЛІННЯ РОЗВИТКОМ ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ АГРАРНОГО БІЗНЕСУ**

#### **4.1. Напрями розвитку інститутів спільного та венчурного інвестування суб'єктів агробізнесу**

Створення належних умов для діяльності інвестиційних фондів, дозволить Україні мати в їх особі ефективний механізм для розвитку ринку цінних паперів, які відіграють значну роль у міжгалузевому перерозподілі капіталу, підвищують стабільність фондового ринку, стимулюють як внутрішній інвестиційний процес, так і зовнішнє інвестування, сприяють розширенню можливостей держави щодо внутрішніх запозичень. Позитивну роль інститутів спільного інвестування в макроекономічному відношенні підтверджує пільговий характер оподаткування інвестиційних фондів, що характерне для національного законодавства переважної більшості країн.

Поряд з вищенаведеними позитивними для економіки результатами розвитку спільного інвестування щодо України можна навести ще декілька. Інститути спільного інвестування - це ефективний інструмент нагромадження значних капіталів, обіг яких забезпечує гармонійний розвиток національної економіки. Кошти спільного інвестування безпосередньо не беруть участі у виробництві. Але, як відомо, виробництво і фінансовий ринок - елементи однієї системи. Розвиток виробничої сфери зумовлює поживавлення на фондовому ринку, і навпаки, ефективно діючий ринок капіталів стимулює розвиток економіки в цілому. Інститути спільного інвестування - саме той інструмент, який може примусити

працювати заощадження населення на користь країни та її громадян.

Приплив коштів у сферу спільного інвестування не позбавить державу проблем, пов'язаних з бюджетним дефіцитом чи необхідністю залучення зовнішніх кредитів, але розширить потенціал внутрішніх запозичень, оскільки в усьому світі інститути спільного інвестування - основні покупці державних боргових зобов'язань.

Розвиток індустрії спільного інвестування становить один з опосередкованих стимулів для розвитку фондового ринку, а саме це є обов'язковою умовою залучення капіталу в національну економіку.

З метою забезпечення подальшого реформування та розвитку фінансового сектору України відповідно до кращих міжнародних практик та забезпечення імплементації заходів, передбачених Угодою про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони, а також зважаючи на завершення в 2019 році строків впровадження заходів Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року, регуляторами фінансового сектору було розроблено та затверджено Стратегію розвитку фінансового сектору України до 2025 року. Стратегія 2025 містить п'ять стратегічних напрямів: фінансова стабільність, макроекономічний розвиток, фінансова інклюзія, розвиток фінансових ринків та інноваційний розвиток. Кожен напрям містить стратегічні цілі та індикатори їх виконання. У найближчі п'ять років робота Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку у напрямку забезпечення проведення та реалізації реформ у сфері ринків капіталу, удосконалення корпоративного управління та захисту прав інвесторів буде базуватись на

виконанні заходів, передбачених цією Стратегією. Зокрема, Стратегією 2025 передбачені такі заходи щодо розвитку ринків капіталу:

- впровадження нових та розвитку наявних фінансових інструментів, а також механізмів сек'юритизації фінансових та інших активів, як умов для подальшого розвитку фінансового сектору та забезпечення надходження інвестицій в економіку країни;

- забезпечення здійснення державного регулювання фондового ринку на належному рівні у відповідності до міжнародних стандартів, зокрема, вимог європейських актів та стандартів Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO), що включає необхідність підвищення інституційної та фінансової незалежності регулятора українського фондового ринку;

- реформування інфраструктури ринків капіталу, зокрема проведення модернізації, консолідації і розвитку біржової, розрахункової та клірингової інфраструктури організованих товарних ринків та ринків капіталу, забезпечення удосконалення інституту посередників фінансового сектору та рейтингових агентств у відповідності до європейських вимог;

- удосконалення корпоративного управління.

Починаючи з 1995 року, в Україні було прийнято цілу низку програмних документів щодо розвитку фондового ринку. Значна частка завдань, які вони містили, була реалізована. Однак, сьогодні все ще існують певні проблеми щодо реалізації окремих завдань функціонування ринку цінних паперів. У новій Програмі визначені конкретні шляхи їх вирішення. Усі розділи документа містять чіткий перелік законодавчих та нормативно-правових актів, які необхідно для цього прийняти.

Окреме місце у документі відводиться питанням просвітницької діяльності щодо механізмів функціонування фондового ринку та його переваг, а також новим методам взаємодії регулятора з учасниками ринку та саморегулювальними організаціями.

Поряд із цим, необхідно сприяти розвитку ринку деривативів. Позитивом можна вважати запровадження однією з українських бірж торгівлі ф'ючерсами на фондовий індекс, що є доволі привабливим фінансовим інструментом. При цьому потрібно сприяти й розвитку ринку базових активів.

Також необхідно збільшувати обсяги вже існуючих фінансових інструментів та стимулювати емітентів до їх випуску, що стимулюватиме розвиток інвестиційної діяльності.

Актуальною проблемою є вдосконалення механізмів валютного регулювання на фондовому ринку, адже незбалансована валютна політика – це один з чинників, які стримують його розвиток. Програма містить ряд заходів щодо покращення ситуації у сфері.

Не вдосконалюючи систему валютного регулювання, також неможливо здійснити інтеграцію українського ринку капіталу у світовий ринок. Без цього вітчизняні емітенти не зможуть ефективно реалізовувати цінні папери іноземним інвесторам, а вітчизняні інвестори - купувати іноземні цінні папери.

Базовим питанням, є розвиток системи рейтингування. Її вдосконалення здійснюватиметься на основі найкращого світового досвіду. Планується посилити нагляд за рейтинговими агентствами, а також вимоги щодо розкриття інформації про їхню діяльність та про їхніх клієнтів.

У напрямку розвитку організованого ринку цінних паперів планується запровадити стимули, зокрема,

податкові, щодо здійснення ІРО українськими компаніями. При цьому важливо розширювати доступ до фондових бірж для інвесторів-фізичних осіб.

Доцільна концентрація біржової торгівлі, оскільки реальну повноцінну діяльність в Україні здійснює лише кілька бірж. Зокрема, планується підвищити вимоги до організаторів торгівлі цінними паперами. Певні кроки у цьому напрямку знайшли своє відображення у ряді нормативно-правових актів Комісії, прийнятих нещодавно. Проте, цей процес буде ефективним лише за умови внесення відповідних змін до законодавства.

Сьогодні діяльність КУА набуває особливої ваги з точки зору проведення пенсійної реформи. Їх роль значно зросте, за умови, якщо механізми другого рівня пенсійної системи, який планується запровадити, передбачатимуть децентралізований збір пенсійних накопичень.

Очікуваним результатом реалізації Програми має стати значне розширення пропозиції цінних паперів з високими інвестиційними характеристиками - іпотечних облігацій, цільових облігацій, деривативів тощо.

За найближчі п'ять років фондовий ринок має стати більш прозорим, відкритим та доступним.

В Україні існує значний нереалізований інвестиційний потенціал фізичних осіб. Так, по різних розрахунках, у населення знаходиться 1-1,5 млрд. доларів США, тоді як банківською системою України мобілізовано в депозити і цінні папери близько 2 млрд. гривень [106]. Розвиток і вдосконалення інститутів спільного інвестування може стати одним з основних механізмів мобілізації заощаджень населення і спрямування їх на задоволення інвестиційних потреб економіки.

Як вже відзначалося вище, основним нормативно-правовим актом, що регламентує діяльність пайових та корпоративних інвестиційних фондів в Україні є Закон

України „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”. Відзначимо особливості функціонування ІСІ в Україні:

- корпоративні інвестиційні створюються у формі відкритого акціонерного товариства з винятковим видом діяльності, а пайові інвестиційні фонди - як сукупність активів, що належать інвесторам на праві спільної часткової власності і не мають статусу юридичної особи;

- залежно від терміну викупування цінних паперів ІСІ поділяються на закриті, відкриті та інтервальні. Перші два види існували і раніше. Інтервальний фонд, на відміну від інших, протягом певного часу працює як закритий, але на визначені дати практично виконує обов'язки відкритого щодо задоволення вимог інвесторів з викупування в них цінних паперів ІСІ;

- залежно від виду активів, у якікладаються кошти ІСІ, фонди поділяються на диверсифіковані та недиверсифіковані. Останні можуть вкладати кошти в активи ризикованіші, але й дохідніші. Прикладом абсолютно недиверсифікованого ІСІ є венчурний фонд - фонд, який з самого початку орієнтований на вкладання коштів у неринкові, високоризикові, але потенційно дохідні та здатні до зростання активи.

Що до диверсифікованих ІСІ, то законом чітко визначено їхні ознаки, а також запроваджено пряму заборону на окремі операції таких фондів. Наприклад, диверсифікованим ІСІ забороняється тримати в грошовому виразі, на банківських депозитних рахунках, в ощадних сертифікатах та облігаціях, емітентами яких є комерційні банки, більш як 30% загальної вартості активів або придбавати цінні папери одного емітента на суму понад 5% вартості активів. Вони також можуть тримати в державних цінних паперах не більш як 25% загальної

вартості своїх активів, у корпоративних облігаціях - 20% активів, у акціях - не більш як 40%. Саме тому найбільшою популярністю наразі користуються венчурні фонди. Щоправда, закон забороняє їм приймати гроші від фізичних осіб.

Закон, вводить поняття управління активами ІСІ як окремого виду професійної діяльності на фондовому ринку, що ліцензується ДКЦПФР і жорстко контролюється державою. Діяльність компаній з управління активами досить чітко регламентована, обов'язковою умовою роботи є інформаційна відкритість. Закон встановлює систему обмежень щодо діяльності керуючого активами, спрямованої на захист коштів інвестора та запобігання некоректним операціям. До того ж договір з компанією з управління активами є строковим (не більше 3-х років), що є додатковим засобом контролю інвесторів. Компанія з управління активами може водночас здійснювати управління активами кількох ІСІ та несе повну майнову відповідальність за збитки, спричинені ІСІ, її діями (бездіяльністю) або діями її посадових осіб. Обов'язковою умовою є створення ІСІ резервного фонду, який зберігається на окремому рахунку. У разі ліквідації ІСІ гроші повертаються в першу чергу вкладникам. Забезпечено уникнення подвійного оподаткування коштів спільного інвестування та доходів від інвестиційних операцій ІСІ [106].

Підвищенню ефективності діяльності венчурних фондів сприятиме розвиток та стандартизація системи обліку та звітності. Дуже важливим є удосконалення системи підготовки кадрів. Необхідно підвищити частку спеціально підготовлених бухгалтерів у сфері управління активами, ввести загальну стандартизацію звітності ІСІ та підвищити її якість, вдосконалити систему розкриття інформації.

Для забезпечення ж формування портфеля венчурних ІСІ більш якісними активами пропонується:

- Мінекономіки регулярно розміщувати на офіційному веб-сайті міністерства інформацію про підприємства, які оголошені банкрутами та про підприємства, по яких розпочато процедуру санації;

- Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку здійснювати регулярне оприлюднення на своєму сайті та на сайті УАІБ інформації про анульовані випуски цінних паперів та про цінні папери, обіг яких призупинено;

- підготувати роз'яснення Комісії щодо видів активів, якими не може бути сформований портфель венчурного фонду;

- в дирекції УАІБ пропонується впровадити систему контролю за дотриманням учасниками Асоціації чинного законодавства та внутрішніх норм і стандартів УАІБ. Зокрема, визначити набір заходів, що створюють єдину систему контролю СРО за діяльністю її членів без втручання в їх господарську діяльність, та розробити конкретні положення, правила, стандарти на виконання зазначених завдань;

- підвищити рівень інформування громадськості про діяльність венчурних фондів;

- спрямувати спільні зусилля для прийняття законопроектів, які регулюють діяльність на фондовому ринку;

- налагодити партнерство бізнесу і держави для розвитку інноваційної складової економіки та спрямування коштів венчурних фондів в реалізацію інноваційних проектів.

Поява біржового ринку фінансових інструментів (акцій і паїв) інвестиційних фондів є закономірним результатом еволюції схем колективного інвестування.

Дієвим прикладом цього є американський фондовий ринок.

Вражаючий ріст активів Exchange Traded Funds (ETF) у США і Європі примушує регуляторів національних ринків капіталів до розробки правових актів, що дозволяють інвесторам купувати і продавати цінні папери активно-керованих інвестиційних фондів на біржах. Ріст активів вітчизняних пайових інвестиційних фондів, на нашу думку, істотно стримується через наступні фактори.

1. Відносно високий рівень витрат інвесторів, що відшкодовуються за рахунок майна, що складає пайовий інвестиційний фонд, у порівнянні з закордонними аналогами і комісіями за управління клієнтськими засобами на внутрішньому ринку.

2. Недоступність інвестиційних паїв для дрібних інвесторів через недостатній розвиток системи їх дистрибуції. За рубежом участь широкого кола дрібних інвесторів у придбанні фінансових інструментів, що випускаються інвестиційними фондами, досягається за рахунок розвитої платіжної системи, що припускає використання чекових і інших безготівкових форм розрахунків і яка спирається на надійну банківську систему. Відсутність розвинутої системи безготівкових розрахунків для населення і ненадійність банківської системи в Україні створюють об'єктивні складності для придбання цінних паперів інвестиційних фондів населенням. Сформована система видачі і погашення інвестиційних паїв не використовує потенціал організованих ринків цінних паперів. Розрахунки по угодах з інвестиційними паями не здійснюються на умовах «постачання проти платежу», що породжує підвищені ризики інвесторів. Керуючими компаніями і їхніми агентами не гарантуються фіксовані терміни розрахунків

по угодах з паями. Терміни виконання угод з інвестиційними паями можуть складати 3 і більш днів.

3. Складний і не завжди привабливий для інвесторів порядок ціноутворення інвестиційних паїв. Ухвалення рішення про придбання інвестиційного паю, не знаючи його ціни, якими б благими мотивами це не порозумівалося, завжди таїть для інвестора ризик купити «кота в мішку». Крім того, протягом торгового дня інвестор не може брати участь у спекулятивній грі з інвестиційними паями, що також знижує їхню привабливість в очах інвесторів.

Одним зі шляхів подолання труднощів, з якими зіштовхуються пайові інвестиційні фонди, може стати більш активне використання керуючими компаніями біржових технологій і стратегій пасивного управління портфелями інвестиційних фондів. Мова йде про створення нової моделі пайових інвестиційних фондів, активи яких формуються відповідно до складу і структури загальноновизнаних фондових індексів, а купівля-продаж інвестиційних паїв інвесторами здійснюється через вторинний біржовий ринок зазначених цінних паперів (далі по тексту такі фонди іменуються біржовими індексними фондами).

Створення біржових індексних фондів дозволить інвесторам повною мірою використовувати переваги інвестицій у традиційні пайові інвестиційні фонди, а саме:

- зниження ризиків за рахунок диверсифікованості інвестиційних портфелів;
- пільговий режим оподатковування доходів інвесторів;
- високий рівень ліквідності інвестиційних паїв, характерний для фондів відкритого типу;

- високий ступінь захищеності прав інвесторів, наявність ефективної системи управління ризиками і нагляду з боку регулювальних органів.

Разом з тим, інвестори одержать додаткові переваги, що підвищують привабливість інвестицій у пайові інвестиційні фонди.

1. Зниження витрат інвесторів, пов'язаних з діяльністю пайових інвестиційних фондів і придбанням їхніх інвестиційних паїв. Зниження витрат, оплачуваних за рахунок майна, що складає пайовий інвестиційний фонд, забезпечується за рахунок зменшення винагороди керуючій компанії і спеціалізованого депозитарію при застосуванні стратегії пасивно-керованого інвестиційного портфеля, що означає підтримка складу і структури активів пайового інвестиційного фонду відповідно до складу і структури цінних паперів базисного фондового індексу. При цьому зниження ставок оплати послуг керуючої компанії і спеціалізованого депозитарію компенсується за рахунок росту активів індексних фондів. Інша стаття економії для інвестора - заміна надбавок і знижок при видачі і погашенні інвестиційних паїв фондів біржовою і брокерською комісією, примірний рівень яких по акціях сьогодні складає відповідно 0,01% і 0,1-0,2% від суми угоди. При цьому мінімальні розміри брокерської комісії при інтернет-торгівлі цінними паперами складає 0,02-0,03% від обсягу угоди. Зазначений рівень витрат інвесторів на вторинному біржовому ринку істотно нижче діючого рівня надбавок і знижок до розрахункової вартості інвестиційного паю з врахуванням їхньої граничної величини [104].

2. Доступність інвестиційних паїв біржових індексних фондів для широкого кола інвесторів. Замість (чи на додаток) придбання інвестиційних паїв через керуючу компанію і її агентів, інвестори одержують

можливість здобувати цінні папери біржових індексних фондів на біржі через обслуговуючого їх брокера-дилера, у тому числі, використовуючи переваги торгівлі через Інтернет. Коло учасників торгівлі на біржі істотно ширше кола агентів керуючих компаній пайовими інвестиційними фондами. Через біржу з інвестиційними паями можуть укладатися угоди РЕПО й інші різновиди біржових угод.

3. Прискорення розрахунків по угодах з інвестиційними паями, підвищення їхньої надійності. Розрахунки по угодах купівлі-продажу інвестиційних паїв на біржі здійснюються на умові «постачання проти платежу» у день укладання угод (за умови переддепонування коштів і цінних паперів) чи на день, обумовлений продавцем і покупцем зазначених цінних паперів, якщо угода укладена в режимі переговорних угод. Це істотно швидше і надійніше, ніж розрахунки через керуючу компанію чи її агентів.

4. Спрощення і підвищення прозорості порядку ціноутворення інвестиційних паїв. На відміну від традиційних пайових інвестиційних фондів, що використовують форвардний метод ціноутворення розрахункової вартості інвестиційних паїв, біржові угоди з паями біржових індексних фондів можуть відбуватися протягом усього торгового дня за цінами, що складаються в результаті балансу попиту та пропозиції. Такий метод формування цін інвестиційних паїв більш зрозумілий і звичний для інвесторів, оскільки він не відрізняється від порядку, що діє на біржовому ринку акцій чи облігацій. Крім того, біржові індексні фонди мають унікальну властивість «зверх-прозорості» для інвесторів. В умовах розкриття інформації про значення базисного фондового індексу в режимі реального часу й обов'язку керуючої компанії по підтримці відповідності складу і структури портфеля біржового індексного фонду складу і структури

фондового індексу будь-який інвестор при здійсненні угод з інвестиційними паями зазначених фондів має доступ не тільки до інформації про біржові ціни інвестиційних паїв, але до інформації про індикатор зміни їхньої розрахункової вартості.

5. Додаткові можливості для інституціональних інвесторів. У випадку якщо біржовий інвестиційний фонд є інтервальним чи відкритим, інституціональні інвестори одержують можливість здійснення арбітражних угод на первинному і вторинному (біржовому) ринку інвестиційних паїв зазначених фондів при розбіжностях біржових котирувань і розрахункової вартості інвестиційних паїв біржових індексних фондів. Наявність такого арбітражу - додатковий фактор підвищення надійності індексних фондів, оскільки арбітраж подібного роду дозволяє мінімізувати розбіжності між біржовими цінами інвестиційних паїв біржових індексних фондів і їхньою розрахунковою вартістю, обумовленої виходячи із ВЧА фонду і кількості інвестиційних паїв, що знаходяться в звертанні.

Незважаючи на очевидні переваги біржових індексних фондів, виділимо два найбільш дискусійні питання, що виникають при їхньому створенні. Перше питання - чи є об'єктивні передумови для створення біржових індексних фондів на українському фондовому ринку, на якому хронічно не вистачає ліквідних акцій і облігацій? На думку автора, навіть в умовах, коли база основного фондового індексу українських емітентів включає цінні папери 7 - 20 емітентів, створення й успішна діяльність біржових індексних фондів цілком можлива. Інвестиційні паї таких фондів будуть більш привабливими в порівнянні з прямими інвестиціями в акції й облігації для багатьох інвесторів, зацікавлених, насамперед, у диверсифікованості вкладень і низьких транзакційних

витратах. Список емітентів, що включаються у фондові індекси, може поступово розширюватися в міру росту фондового ринку.

Дуже перспективними, на наш погляд, можуть виявитися пайові інвестиційні фонди, активи яких складені у відповідності зі структурою загальновизнаних закордонних фондових індексів. По багатьом і очевидним причинах вкладення резервів пенсійних фондів, страхових організацій, банків і інших інвесторів у пайові інвестиційні фонди, активи яких сформовані на основі іноземного фондового індексу, є більш кращим, чим вкладення зазначених організацій прямо в іноземні валютні активи.

Друге питання - чи можуть на біржах обертатися інвестиційні паї не тільки біржових індексних фондів, але й активно-керованих пайових інвестиційних фондів? Закордонний досвід показує, що з усіх типів інвестиційних фондів найбільш швидкими темпами зростає біржовий сегмент ринку цінних паперів саме індексних фондів. На думку автора, це порозумівається двома основними обставинами. По-перше, що зростаючою популярністю пасивно-керованих інвестиційних фондів. Дуже відомий факт (який також підтверджується статистикою по пайових інвестиційних фондах в Україні), що, незважаючи на професіоналізм керуючих компаній річна прибутковість 70-80% активно-керованих інвестиційних фондів нижче річних темпів росту відповідних фондових індексів [103]. У цих умовах росте привабливість інвестиційних фондів, орієнтованих на фондові індекси і мінімізацію витрат на керування їхніми активами. По-друге, за допомогою моделі біржових індексних фондів удалося перебороти основну проблему, що перешкоджала розвитку біржового ринку цінних паперів інвестиційних фондів, - а саме, проблему істотної розбіжності біржових котирувань і вартості цінних паперів фондів, що розраховується

виходячи із ВЧА фонду. Як було замічено вище, мінімізація розбіжності між біржовою ціною і розрахунковою вартістю цінних паперів біржових індексних фондів забезпечується за рахунок допущення арбітражних угод з ними для великих інституціональних інвесторів.

Однак навряд чи доцільно обмежувати біржовий сегмент ринку інвестиційних паїв пайових фондів лише цінними паперами фондів індексного типу. Інвестиційні паї активно-керованих пайових інвестиційних фондів можуть звертатися на біржах, хоча в ряді випадків, можливо, будуть потрібні зміни в механізмі їхньої діяльності.

Спробуємо описати механізм функціонування пасивно-керованих біржових індексних фондів. Біржові індексні фонди можна створюватися у вигляді пайових інвестиційних фондів відкритого, інтервального чи закритого типу, якщо тільки українським законодавством не будуть передбачені якісь інші обмеження для тих чи інших типів фондів. За рубежом усі нині діючі ETFs є інвестиційними фондами відкритого типу.

У правилах відкритих і інтервальних біржових індексних фондів доцільно передбачити обмеження на викуп і розміщення інвестиційних паїв. Зазначене обмеження буде стимулювати дрібних інвесторів здійснювати угоди по купівлі-продажу інвестиційних паїв у процесі їхнього вторинного (переважно біржового) обігу. У той же час збереження можливості викупувати інвестиційні паї фондів прямо в керуючій компанії чи її агентів дозволяє великим інвесторам проводити арбітражні угоди з інвестиційними паями, що важливо з погляду мінімізації спреда між біржовими цінами паїв і їх розрахунковою вартістю.

Інвестиційні паї є неемісійними цінними паперами, що випускаються у формі іменних цінних паперів у бездокументарній формі. Посвідчення прав на інвестиційні паї здійснюється у виді записів по особових рахунках у реєстрі власників інвестиційних паїв чи у виді записів по рахунках депо в депозитаріїв. При організації обороту інвестиційних паїв біржових індексних фондів, по яких відсутні номери державної реєстрації випусків цінних паперів, як ідентифікатори зазначених цінних паперів при здійсненні угод і посвідченні прав на інвестиційні паї можуть застосовуватися ISI і CFI коди.

ISI код являє собою 12-розрядний буквено-цифровий код, що не містить інформації, яка характеризує фінансовий інструмент, а служить для однозначної ідентифікації цінного папера при проведенні угод і розрахунків. CFI код являє собою 6-розрядний буквений код, що відбиває істотну інформацію про фінансові інструменти (у тому числі про їхній вид, тип, форму випуску, особливостях обігу, погашення й інших істотних прав і характеристиках). CFI код є додатковим кодом фінансового інструмента [103].

Використання ISI і CFI кодів для інвестиційних паїв дозволить:

- застосовувати єдині стандарти ідентифікації цінних паперів інвестиційних фондів на внутрішньому і міжнародних фондових ринках;
- застосовувати єдині коди інвестиційних паїв при використанні електронного документообігу, S.W.I.F.T. і міжнародних стандартів повідомлень ISO 15022;
- мінімізувати можливі операційні помилки і додаткові витрати учасників ринку, що виникають при використанні безлічі локальних систем нумерації цінних паперів;

- забезпечити включення даних про інвестиційні паї і біржові індексні фонди в бази даних, якими активно користуються міжнародні інвестори і найбільші інформаційні агентства.

Склад і структура активів біржового індексного фонду повинні відповідати складу і структурі цінних паперів, що складають той чи інший загальновизнаний фондовий індекс. В даний час складно визначити, який з індексів цінних паперів виявиться найбільш кращим для вітчизняних керуючих компаній пайовими інвестиційними фондами. Однак позитивним фактором для розвитку біржових індексних фондів могло б стати застосування різними фондами різних індексів. Крім усього іншого, це дозволило б згладити серйозний недолік, властивий пасивно-керованим інвестиційним фондам, а саме, концентрацію заощаджень у малій групі активів.

У перспективі можуть бути створені біржові індексні фонди, орієнтовані на індекси облігацій українських емітентів і закордонні фондові індекси. Важливим аспектом проблеми складу і структури активів біржових індексних фондів є питання про те, у якому ступені портфель пайового інвестиційного фонду повинний відповідати складу і структурі базисного фондового індексу. На жаль, практично всі діючі фондові індекси на цінні папери українських емітентів характеризуються мінливістю складу і структури цінних паперів, що формують базу індексу. У цих умовах практично неможливо створити такий механізм функціонування біржового індексного фонду, при якому буде підтримуватися 100%-на відповідність між складом і структурою активів пайового інвестиційного фонду, а також базисного фондового індексу.

Для вирішення цієї проблеми може застосовуватися метод підтримки відповідності структури активів

біржового індексного фонду і структури фондового індексу, використовувана ETFs за рубежом. Цей метод допускає відхилення структури активів пайового інвестиційного фонду від структури базисного фондового індексу. При цьому показник кореляції при змінах прибутковості вкладень в інвестиційні паї біржового індексного фонду й умовної прибутковості інвестицій у базисний фондовий індекс повинний складати, наприклад, не менш 90-95% .

При цьому керуючі компанії біржовими інвестиційними фондами повинні будуть забезпечувати дотримання зазначеного співвідношення, наприклад, за підсумками звітного місяця чи кварталу. Контроль відповідності прибутковості інвестицій у біржовий індексний фонд і в базисний фондовий індекс може забезпечуватися спеціалізованим депозитарієм пайового інвестиційного фонду.

У даній сфері діяльності біржових індексних фондів діють такі ж правила, що і для всіх інших пайових інвестиційних фондів. Цінні папери, що складають біржовий індексний фонд, зберігаються в спеціалізованому депозитарії. З огляду на те, що склад і структура активів біржового індексного фонду, є відносно стабільними і не міняються без змін базисного фондового індексу, операції з цінними паперами, що складають біржовий індексний фонд, відбуваються рідше, ніж в інших видів пайових інвестиційних фондів.

Інформація про ринкову вартість цінних паперів і вартість фондового індексу підлягає розкриттю організатором торгівлі (чи інформаційним агентством, що є власником даного інформаційного продукту) у режимі реального часу. Купівля-продаж і інші угоди з інвестиційними паями біржових індексних фондів відбуваються на біржі чи в позабіржовому порядку за

поточними цінами, що складається в результаті співвідношення попиту та пропозиції на інвестиційні паї.

Наприкінці кожного операційного дня визначається розрахункова вартість інвестиційних паїв біржового індексного фонду. За цією ціною на підставі форвардного методу визначаються ціни видачі і ціни погашення інвестиційних паїв при задоволенні раніше надійшовших заявок інвесторів на придбання і видачу інвестиційних паїв. Для того, щоб вторинний ринок інвестиційних паїв був ліквідним, прозорим і справедливим для інвесторів, - він неминуче повинний концентруватися в торгових системах. При цьому угоди з інвестиційними паями можуть відбуватися на двох і більш біржах, що уможливорює арбітражні біржові угоди. Купівля-продаж інвестиційних паїв біржових індексних фондів на біржі буде аналогічна біржовим угодам з акціями чи корпоративними облігаціями. Розрахунки по зазначених угодах також будуть здійснюватися через розрахункові банки і розрахункові депозитарії на умові «постачання проти платежу». Первинне розміщення (видача) і погашення інвестиційних паїв біржових індексних фондів переважно буде здійснюватися через андеррайтерів. Дрібні і середні інвестори купують чи продають інвестиційні паї біржових індексних фондів на вторинному ринку через фінансового посередника.

Аналогічно біржовим індексним фондам з метою мінімізації можливих розбіжностей між біржовою ціною інвестиційних паїв активно-керованих пайових інвестиційних фондів і їх поточною розрахунковою вартістю доцільно допустити можливість здійснення арбітражних угод з інвестиційними паями на біржі і через керуючу компанію інституціональними інвесторами.

Практика може підказати й інші шляхи вирішення зазначених проблем у процесі прийняття керуючими

компаніями конкретних заходів для організації вторинного ринку інвестиційних паїв пайових інвестиційних фондів, які знаходяться під їхнім управлінням.

#### **4.2. Інструментальне супроводження стратегічного та ризик-менеджменту інноваційно-орієнтованої інвестиційної діяльності суб'єктів аграрної сфери**

Забезпечення сприятливого інвестиційного клімату в Україні залишається питанням стратегічної важливості, від реалізації якого залежать соціально-економічна динаміка, ефективність залучення в світовий поділ праці, можливості модернізації на цій основі національної економіки.

Проблемі покращення інвестиційного клімату на державному рівні увага приділяється ще з 1991 року. На сьогодні в Україні вже створено правове поле для здійснення інвестиційної діяльності. Зокрема, ця сфера діяльності регулюється низкою Законів України («Про інвестиційну діяльність», «Про режим іноземного інвестування» тощо), понад 10 Указами Президента, а також Постановами та Розпорядженнями КМУ.

Згідно цих нормативно-правових актів, в Україні передбачено рівні права і гарантії захисту інвестицій для всіх суб'єктів інвестиційної діяльності. Водночас на захист іноземних інвестицій та формування рамкових умов для міжнародної інвестиційної діяльності додатково спрямовано ратифікацію Вашингтонської Конвенції про порядок вирішення інвестиційних суперечок між державами та іноземними особами та угоди про сприяння та взаємний захист інвестицій, які підписані з 70 країнами світу.

Між тим, попри суттєві зусилля у формуванні відповідних організаційно-економічних та правових засад

зміцнення інвестиційного клімату, міжнародними експертами відзначається зниження інвестиційної привабливості України.

Перебіг сучасних політичних процесів та практична реалізація встановлених цілей та пріоритетів поліпшення інвестиційного клімату в Україні, переважно негативно впливають на інвестиційний клімат й, зокрема, міжнародну інвестиційну привабливість України, підвищують ризики для інвесторів, зумовлюючи тим самим втрати в конкурентній боротьбі за світові інвестиційні ресурси. Протягом останніх років Україна залучила прямих іноземних інвестицій (ПІІ) в декілька разів менше, ніж інші країни Центральної та Східної Європи, а частка країни в світових потоках ПІІ залишається надзвичайно низькою.

При цьому надалі, за незмінних умов, немає підстав прогнозувати помітного збільшення припливу ПІІ в Україну. По-перше, традиційно значна частка ПІІ в країні регіону надходить в енергетичний сектор, в якому Україна об'єктивно не має значних переваг. По-друге, в Україні скорочуватиметься потенціал такого джерела залучення ПІІ як приватизація. Відтак потенційні обсяги ПІІ в Україну, за нашими оцінками знаходитимуться у найближчі 5 років на рівні 4-6 млрд дол. на рік, що не відповідає інвестиційним потребам національної економіки. Таким чином, Україна потребує нових механізмів залучення ПІІ та суттєвого поліпшення інвестиційного клімату.

Натомість в Україні дедалі більше дається взнаки нечіткість інвестиційної стратегії, а непрозорість процесу обговорення та формування інвестиційних та інноваційних пріоритетів розвитку національної економіки перешкоджає виробленню об'єктивних цілей та напрямків цієї політики, послаблює суспільну легітимність урядової політики у цій сфері. В суспільстві, а також серед економічної еліти, вже

назріло розуміння того, що без докорінних змін практики впровадження та механізмів реалізації декларованих в національному законодавстві норм забезпечення інвестиційного клімату Україна буде позбавлена гідних перспектив у міжнародному поділі праці.

Існуючі в Україні перешкоди реалізації пріоритетів формування інвестиційного клімату мають системний характер і охоплюють правову, економічну, науково-технологічну та фінансову складові. Ключовими характерними особливостями, які стримують поліпшення інвестиційного клімату, є [211]:

1. Відсутність в Україні сталої стратегії та відповідного національного плану дій, який є прийнятним та наслідуються усіма політичними «командами» й орієнтований на забезпечення усім суб'єктам економічних відносин рівних економічних прав та обов'язків у здійсненні фінансово-економічної діяльності. Суттєвою вадою розбудови сприятливого інвестиційного клімату є фокусування політики переважно на розвитку великого бізнесу і відставання у здійсненні регуляторної реформи, що гальмує розвиток підприємницького середовища в країні.

Зосередження заходів державних стратегій і програм на розподілі державних коштів чи наданні преференцій окремим групам господарюючих суб'єктів призвело до викривлення конкурентних можливостей на національному ринку та непрозорості в сфері розподілу ресурсів, не дозволило сформувавши на державному рівні єдине нормативно-правове поле реалізації економічної діяльності, яке у кінцевому підсумку і формує високо мотиваційний інвестиційний клімат, привабливий для вітчизняних та іноземних інвесторів. Важливим негативним наслідком створення «інвестиційного клімату для обраних» стала втрата довіри суспільства до влади.

Зміни, які сталися внаслідок політичної реформи, не сприяли підвищенню впевненості суспільства в наступності економічного курсу, зокрема – ключових його складових – політики щодо захисту прав приватної власності, ринку землі, механізмів ПДВ, стабільності курсу національної валюти, напрямів зовнішньоекономічної інтеграції тощо.

2. Обмеженість потенціалу залучення ПІІ в Україну через приватизацію державних підприємств. Попри існування певної кількості державних підприємств, під які можна залучати інвестиції, перспектива розвитку цього джерела залучення інвестицій є обмеженою вже у короткостроковому періоді. Подальше залучення ПІІ в економіку України залежатиме від оперативності усунення невинуватених витрат, ризиків і бар'єрів для конкуренції, які стимулюють інвесторів здійснювати інвестиції. Малоперспективними є також сподівання виграти в конкуренції за залучення інвестицій на основі низької вартості трудових ресурсів, оскільки цей чинник дозволяє залучати інвестиції лише в сировинні та низькотехнологічні сектори економіки.

3. Переобтяженість регуляторними нормами та складність податкової системи.

4. Суттєве податкове навантаження. Ставка податку на прибуток в Україні є вищою, ніж у багатьох країнах Центрально-Східної Європи, проте, зважаючи на високу порівняно з країнами ЄС прибутковість вкладення капіталу, ця різниця не є значною перепорою для інвестицій. Водночас стримуючим чинником для поліпшення інвестиційного клімату є механізм адміністрування податків, зборів та обов'язкових платежів, а також непрогнозованість дій уряду щодо встановлення та адміністрування інших податків та податкових платежів.

5. Недієздатність механізмів забезпечення ринкових прав і свобод інвесторів, а також низький рівень захисту інвесторів. Значним є відставання за цими показниками України від «країн-еталонів» ОЕСР, з розвиненим корпоративним законодавством та менеджментом. Зокрема, найбільше відставання спостерігається за критерієм розкриття інформації, що ускладнює прихід на український ринок іноземних інвесторів, а також підвищує ризики придбання пакетів акцій, які не є контрольними, внаслідок зростання витрат на вивчення потенційних партнерів та загроз втрати оперативного управління інвестиціями.

Попри наявність важливих передумов, зокрема макроекономічної стабільності, значного прориву у лібералізації підприємницької діяльності, лібералізації зовнішньої торгівлі, міжнародного руху капіталу та оздоровленні фінансового сектору, в Україні зберігаються такі системні загрози для інвесторів як: політична нестабільність, нестабільне й непередбачуване правове поле, вади системи державного правочинства (зокрема, у сферах захисту прав власників та загрозливого поширення «рейдерства», дисципліни виконання законодавчих актів), високий рівень корупції, тінізація економіки. Негативну роль відіграє пасивність держави у забезпеченні інституційного поля для поліпшення інвестиційного клімату через моніторинг та контроль за дотриманням прийнятих норм законодавства.

6. Низький рівень ефективності законодавства з питань корпоративного управління, що обумовлює виникнення конфліктів та протистоянь із залученням силових органів, блокування діяльності підприємств, нагнітання соціальної напруженості. Зокрема, найгострішими проблемами є непрозорість системи реєстрації та можливість викривлення відомостей про

акціонерів, розмивання капіталу внаслідок додаткових емісій акцій, блокування проведення зборів акціонерів тощо. Неврегульованим залишається питання прав міноритарних акціонерів, що знижує гарантії захисту прав власників та значно підвищує ризики інвестицій в економіку України.

7. Негативний міжнародний імідж України, який склався внаслідок відсутності масових «успішних» інвестиційних історій, які б могли слугувати засобом реклами національного інвестиційного клімату; низький рівень підготовки суб'єктів національної економіки до формування інвестиційних пропозицій; значні диспропорції регіонального та галузевого розвитку, що обумовлюють концентрацію інвестицій у вузьких сегментах ринків та територій; застарілість інфраструктури тощо.

Виходячи з вищезазначеного, необхідними завданнями державної політики є якісна ревізія існуючої системи формування та підтримання інвестиційного клімату України, стратегічний аналіз пріоритетів розвитку національної економіки, а також ідентифікація чинників, які обумовлюють неефективність нормативно-правових актів, що приймаються з метою підтримання сприятливого інвестиційного клімату України.

Враховуючи ці обставини і усвідомлюючи важливість поліпшення інвестиційного клімату в Україні, головним завданням на короткострокову перспективу є підготовка необхідної правової та організаційної бази для підвищення дієздатності механізмів забезпечення інвестиційного клімату й формування основи збереження та нарощування конкурентоспроможності вітчизняної економіки. Для цього необхідно здійснити низку першочергових заходів з послідовної деполітизації економіки, формування єдиних стратегічних цілей та

послідовності економічних реформ, незмінних за приходу до влади будь-яких політичних команд, забезпечення незмінності та гарантованості захисту ринкових прав і свобод інвестора. Зокрема:

1. Підготувати план дій щодо забезпечення сприятливого інвестиційного клімату у межах проголошених пріоритетів соціально-економічного розвитку, залучити до його розробки та обговорення широке коло експертів, науковців, представників органів державної влади та бізнесу.

2. Розробити регіональні плани підвищення інвестиційної привабливості областей з урахуванням особливостей їх поточних рейтингів інвестиційної привабливості, забезпечити державний моніторинг їх виконання як одного з критеріїв успішності діяльності місцевих державних адміністрацій.

3. Поширити реалізацію обласними державними адміністраціями навчальних програм серед бізнесменів з підготовки інвестиційних пропозицій, складання інвестиційних бізнес-планів, юридичного супроводу інвестиційних проектів, управління інвестиційними проектами. Передбачити механізми надання державою послуг щодо підвищення кваліфікації та атестації фахівців у сфері інвестиційної діяльності.

4. Суттєво розширити спектр заходів конкурентної політики, зокрема – щодо запобігання антиконкурентним діям національних та іноземних інвесторів на українському ринку, удосконалити методики та критерії виявлення проявів недобросовісної конкуренції з урахуванням реалій сучасної української економіки.

5. Підготувати перелік заходів щодо посилення відповідальності представників органів виконавчої влади й органів місцевого самоврядування за

вчинення корупційних та інших дискримінаційних дій щодо інвесторів.

6. Поширити практику укладання прозорих угод між інвесторами та владою щодо взаємних зобов'язань у сфері конкурентної поведінки бізнесу та конкурентної політики держави на певних ринках на визначений середньо- і довгостроковий період часу.

7. Сформувати довгострокову програму державного та змішаного інвестування в розвиток телекомунікаційної, транспортної та енергетичної інфраструктури.

Процес прийняття рішень щодо вибору в довгостроковому періоді таких стратегічних інвестиційних проєктів, щоб ефекти (фінансові, соціальні, екологічні, інші), що досягаються завдяки їх реалізації, були максимальними є складним і вимагає якнайповнішого врахування зовнішніх та внутрішніх факторів.

Світовий досвід інвестиційної діяльності дає можливість зробити висновок про найбільшу принадність для зовнішніх венчурних інвесторів тих країн та регіонів, де відчутну активність проявляють місцеві інвестори. Узагальнення досвіду міжнародних компаній, що створюють свої структурні підрозділи в інших країнах, дозволило визначити три основні умови здійснення закордонних інвестицій [129]:

- конкурентні переваги від створення власного виробництва за кордоном повинні бути вищі за витрати на його розширення у своїй країні;
- країна, в якій буде здійснена інвестиція повинна бути приваблива за своїми географічними характеристиками;
- реалізація попередніх двох переваг повинна бути для зовнішнього інвестора вигіднішою, ніж для місцевих підприємств.

Такий підхід є цілком зрозумілим та виправданим, оскільки саме за умов поєднання дії ринкових механізмів та діяльності держави, спрямованої на створення рівних умов для економічних суб'єктів, можливий максимальний економічний ефект.

Інформацію про інвестиційний клімат можна отримати завдяки рейтинговим агенціям. Так, наприклад, завдяки рейтингам Standard & Poor's, Moody's та Fitch інвестор вивчає перспективність капіталовкладень у той чи інший проект. Трапляється, що укладачі рейтингів помиляються, й інвестор програє. Порте це не привід нехтувати оцінками «аналітичної трійки», адже альтернативи цим впливовим агенціям наразі не існує.

Численні дослідження інвестиційного клімату пропонують класифікацію найбільш впливових його факторів. Як приклад, розглянемо наступну класифікацію табл. 4.1.

За оцінками як внутрішніх, так і іноземних економічних суб'єктів, інвестиційний клімат в Україні залишається несприятливим. Серед причин, що обумовлюють несприятливий інвестиційний клімат в Україні, а відтак стримують економічний розвиток, численні вітчизняні та зарубіжні дослідження відзначають нестабільність українського законодавства, зарегульованість більшості ринків, нерозвиненість ринкової інфраструктури, зокрема фондового ринку, сильний податковий тиск, бюрократизм і корупцію в місцевих і центральних органах влади [5].

Реалістичний підхід до оцінки потенціалу економічного розвитку України засвідчує наявність конкурентних переваг країни та її регіонів, що є дійсним фактором підвищення її інвестиційної привабливості як для внутрішнього, так і для зовнішнього інвестора.

Таблиця 4.1

**Фактори формування інвестиційного клімату в країні**

| Загальні характеристичні ознаки                                        | Чинники формування                                                                                                                                                                         |
|------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Рівень розвитку продуктивних сил та стан інвестиційного ринку          | Стан та структура виробництва<br>Рівень розвитку робочої сили<br>Стан ринку інвестицій та інвестиційних товарів<br>Стан фондового ринку                                                    |
| Політична воля влади та правове поле держави                           | Створення відповідної законодавчої та нормативної бази<br>Досягнення стабільності національної грошової одиниці<br>Валютне регулювання<br>Забезпечення привабливості об'єктів інвестування |
| Стан фінансово-кредитної системи та діяльність фінансових посередників | Інвестиційна діяльність банків, її рівень<br>Рівень розвитку та функціонування банківської системи<br>Інвестиційна політика Національного банку                                            |
| Статус іноземного інвестора                                            | Режим іноземного інвестування<br>Діяльність міжнародних фінансово-кредитних інституцій<br>Наявність вільних економічних та офшорних зон                                                    |
| Інвестиційна активність населення                                      | Відносини власності в державі<br>Стан ринку нерухомості<br>Виконання державної програми приватизації                                                                                       |

Найбільш вагомими перевагами з позиції сучасного та потенційного стану розвитку країни можна вважати наступні табл. 4.2.

Дослідження підтверджують, що все більш важливу роль в економіці України відіграють інститути спільного інвестування, зокрема компанії по управлінню активами, корпоративні та пайові інвестиційні фонди. Останніми роками дії, як з боку держави, так і самих учасників фінансового ринку, сприяли розвитку інвестиційного ринку. Діюча система оподаткування прибутків інститутів спільного інвестування сприяє розвитку інвестиційних

Таблиця 4.2

**Фактори інвестиційної привабливості України**

| Фактор інвестиційної привабливості | Характеристика                                                                                                         |
|------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Вигідне геополітичне розміщення    | Країна має вихід до Чорноморського басейну; розташована на перехресті транспортних шляхів Європа–Азія, Північ–Південь; |
| Дешева кваліфікована робоча сила   | Середньомісячна заробітна плата в Україні значно нижче за розвинуті країни світу                                       |
| Місткий споживчий ринок            | Річна місткість українського споживчого ринку понад 32 млрд. дол. США.                                                 |

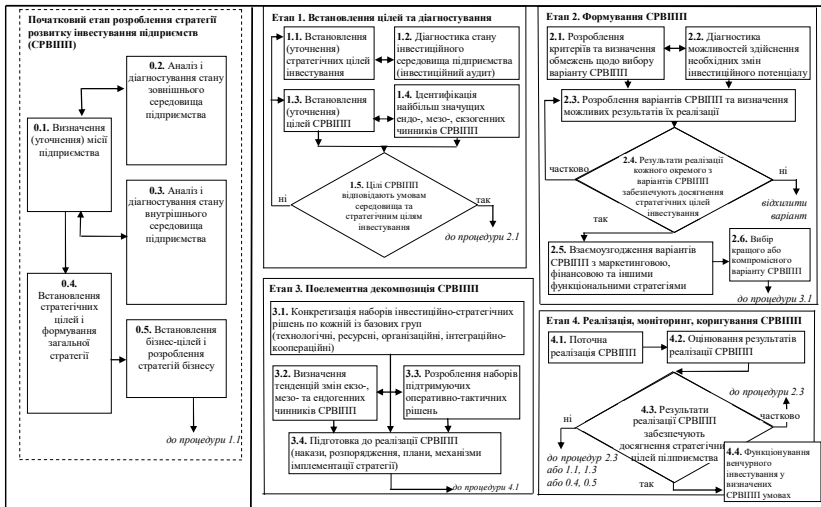
процесів через такий механізм. Особливе значення спільне інвестування набуває в період технічного переозброєння підприємств, переходу на енергозберігаючі технології. Безпосередньо управління процесами спільного інвестування здійснюється компаніями по управлінню активами, які, з одного боку контролюються державою, а з іншого регулюються саморегулювальною організацією – Українською асоціацією інвестиційного бізнесу.

Реалізація пропонованих завдань сприятиме розширенню меж національного інвестиційного ринку та забезпеченню привабливої і одночасно якісної надійної роботи для всіх його учасників.

Набуті наукові результати утворили фундамент для розроблення моделі процесу формування та реалізації стратегії розвитку інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва (рис. 4.1).

Визначення проблемних питань теоретико-методологічного та науково-прикладного характеру, які вимагають негайного вирішення – це систематизація чинників стратегії розвитку; формування системи принципів її розроблення; визначення методологічних

засад типологізації стратегій підприємств; науково-концептуальне узагальнення досвіду діяльності підприємств в умовах інформаційно-індустріальної економіки та визначення характеру новітніх стратегій розвитку підприємств.



**Рис. 4.1. Модель процесу формування та реалізації стратегії розвитку інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств агропромислового виробництва**

У роботі обґрунтовано та рекомендовано для підвищення ефективності реалізації стратегії розвитку інвестування підприємств агропромислового виробництва здійснювати управління ризиками на основі системи ризик-контролінгу. Контролінг є концепцією управлінської діяльності, за якої формується інформаційно-аналітична база для постійного контролювання етапів реалізації стратегії розвитку, розроблення заходів для усунення можливих збоїв та відхилень у процесах реалізації

проектів, оцінка ефективності таких заходів та їх постійне удосконалення. Під ризик-контролінгом інноваційно-інвестиційної діяльності запропоновано розуміти аналітичну систему оцінювання ризиків венчурних проектів, яка передбачає оптимізацію управлінської діяльності для підвищення якості рішень у сфері інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва. Основними завданнями ризик-контролінгу є перевірка достовірності прогнозованих показників ризиків проекту і розроблення заходів щодо ефективного управління ризиками.

#### **4.3. Планування, імплементація та оцінка стратегій інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва**

Інвестиційний менеджмент (investment management) – це професійне управління різноманітними цінними паперами (акції, облігації тощо) та іншими активами (наприклад, виробничим обладнанням) з метою досягнення специфічних інвестиційних цілей для забезпечення прибутку інвесторам.

Термін «менеджмент активів» (asset management) використовується як синонім інвестиційного менеджменту у випадку колективного інвестування; в той час як синонім «менеджмент фондів» (fund management) є більш узагальнюючим. В якості понять тотожних терміну «інвестиційний менеджмент» також часто використовують «менеджмент капіталу» (wealth management) та «портфельний менеджмент» (portfolio management).

Інвестиційний менеджмент – це велика і важлива глобальна індустрія, яка несе відповідальність за трильйони доларів, євро, фунтів та ієн. Активи цієї світової індустрії сягають 55 трлн. дол. Найбільшим світовим

джерелом інвестиційних ресурсів є США (48%), на другому місці – Японія (11%) та Велика Британія (7%). В останні роки найбільше зростання демонструють країни Азійсько-Тихоокеанського регіону, а також Китай та Індія.

Десятка найуспішніших світових компаній у галузі інвестиційного менеджменту за рейтингом «Global Investor's» наведена в табл. 4.3.

*Таблиця 4.3*

**Десять найбільших компаній у сфері інвестиційного менеджменту**

| Ранг | Компанія                           | Активи в управлінні<br>(US\$ млн) | Країна          |
|------|------------------------------------|-----------------------------------|-----------------|
| 1.   | Barclays<br>Global<br>Investors    | 1,400,491                         | Велика Британія |
| 2.   | State Street<br>Global<br>Advisors | 1,367,269                         | США             |
| 3.   | Fidelity<br>Investments            | 1,299,400                         | США             |
| 4.   | Capital<br>Group<br>Companies      | 1,050,435                         | США             |
| 5.   | Legg Mason                         | 891,400                           | США             |
| 6.   | The<br>Vanguard<br>Group           | 852,000                           | США             |
| 7.   | Allianz<br>Global<br>Investors     | 790,513                           | Німеччина       |
| 8.   | JPMorgan<br>Asset<br>Management    | 782,646                           | США             |
| 9.   | Mellon<br>Financial<br>Corporation | 738,294                           | США             |
| 10.  | Deutsche<br>Asset<br>Management    | 723,366                           | Німеччина       |

Система міжнародного інвестиційного менеджменту реалізує свою головну мету й основні задачі шляхом здійснення певних функцій. Ці функції поділяються на дві основні групи, які визначені комплексним змістом системи управління інвестиційною діяльністю:

1. Функції міжнародного інвестиційного менеджменту як управлінської системи. Ці функції є складовими частинами будь-якого процесу управління поза залежністю від виду діяльності підприємства, його організаційно-правової форми, розміру, форми власності і т. ін.. В теорії управління ці функції характеризуються як загальні.

2. Функції міжнародного інвестиційного менеджменту як спеціальної області управління підприємством. Склад цих функцій визначено конкретним об'єктом даної управлінської системи. Теорія управління розглядає ці функції як специфічні.

У найбільш загальному вигляді склад функцій інвестиційного менеджменту у розрізі цих груп представлений в табл. 4.4.

Основні функції міжнародного інвестиційного менеджменту як спеціальної області управління фірмою розглянуті у найбільш агрегованому вигляді. Кожна з цих функцій може бути конкретизована більш цілеспрямовано з урахуванням специфіки інвестиційної діяльності окремих підприємств. При здійсненні такої конкретизації на кожному підприємстві може бути побудована багаторівнева функціональна система управління інвестиційною діяльністю.

Венчурне планування - це розробка способів порівняння різних моделей бізнесу, звичайно за допомогою фінансового моделювання відповідей на наступні питання: яка модель забезпечить найбільший обсяг продажів, найбільший чистий прибуток і швидку

самоокупність; при використанні якої моделі, будуть потрібні найменші інвестиції підприємців й інших інвесторів; у якій моделі використовуються власні кошти, а не позикове фінансування; використовуючи яку модель, ви дістанете найбільший прибуток на інвестиції й найкращу ліквідність; яка модель зажадає від підприємця відмовитися від найменшої частки у власності; визначення й оцінки ризиків пов'язаних з використанням кожної моделі.

Таблиця 4.4

**Характеристика основних функцій інвестиційного менеджменту в розрізі окремих груп**

| <b>Групування основних функцій міжнародного інвестиційного менеджменту</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| як управлінської системи                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | як спеціальної області управління підприємством                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Розробка інвестиційної стратегії підприємства</li> <li>2. Створення організаційних структур, що забезпечують прийняття і реалізацію управлінських рішень по всім аспектам інвестиційної діяльності</li> <li>3. Формування ефективних інформаційних систем, що забезпечують обґрунтування альтернативних варіантів інвестиційних рішень</li> <li>4. Здійснення аналізу різних аспектів інвестиційної діяльності</li> <li>5. Здійснення планування інвестиційної діяльності підприємства за її основними напрямками</li> <li>6. Розробка дієвої системи стимулювання реалізації прийнятих управлінських рішень в області інвестиційної діяльності</li> <li>7. Здійснення ефективного контролю за реалізацією прийнятих управлінських рішень у сфері інвестиційної діяльності</li> </ol> | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Управління реальними іноземними інвестиціями</li> <li>2. Управління фінансовими іноземними інвестиціями</li> <li>3. Управління формуванням інвестиційних ресурсів</li> <li>4. Управління грошовими потоками по міжнародній інвестиційній діяльності</li> </ol> |

Ефективне венчурне планування передбачає:

Зосередження на одному венчурному проєкті в одній області.

З'ясуєте, можливостей, та оцінки можливості їх використання.

Розробку трьох варіантів розвитку подій для кожної венчурної концепції - гарний, поганий найбільш імовірний.

Визначення, який саме тип венчурного підприємства потрібен. Кожен тип має власну, відмінну від інших модель, реалізацію й результат. Кожен тип вимагає певного підприємницького підходу, керування й стилю.

Фактори створення успішного венчурного підприємства:

- усвідомлення місії засновниками компанії.
- Гарантовані або заздалегідь визначені клієнти.
- Досвід роботи високоприбуткового малого бізнесу.
- Поточна концепція: чи існує на даний момент успішна робоча модель венчурного підприємства.
- Наявний продукт.
- Сприятливий грошовий потік.
- Сприятливе навколишнє середовище.
- Нейтральне законодавче середовище.
- Контроль над часткою акціонерного капіталу.
- Значний досвід.
- Низькі накладні витрати. Після закінченні вивчення можливості здійснення численних концепцій потрібно відібрати три найкращі концепції, у рамках яких потреби клієнтів можна задовольнити найбільш швидко й вибрати найбільш дешеву концепцію. Вирішити продовжувати чи ні. Зробити бізнес-план або план поточної діяльності.

Аналіз ймовірності реалізації венчурного проекту за нашими дослідженнями включає сім ключових факторів.

1. Виключний інтерес засновників венчурного проекту: мотивація яка рухає інвесторами.

2. Можливості клієнта – базуються на його бажаннях і потребах.

3. Профіль клієнта – визначає цільові ринки й потенційних клієнтів.

4. Венчурні концепції – оцінюють альтернативні варіанти задоволення потреб.

5. Фінансові ресурси – визначають й оцінюють фінансові ресурси, необхідні для застосування альтернативних венчурних моделей.

6. Підприємницька оцінка – проводиться з метою визначити чи відповідають підприємець і венчурний проект очікуваним винагородам, непереборному інтересу й місії венчурного проекту.

7. Заключна оцінка ймовірності реалізації венчурного проекту й порівняння з існуючими альтернативами.

Основною проблемою венчурного бізнесу є високий ступінь ризику при здійсненні венчурного проекту. Перед здійсненням проекту необхідно оцінити можливі інноваційні втрати.

Фінансові витрати на проведення технічних заходів, часовий розрив між впровадженням нововведень і одержанням корисного результату, а також імовірність втрат від нововведень вимагають оцінки ризику інноваційних рішень. При цьому виникає необхідність чіткого розмежування очікуваних збитків, що в економічній практиці не знаходить належної уваги. Якщо виникнення збитків від інновацій не викликає сумнівів і передбачено заздалегідь, то утрати від ризику мають визначений ступінь імовірності, що зв'язано з факторами

невизначеності. Тому при оцінці економічного ризику варто розраховувати не тільки заздалегідь передбачувані збитки, але й непередбачувані ймовірні втрати:

Для достовірної оцінки доцільності інноваційних процесів виникає необхідність удосконалення класифікації факторів ризику нововведень з урахуванням специфіки економічного середовища. Із збільшенням кількості специфічних факторів, що включаються в розрахунки визначення ризику, підвищується відособленість результатів оцінки економічної доцільності нововведень.

Є велика кількість факторів, що впливають на формування інноваційних ризиків. Найголовнішими з них щодо венчурного інвестування є наступними:

- Зовнішній ризик
  - Ризик стабільності партнерства
  - Банківський ризик
  - Ризик стабільного постачання
  - Ризик зміни податкової політики
  - Ризик зміни бюджетних відрахувань
  - Ризик підрядного партнерства
  - Ринковий ризик
  - Ризик зменшення попиту
  - Ризик надлишку пропозиції
  - Ризик росту інфляції
  - Внутрішній ризик
  - Ризик зриву намічених програм
  - Ризик скорочення фінансування
  - Ризик недостатності науково-технічного потенціалу
  - Ризик зриву повноцінних заходів на впровадження науково-технічних нововведень
  - Ризик помилковості економічних прогнозів
- Виходячи з особливостей окремих інноваційних процесів, необхідно додатково включати інші специфічні фактори.

На розвиток інновацій великий вплив мають зовнішні фактори. Основними партнерами підприємства виступають держава із системою оподаткування, постачальники, підрядники, кредитори, банки. Своєрідним джерелом зовнішнього ринку є ринок реалізації з характерним балансом попиту та пропозиції. Ці фактори для будь-якого економічного середовища - побічні елементи ризику будь-якої інновації.

При оцінці банківського ризику враховується ймовірність зміни відсотків і термінів надання довгострокового кредиту. В умовах економічного спаду кредитні ресурси в державі формуються в основному за рахунок іноземних валютних коштів, а не приросту національного доходу. Отже, в залежності від зміни припливу національної валюти коливаються також величина банківських активів і умови надання кредитів підприємствам. У свою чергу нестабільні відсотки і терміни надання кредитів підвищують ступінь банківського ризику інноваційних процесів.

Нестійкість оподатковування також важливий фактор інвестиційного ризику, оскільки на початковому етапі нововведень надані підприємствам податкові пільги можуть бути надалі змінені і навіть скасовані, що ставить під загрозу плани проведення великомасштабних інновацій.

Неефективно діють і важелі державного захисту внутрішнього ринку. Імпорт товарів здійснюється без особливих економічних перешкод, що різко знижує зацікавленість вітчизняних підприємств у великомасштабних інвестиціях. В умовах сильної зовнішньої конкуренції місцеві капіталовкладення стають часом занадто ризикованими.

Вузький ринковий простір для вітчизняних підприємств і разом з тим повторювані в останні роки

раптові «інтервенції» імпорتنих товарів часто приводять до порушення балансу пропозиції та попиту на внутрішньому ринку, що у свою чергу ставить під сумнів доцільність інноваційних процесів через труднощі реалізації кінцевих результатів. Тому фактор ризику від зниження ринкового попиту й інтересу до кінцевих результатів відіграє важливу роль при оцінці економічної доцільності великомасштабних інвестицій у країні.

Поряд із зовнішніми факторами інноваційних ризиків помітний вплив роблять специфічні внутрішні умови, що перешкоджають розвитку інноваційної діяльності і підвищують ступінь ризику нововведень на рівні підприємств. Це стосується насамперед витоку кадрів із сфери науково-технічної діяльності за межі країни. Разом з тим очевидна неспроможність підприємств у справі підготовки менеджерів і виконавців в області інновацій.

Повільне поповнення управлінського апарата кадрами з орієнтацією на ринкове господарювання, затримка з перебудовою господарських ланок при одночасному скороченні складу колишнього науково-виробничого персоналу формують ризик недостачі науково-кадрового потенціалу для керування інноваційними процесами на підприємствах. Більш того, недостача кадрового потенціалу часто супроводжується недостатністю власних фінансових коштів на інвестиції.

Внутрішній ризик недовиконання інноваційних програм пов'язаний в основному зі скороченням фінансування інвестиційної діяльності з власних джерел підприємств. Хронічні зриви в сфері матеріально-технічного постачання, несвоєчасні платежі замовників, простої виробництва через енергетичну кризу супроводжуються поглибленням фінансової нестійкості

підприємств. Це є причиною скорочення і без того малих власних коштів, що виділяються на проведення інновацій.

Втрати від помилок у прогнозах очікуваних корисних результатів інвестицій повинні враховуватися в оцінці доцільності здійснення інноваційних програм. У перспективних економічних розрахунках не представляється можливим з високою точністю визначити очікувані позитивні і негативні результати намічених інвестицій.

Отже реальна оцінка втрат від ризику кожної інновації стає необхідною ланкою при обґрунтуванні вибору масштабів і шляхів здійснення інвестиційних програм. Оперативний контроль за рівнем ризику належить до обов'язків менеджерів, тоді як стратегічний контроль за діяльністю банку та самого оперативного керівництва може бути реалізований лише власниками – акціонерами банку. Якщо засновники банку не створюють дієвих механізмів контролю на рівні ради директорів, їхні шанси на досягнення очікуваних результатів суттєво знижуються.

Моніторинг ризику – це процес функціонування регулярної незалежної системи оцінювання та контролю за ризиком з механізмом зворотного зв'язку. Моніторинг здійснюється завдяки інформаційним звітам структурних підрозділів та окремих посадових осіб, внутрішньому і зовнішньому аудиту та аналітичній діяльності спеціалізованих служб венчурних фірм. Звітність, застосовувана в рамках моніторингу, забезпечує менеджером зворотний зв'язок, а також надає докладну зведену інформацію. Така інформація допомагає аналізувати поточну діяльність і з погляду ризиковості, і щодо прийняття загальних управлінських рішень.

У процесі здійснення оперативного контролю керівництво має передусім правильно розставити кадри на

місцях та організувати ресурсне забезпечення діяльності установи. Недостатнє кадрове, матеріально-технічне та фінансове забезпечення конкретних операцій породжує не виправданий ризик.

Один з важливих складників системи контролю за ризиками – внутрішній управлінський контроль. Завдання його зводяться до чіткого визначення та розмежування посадових повноважень, забезпечення подвійного контролю, ротації кадрів, організації контролю за окремими операціями безпосередньо на робочих місцях, створення досконалих систем передавання та зберігання інформації. І хоча не існує такої системи внутрішнього контролю, яка змогла б запобігти службовим зловживанням, проте правильно організований механізм контролю суттєво знижує рівень функціональних ризиків.

Кожний структурний підрозділ, а також здатні оцінити ризик фахівці володіють певною частиною інформації, необхідної для всебічного аналізу ризику. Створення відповідної системи взаємодії зазначених власників інформації розглядається як обов'язковий елемент управлінського процесу. Однією з форм реалізації цього положення є система моніторингу ризику.

Для ефективного використання ресурсів фірми, які спрямовуються на здійснення моніторингу, ризики потрібно класифікувати за ступенем їх значущості і внести до системи стеження лише ключові. Усі ті ризики, які перебувають за межами встановлених вартісних лімітів, виводяться за рамки складання деталізованої звітності в системі моніторингу. Функція контролю здійснюється вибірково, а докладний аналіз – лише в разі надходження сигналів небезпеки. За такого підходу гарантовано, що кошти будуть спрямовані саме на виявлення та ретельне стеження за суттєвими ризиками.

Система моніторингу ризиків допомагає корегувати поточну діяльність згідно із сигналами попередження, що їх вона генерує з використанням механізму зворотного зв'язку. Результативність системи управління ризиками в цілому залежить від ефективності системи моніторингу. За такого підходу до організації процесу управління менеджери середньої ланки відповідають і за надійність локальної системи, і за втілення в життя стратегічних цілей, сформульованих на рівні вищого керівництва.

Підприємництва без ризику не буває. Найбільший прибуток, як правило, приносять ринкові операції з підвищеним ризиком. Однак у всьому потрібна міра. Ризик обов'язково повинен бути розрахований до максимально допустимого рівня. Як відомо, усі ринкові оцінки носять багатоваріантний характер. Важливо не боятися помилок у цей ринкової діяльності, оскільки від них ніхто не застрахований, а головне - помилок не повторювати, постійно коректувати систему дій з позиції максимального прибутку. Менеджер покликаний передбачати додаткові можливості для пом'якшення крутих поворотів на ринку. Менеджмент ризику - одна з найважливіших галузей сучасного управління, пов'язана зі специфічною діяльністю менеджерів в умовах невизначеності, складного вибору варіантів управлінських дій. Зараз світової та локальні ринки стають дедалі більш нестабільними, з непередбачуваними змінами. Бурхливо розвивається ризиковий бізнес. У цих умовах менеджер, який уникає ризикованих рішень, стає небезпечним для організації, прирікає її на застій, втрату конкурентоспроможності. З розширенням зони ризикованих ситуацій ризик-менеджмент виступає об'єктивно необхідним і дуже важливим елементом управління, найважливішою передумовою ділового успіху.

Ризик-менеджмент - поняття дуже широке, що охоплює найрізноманітніші проблеми, пов'язані практично з усіма напрямками та аспектами управління. Головні завдання менеджера в даній області загальновідомі: виявити область підвищеного ризику, оцінити ступінь ризику, розробити і вжити заходів, що попереджають ризик, у випадку, коли шкода вже має місце, вжити заходів до оптимального його відшкодуванню, аналіз та попередження ризиків.

Практика показує, що підвищений ризик має місце при самих різних обставин, зокрема, при неправильному управлінському рішенні, незадовільно виконаному підлеглим завдання, невдалому виборі виконавця, помилку в маркетинговому прогнозі, відмову керівництва прийняти радикальну пропозицію менеджера.

При ринковій економіці виробники, продавці, покупці діють в умовах конкуренції самостійно, то є на свій страх і ризик. Їх фінансове майбутнє є тому непередбачуваним і мало прогнозованим. Ризик-менеджмент представляє систему оцінки ризику, управління ризиком і фінансовими відносинами, що виникають в процесі бізнесу. Ризиком можна керувати, використовуючи різноманітні заходи, що дозволяють деякою мірою прогнозувати наступ ризикового події і вчасно вживати заходів до зниження ступеня ризику.

У практиці ризик підприємця кількісно характеризується суб'єктивною оцінкою очікуваної величини максимального та мінімального доходу (збитку) від вкладення капіталу. Чим більше діапазон між максимальним і мінімальним доходом (збитком) при рівній імовірності їхнього одержання, тим вище ступінь ризику. Ризик являє собою дію в надії на щасливий результат за принципом «повезе-не повезе». Брати на себе ризик підприємця змушує невизначеність господарської ситуації,

невідомість умов політичної і економічної обстановки та перспектив зміни цих умов. Чим більше невизначеність господарської ситуації при ухваленні рішення, тим вище і ступінь ризику.

На ступінь і величину ризику реально впливати через фінансовий механізм, що здійснюється за допомогою прийомів стратегії і фінансового менеджменту. Цей своєрідний механізм управління ризиком і є ризик-менеджмент. В основі ризик-менеджменту лежить організація роботи з визначення та зниження ступеня ризику.

Управління ризиками - це система стратегій, методів і прийомів для зменшення можливих негативних наслідків на результати діяльності організації при прийнятті помилкових з різних причин рішень. Ринкові відносини вносять істотний елемент тривоги у діяльність керівників і власників. Управління ризиком включає шість стратегій:

- ухилення від діяльності, яка містить певний ризик;
- прийняття відповідальності за ризик з гарантією повної компенсації за рахунок власних коштів організації (створення страхового фонду);
- розподіл ризику серед безпосередніх учасників бізнесу;
- створення у якості підрозділів основної організації мережі самостійних венчурних фірм з обмеженою відповідальністю;
- продаж і передача відповідальності за ризик іншій особі, наприклад, страховикові;
- скорочення можливих негативних наслідків від ризику за допомогою попереджувальних заходів, наприклад, створення системи пожежогасіння, недоторканного запасу сировини, формування портфеля різнотипних акцій і т.д. У кожній організації повинні

використовуватися в різній мірою всі шість стратегій. З них найбільше поширення набуває страхування ризиків організації.

Зменшення негативної складової ризику та закріплення позитивної можуть бути досягнуто застосуванням різних методів: економічних, організаційно-розпорядчих, соціально-психологічних та ідеологічних. Економічні методи засновані на використанні сукупності економічних стимулів, що передбачають матеріальну зацікавленість і матеріальну відповідальність працівників за наслідки розробки, прийняття і виконання рішення.

Організаційно-розпорядчі методи засновані на розробці і дотриманні:

- регламентів в структурі і діяльності організації;
- регламентів в роботі з партнерами і зовнішніми умовами;

• дисциплінарних заходів стимулювання і відповідальності. Соціально-психологічні методи передбачають:

- розвиток сприятливого середовища комунікацій;
- спонукання до благородних думок і вчинків;
- підвищення ефективності у діяльності колективу і особистості. Ідеологічні методи засновані на:
- формуванні та підтримки сучасних загальнолюдських моральних норм і цінностей;
- підтримки традицій та лояльності працівників до своєї організації.

Вітчизняні фірми проблему створення ефективних систем управління ризиками ще мають вирішити. Важливо використати міжнародний досвід і пам'ятати, що становлення практики управління ризиками ще не завершено.

Створити універсальну методику побудови таких систем не можна в принципі, оскільки кожний проект по-

своєму унікальний, орієнтований на власну ринкову нішу, можливості працівників, усталені зв'язки. Механічне копіювання вдалої моделі управління ризиком, створеної конкретною фірмою, призведе радше до негативних наслідків в іншій.

Застосована в дослідженні типологія стратегій інноваційно-інвестиційного розвитку підприємств та об'єднань агропромислового виробництва сформована на основі зміни критеріїв виділення типів стратегії. При цьому основним принципом вибору критеріїв ідентифікації стратегій стало доповнення ознак об'єктної орієнтації розміщення інвестицій, функціональними критеріями, які характеризують напрям отримання конкурентних переваг, що отримуються підприємством за рахунок впровадження інновацій. Було ідентифіковано характер взаємозв'язку між процесами формування та реалізації конкурентних переваг підприємств агропромислового виробництва з процесами провадження їх інноваційно-інвестиційної діяльності через призму підвищення економічної ефективності діяльності. В результаті були визначені такі типи функціональних стратегій інноваційно-інвестиційного розвитку, а саме: стратегії зниження витрат за рахунок техніко-технологічних інновацій, стратегії зниження витрат за рахунок зростання масштабів виробництва, стратегії зниження витрат за рахунок збільшення розмірів підприємств, стратегії підвищення цін за рахунок зміни позиції в каналі розподілу, стратегії збільшення доходів за рахунок диверсифікації виробництва, стратегії збільшення доходів за рахунок диференціації виробництва. Перелік виділених стратегій демонструє характер та функціональне призначення конкурентних переваг підприємства, що формуються в процесі впровадження інновацій.

На основі вивчення практичного досвіду доведено

високу результативність інтеграційних процесів вертикального характеру. Вертикальні інтегровані структури автоматично функціонуватимуть на більш високих рівнях маркетингової інфраструктури ринків продовольства та аграрної сировини через можливість формування суттєвих обсягів стандартної продукції, що надасть їм змогу суттєво підвищувати рівень економічної ефективності діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва та бути більш привабливими, як носії об'єктів інвестування, для всіх категорій інвесторів.

Вибір тієї чи іншої стратегії відбувається на основі оцінки рівня розвитку економічного потенціалу підприємства, зокрема, його інвестиційної компоненти з огляду на доступність застосування конкретних наборів інноваційних рішень та стійкості перспективних конкурентних переваг, а також оцінки очікуваного підвищення рівня економічної ефективності діяльності. При цьому саме підвищення рівня економічної ефективності діяльності, як об'єктивна основа окупності інвестицій, є головним критерієм вибору стратегії управління інноваційно-інвестиційним розвитком суб'єкта економічних відносин та подальшого корегування застосованих стратегій.

Сьогодні беззаперечним є той факт, що найбільше глобалізацію відчувають фінансові ринки, які стали чи не найважливішим елементом світової економіки. Інтегрований та інтегральний світовий фінансовий сектор є глобальною системою акумулювання фінансових ресурсів із розподілом та перерозподілом між світовими господарюючими суб'єктами на принципах конкуренції, яка також набула глобального характеру.

Світовий фінансовий ринок у ході посилення глобалізації економіки набуває справді всесвітнього

характеру. Змінився традиційний склад чинників виробництва. Тепер до них долучилася інформація як могутня і, у багатьох випадках, основна умова вирішення економічних, соціальних і політичних проблем. Світ починає перетворюватися в єдиний ринок. Насамперед, це виражається у значному розширенні міжнародних фінансових ринків і відчутному зростанні обсягів угод на валютному ринку і ринках капіталу. Прогрес в інформаційних і телекомунікаційних технологіях, лібералізація ринків капіталу і розробка нових фінансових інструментів будуть і в подальшому стимулювати збільшення міжнародних потоків капіталу, що призводить до підвищення ефективності світових фінансових ринків. Фінансові ринки зараз переживають те, що, за словами Й. Шумпетера, називається «розрухою творення». Змінюються структура ринку, сформована у 70–80-ті рр. ХХ ст., характер відносин, з'являються нові чинники, які формують попит та пропозицію [243].

Інтернаціоналізація світової економіки проявляється в двох основних напрямках - регіоналізації і глобалізації. Матеріальною основою цих процесів можна вважати міжнародний рух іноземних капіталів, зокрема, іноземних інвестицій. Наростання процесів інтернаціоналізації виробництва і капіталу, зростання їхнього впливу на всі сфери господарського функціонування сучасного світового господарства найбільш чітко проявляються в активізації закордонної інвестиційної діяльності найбільших та найпотужніших компаній.

Міжнародна економічна інтеграція стимулює приплив і швидке нагромадження прямих іноземних інвестицій у країни за двома каналами. За першим – відбувається інтенсивне переміщення потоків інвестицій країн-членів інтеграційних об'єднань завдяки розмитості і широкій відкритості економічних кордонів, утворюючи

іноді зустрічні, іноді рівнобіжні (паралельні) потоки; за іншим – рухаються інвестиції з «третіх країн», минаючи митні бар'єри.

Приплив іноземних інвестицій став одним з головних чинників прискорення розвитку світової економіки. На такий сценарій розвитку вплинули певні умови, серед яких можна виділити, по-перше, поглиблення міжнародного поділу праці під впливом нового етапу науково-технічного розвитку/революції, що матеріалізується в транснаціоналізації процесу виробництва; по-друге, зростання ролі транснаціональних корпорацій і мультинаціональних фірм; по-третє, поглиблення інтернаціональних процесів світової економіки і формування на цій основі економічних просторів, спільних ринків; по-четверте, розвиток світової валютної системи і її функціонування на принципах мультивалютного ринкового механізму з включенням із 1999 р. моновалютної системи «євро»; по-п'яте, практика самофінансування інвестицій, у тому числі і за рахунок реінвестицій; по-шосте, як не сумно, проблема існування, співіснування «тіньової економіки» (яка займає в деяких національних економіках до 40–70% і питома вага якої у світовій економіці в цілому теж за останні роки не має тенденції до швидкого скорочення). Саме в цій сфері відбувається «відмивання» великих грошей шляхом їхнього міжнародного переміщення, у тому числі, у вигляді прямих інвестицій [243].

Залучення й використання іноземного капіталу в економіці переробних підприємств України представляється істотною закономірністю інвестиційного процесу на сучасному етапі. При цьому залучення іноземних інвестицій повинне здійснюватися на основі принципів соціально-економічної ефективності, екологічної й економічної безпеки, взаємовигідності й

підтримки пріоритетності державної структурної й відтворювальної політики.

Опираючись на ці принципи, варто визначити критерії правильного вибору оптимальних форм інвестиційної діяльності. До цих критеріїв відносяться:

- сфера діяльності й вид продукції (наукомісткі, технічно складні тощо масштаби проекту (дрібний, середній, великий);

- стратегічна мета залучення (від імпорту устаткування до використання виробничо-управлінського досвіду) [22, 36].

Вивчення достоїнств і недоліків існуючих форм залучення іноземних інвестицій до переробних підприємств показує, що найбільш прийнятними можна вважати прямі інвестиції, тому що вони характеризуються наявністю довгострокових інтересів інвестора в господарстві приймаючої країни й обумовлюють більшу вигоду порівняно із зовнішніми позиками [120].

Під стимулюванням іноземних інвестицій у широкому сенсі слова можна розуміти процес створення максимально сприятливих умов, гарантій і стимулів для їхнього широкого залучення в економіку країни. У цей час це завдання стало ключовим і вимагає вироблення нових підходів і механізмів для свого рішення. Стимулювання прямих іноземних інвестицій забезпечується, на нашу думку, здійсненням заходів, спрямованих на вдосконалення фінансово-кредитних, податкових важелів і стимулів, а також такими не фінансовими методами, як маркетинг, загальна оптимізація ринкової інфраструктури, що забезпечує нормальне функціонування іноземного капіталу. Це забезпечення необхідними чинниками виробництва, інформацією, різними комунікаціями, службами управління, транспортом, поліпшення банківського обслуговування тощо.

Отже, іноземні інвестиції для України в умовах інтеграції до світової економіки мають такі позитивні аспекти:

1. Політичний аспект - підвищення політичної довіри до країни, встановлення й розширення політичних зв'язків.

2. Економічний аспект – економічне зростання за рахунок розвитку й інтенсифікації процесів у галузях народного господарства.

3. Соціальний аспект - підвищення рівня добробуту й соціальної захищеності громадян країни за рахунок розвитку суспільства.

4. Правовий аспект - можливість розвитку нормативно-правового поля відповідно до світових стандартів, взаємодія з міжнародними системами.

5. Культурний аспект - взаємне збагачення культури, можливість популяризації своїх традицій, звичаїв, релігії.

6. Науковий аспект - скорочення періоду просування країни в процесі інтеграції національних знань для здійснення спільних досліджень, випробувань, відкриттів.

7. Технічний аспект - поліпшення технічного стану народного господарства, підвищення його продуктивності й потужності.

8. Технологічний аспект можливість одержання нових високих передових технологій, які є екологічно безпечними.

9. Екологічний аспект – зниження негативного впливу на навколишнє середовище й здоров'я населення за рахунок використання новітніх технологій і передового устаткування і техніки.

10. Загальний аспект – наближення до групи розвинених країн, поліпшення іміджу держави,

підвищення конкурентоспроможності держави, можливість міжнародного співробітництва.

До ринку інвестицій доцільно застосовувати окремі цільові маркетингові стратегії, які повинні враховувати динамічні зміни. Нижче наведено деякі можливі базові варіанти маркетингових стратегій табл. 4.5.

Для практичного застосування маркетингових стратегій до конкретних цільових ринків зручно користуватися матрицею, що поєднує ці два поняття та дозволяє наочно моделювати комплекс маркетингу щодо конкретного ринку.

Таблиця 4.5

**Базові маркетингові стратегії підприємств  
агропромислового виробництва на ринку інвестицій**

| Стратегія                       | Зміст можливої діяльності                                                                                        |
|---------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Маркетинг <i>іміджу</i>         | Діяльність, спрямована на створення, підтримання та позитивні зміни іміджу фірми, території, регіону             |
| Маркетинг <i>персоналу</i>      | Формування патріотизму, а також створення приязної мотивації до клієнтів                                         |
| Маркетинг <i>інфраструктури</i> | Довготерміновий та найбільш стабілізуючий елемент маркетингу: інфраструктура є водночас фундаментом та каркасом. |

Приклад планування деяких цільових маркетингових стратегій для умовного ринку наведено в табл. 4.6.

Зважаючи на те, що ринки фінансових послуг і інвестицій залишаються одними з найменш регламентованих із точки зору обмежень їхнього міжкрайового руху, на сьогодні у світі формується досить критичне ставлення до практично безмежного поширення фінансових послуг та інвестиційної діяльності. Повною мірою ця проблематика стосується і України в умовах СОТ.

Таблиця 4.6

**Можливі цільові інвестиційні стратегії**

| Цільові ринки<br>Типи стратегій | Представники бізнесу,<br>інвестори                                 | Представники<br>зовнішніх ринків                                     |
|---------------------------------|--------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| Маркетинг іміджу                | Підвищення іміджу<br>серед менеджерів та<br>фінансистів            | Підвищення іміджу<br>на зовнішніх ринках                             |
| Маркетинг персоналу             | Покращення роботи<br>апарату суб'єктів<br>ринку з діями<br>бізнесу | Модернізація<br>взаємодії з<br>зовнішніми<br>партнерами              |
| Маркетинг<br>інфраструктури     | Розвиток технічних<br>засобів та технологій<br>комунікацій         | Інформаційні<br>мережі, інтеграція до<br>світових фондових<br>ринків |

Насамперед, нами досліджено загальні підходи до регулювання фінансових ринків, ринків міжнародних інвестицій, взаємного доступу до ринків фінансових послуг у рамках ГАТТ-СОТ. Перші раунди переговорів стосувались в основному питань зниження тарифів на імпорт товарів, але поступово переговори торкнулися й інших важливих аспектів, таких як антидемпінгові і нетарифні заходи, торгівля різноманітними послугами, інтелектуальна власність, вирішення взаємних суперечок тощо.

Угода GATS охоплює всі чотири нижчеперелічені способи надання послуг, за допомогою яких національний споживач - фізична або юридична особа (підприємство) може придбати послуги в іноземного їх постачальника. Цими способами надання міжнародних послуг є: 1) транскордонна поставка (поставка послуги з території однієї країни-учасника угоди на територію іншої країни-учасника), 2) споживання за кордоном (можливість для резидентів країни-учасника угоди закупати послуги на території іншої країни-учасника), 3) комерційна

присутність (можливість для іноземних постачальників послуг започатковувати, здійснювати та розширювати комерційну присутність на території країни-учасника угоди, зокрема у вигляді філії, представництва або дочірнього підприємства у повній власності) і 4) присутність фізичних осіб (надання можливостей для в'їзду і тимчасового перебування іноземних фізичних осіб на території країни-учасника угоди для цілей надання ними послуги).

Таким чином, з аналізу особливостей регулювання ринків міжнародних інвестицій згідно з ГАТТ-СОТ, випливають наступні основні наукові узагальнення.

Регулювання міжнародної інвестиційної діяльності на сьогодні є багаторівневим. На національному рівні урядами застосовуються різноманітні форми фінансово-кредитного, податкового, інфраструктурного стимулювання міжнародних інвестицій, використовуються непрямі (протекціоністські) заходи, підтримуються або, навпаки, обмежуються (дестимулюються) конкретні інвестиційні програми. Більшість країн світу орієнтує свою зовнішньоекономічну політику не стільки на стимулювання інвестицій за кордон та зовнішньої торгівлі, скільки на заохочення зворотного притоку інвестицій, товарів та послуг із-за кордону.

Відбувається постійне коригування балансу сприятливих і несприятливих (рестрикційних) факторів розвитку міжнародного інвестування і торгівлі. Так, традиційно визначальними чинниками інвестиційної привабливості країни у сучасних умовах стають: кваліфікована водночас відносно дешева робоча сила; наявність значних (унікальних) природних ресурсів; місткість ринку; розвинута інфраструктура; досконала і ефективно функціонуюча правова система, яка забезпечує рівні можливості для іноземних і вітчизняних інвесторів; послідовна державна макроекономічна політика;

підприємницька (корпоративна) культура тощо. Водночас існує низка факторів, які заважають надходженню інвестицій в країну, а саме: політична і економічна нестабільність; обмеження репатріації капіталу та прибутків до країни інвестора; відсутність правових норм, прозорих і передбачуваних правил, які регулюють міжнародні комерційні відносини; залежна від політичного втручання і корупції судова система; дефіцит привабливих об'єктів інвестування.

Визначальною тенденцією у процесах регулювання міжнародного інвестування є лібералізація, яка здійснюється з використанням великого набору інструментів стимулювання як а національному рівні, так і в рамках двох- та багатосторонніх інвестиційних угод, кількість яких постійно зростає. Через розглянуті нами угоди у рамках ГАТТ-СОР формуються механізми взаємоузгодженого регулювання торгівлі товарами, послугами та інвестицій. Виходячи з міркувань національного прагматизму, селективності, доцільності, кожна країна має орієнтуватись на підвищення ефективності міжнародної інвестиційної взаємодії, адаптивність позитивного зарубіжного досвіду регулювання інвестиційної діяльності з урахуванням сучасних об'єктивно існуючих тенденцій глобалізації інвестицій.

Водночас, ефективність функціонування міжнародних регулюючих механізмів великою мірою залежить від рівня інтеграції заходів з регулювання торгівлі у вузькому розумінні з регулятивними заходами стосовно інвестицій у широкому розумінні. Ця залежність прямо зумовлюється постійно зростаючими структурними змінами у світовому господарстві: дедалі більшим підпорядкуванням міжнародних торгових потоків міжнародним потокам факторів виробництва, насамперед,

капіталу та інтелектуальних ресурсів із метою їхнього концентрування у місцях оптимального співвідношення цих потоків. На тлі такої підпорядкованості на сьогодні спостерігається очевидний дисбаланс між різними рівнями глобального регулювання. Так, регулюючі механізми ТНК є більш розвинутими порівняно з механізмами макроекономічного урівноваження різноманітних потоків капіталу у рамках світового господарства. Цей феномен яскраво підтверджується слабкими можливостями протидіяти стихійним перетокам спекулятивного капіталу, який в умовах глобалізації отримує практично необмежений економічний простір і стає значним дестабілізуючим фактором [165].

Проте, незважаючи на аргіогі міжнародний характер ринку фінансових послуг та сучасні тенденції розвитку світового ринку капіталу у всіх його проявах в Україні на досить серйозному рівні розглядаються пропозиції щодо введення обмежень на присутність іноземного капіталу на ринку банківських послуг. Аналогічні пропозиції стосовно фондового ринку на сьогодні не сприймаються як актуальні (що є цілком логічним і виправданим), хоча іноземна присутність у вітчизняних професійних учасниках фондового ринку з кожним роком стає все більш відчутною. Зазначена тенденція має безумовну позитивну ознаку для українського фондового ринку, оскільки сприяє інтегруванню цього ринку до міжнародного ринку інвестицій, привнесенню досконалих стандартів діяльності і професійної етики, запровадженню міжнародних принципів корпоративного управління у фінансовому секторі економіки.

Переговорна позиція України з питань міжнародної інтеграції фінансових ринків та узгодження процедур інвестиційної діяльності повинна ґрунтуватися на положеннях Генеральної угоди з торгівлі послугами

(GATS) щодо підходів до поширення фінансових послуг, у якій передбачається лібералізація експорту-імпорту фінансових послуг. Водночас, вирівнювання стартових конкурентних переваг фінансових структур є одним із першочергових завдань державної політики щодо захисту вітчизняного виробника фінансових (фондових) послуг. Важливого значення на сучасному етапі також набуває проблема поліпшення взаємодії між державними регуляторами України та інших держав у цій сфері

У глобальній системі регулювання спостерігається слабкість тих регулюючих підсистем, які забезпечують реалізацію функції глобального контролю міжнародного ринку фінансових послуг. Результатом такої неадекватності є значна присутність на цьому ринку транснаціональних фінансових шахрайств і маніпулювань у сфері міжнародних фінансово-кредитних операцій та операцій з цінними паперами. Зазначене створює надзвичайно сприятливе середовище для поширення великих міжнародних спекулятивних операцій, які здатні швидко дестабілізувати економіку будь-якої окремо взятої країни.

До переліку першочергових заходів розвитку сфери інвестування і фондового ринку необхідно віднести наступні;

1) постійну синхронізацію національного законодавства і законодавства інших країн-членів СОТ;

2) упровадження міжнародних стандартів ведення фінансового бізнесу, включаючи стандарти IOSO у сфері регулювання фондових ринків, стандарти менеджменту і якості Міжнародної організації з стандартизації (ISO), стандарти Базельського комітету з банківського нагляду (Базель-II і Базель-III);

3) розвиток міжнародного співробітництва і міжнародного консультування щодо вибору і

запровадження прийнятних механізмів інвестування та торгівлі цінними паперами;

4) удосконалення практики корпоративного управління, зокрема щодо забезпечення захисту прав акціонерів (особливо дрібних), створення умов для формування ефективного власника портфельних інвестицій, удосконалення процедур доступу до інформації про діяльність емітентів цінних паперів та фінансових посередників;

5) поступове формування можливостей для доступу іноземних інвесторів на український фондовий ринок, поглиблення співпраці з відповідними регулюючими інституціями в Європейському Союзі.

Створення належних умов для діяльності інвестиційних фондів, дозволить Україні мати в їх особі ефективний механізм для розвитку ринку цінних паперів, які відіграють значну роль у міжгалузевому перерозподілі капіталу, підвищують стабільність фондового ринку, стимулюють як внутрішній інвестиційний процес, так і зовнішнє інвестування, сприяють розширенню можливостей держави щодо внутрішніх запозичень. Позитивну роль інститутів спільного інвестування в макроекономічному відношенні підтверджує пільговий характер оподаткування інвестиційних фондів, що характерне для національного законодавства переважної більшості країн.

Підвищенню ефективності діяльності венчурних фондів сприятиме розвиток та стандартизація системи обліку та звітності. Дуже важливим є удосконалення системи підготовки кадрів. Необхідно підвищити частку спеціально підготовлених бухгалтерів у сфері управління активами, ввести загальну стандартизацію звітності ІСІ та підвищити її якість, вдосконалити систему розкриття інформації.

Одним зі шляхів подолання труднощів, з якими зіштовхуються пайові інвестиційні фонди, може стати більш активне використання керуючими компаніями біржових технологій і стратегій пасивного управління портфелями інвестиційних фондів. Мова йде про створення нової моделі пайових інвестиційних фондів, активи яких формуються відповідно до складу і структури загальновизнаних фондових індексів, а купівля-продаж інвестиційних паїв інвесторами здійснюється через вторинний біржовий ринок зазначених цінних паперів (далі по тексту такі фонди іменуються біржовими індексними фондами).

Серед причин, що обумовлюють несприятливий інвестиційний клімат в Україні, а відтак стримують економічний розвиток, відзначимо нестабільність українського законодавства, зарегульованість більшості ринків, нерозвиненість ринкової інфраструктури, зокрема фондового ринку, сильний податковий тиск, бюрократизм і корупцію в місцевих і центральних органах влади. Реалістичний же підхід до оцінки потенціалу економічного розвитку України засвідчує наявність конкурентних переваг країни та її регіонів, що є дійсним фактором підвищення її інвестиційної привабливості як для внутрішнього, так і для зовнішнього інвестора.

Дослідження підтверджують, що все більш важливу роль в економіці України відіграють інститути спільного інвестування, зокрема компанії по управлінню активами, корпоративні та пайові інвестиційні фонди. Останніми роками дії, як з боку держави, так і самих учасників фінансового ринку, сприяли розвитку інвестиційного ринку. Діюча система оподаткування прибутків інститутів спільного інвестування сприяє розвитку інвестиційних процесів через такий механізм. Особливе значення спільне

інвестування набуває в період технічного переозброєння підприємств, переходу на енергозберігаючі технології.

Слід зазначити, що більшість фондів мають середню доходність, що перевищує доходність отриману від банківських депозитних вкладів. Аналіз свідчить, що лише за рік сумарна вартість активів венчурних фондів збільшилась в 3.4 рази, невенчурних – 1.9 рази. В тому числі вартість акцій в портфелях венчурних фондів зросла за цей час в 3.4 рази, невенчурних – 2.2 рази, облігацій відповідно 2.9 та 3.6 рази.

Аналіз ймовірності реалізації венчурного проекту за нашими дослідженнями включає сім ключових факторів.

1. Виключний інтерес засновників венчурного проекту: мотивація яка рухає інвесторами.

2. Можливості клієнта – базуються на його бажаннях і потребах.

3. Профіль клієнта – визначає цільові ринки й потенційних клієнтів.

4. Венчурні концепції – оцінюють альтернативні варіанти задоволення потреб.

5. Фінансові ресурси – визначають й оцінюють фінансові ресурси, необхідні для застосування альтернативних венчурних моделей.

6. Підприємницька оцінка – проводиться з метою визначити чи відповідають підприємець і венчурний проект очікуваним винагородам, непереборному інтересу й місії венчурного проекту.

7. Заключна оцінка ймовірності реалізації венчурного проекту й порівняння з існуючими альтернативами.

Моніторинг ризику – це процес функціонування регулярної незалежної системи оцінювання та контролю за ризиком з механізмом зворотного зв'язку. Моніторинг здійснюється завдяки інформаційним звітам структурних

підрозділів та окремих посадових осіб, внутрішньому і зовнішньому аудиту та аналітичній діяльності спеціалізованих служб венчурних фірм. Звітність, застосовувана в рамках моніторингу, забезпечує менеджерам зворотний зв'язок, а також надає докладну зведену інформацію. Така інформація допомагає аналізувати поточну діяльність і з погляду ризиковості, і щодо прийняття загальних управлінських рішень.

На основі поглибленого аналізу змісту документів можна зазначити, що розвиток міжнародних відносин у рамках ГАТТ-СОТ ґрунтується, насамперед, на узгодженості інвестиційної і торговельної політики учасників цієї організації. Заходи щодо регулювання міжнародних інвестицій в рамках Угоди GATS вважаються одними з найбільш важливих у сучасній міжнародній регуляторній системі. Угода GATS містить широкий обсяг положень, що стосуються одночасно і лібералізації інвестиційних режимів, і захисту інвестицій. Всі країни-члени СОТ при дотриманні цієї Угоди визначили свої специфічні зобов'язання, в яких зазначено щодо яких секторів фінансового ринку і, відповідно, щодо яких форм надання фінансових послуг уряду зобов'язані гарантувати відповідні умови доступу. Якщо не обумовлене інше, країни також гарантують одночасно і право доступу на ринки, і право національного інвестиційного режиму у відповідних секторах економіки. Водночас, Угода GATS не зобов'язує країни брати на себе конкретні зобов'язання у будь-якому конкретному секторі. Угода GATS залишає можливість для коригування рівня та структури зобов'язань, які бере на себе країна, з урахуванням її специфічних завдань та обмежень.

Переговорна позиція України з питань міжнародної інтеграції фінансових ринків та узгодження процедур інвестиційної діяльності повинна ґрунтуватися на

положеннях Генеральної угоди з торгівлі послугами (GATS) щодо підходів до поширення фінансових послуг, у якій передбачається лібералізація експорту-імпорту фінансових послуг. Водночас, вирівнювання стартових конкурентних переваг фінансових структур у процесі вступу до СОТ є одним із першочергових завдань державної політики щодо захисту вітчизняного виробника фінансових (фондових) послуг. Важливого значення на сучасному етапі також набуває проблема поліпшення взаємодії між державними регуляторами України та інших держав у цій сфері.

Інноваційно-інвестиційний ринок це складна інтегрована система. Його основними системними властивостями є відокремленість, структурованість та динамізм.

Сьогодні набуває особливого значення державне регулювання інноваційно-інвестиційного процесу в Україні, яке виражається в створенні певних передумов: введення відповідної законодавчої бази, контролю за дотриманням законодавства; стимулювання розвитку венчурного бізнесу та ІСІ; забезпечення прозорості, чесної конкуренції на виробництві, у сфері послуг і банківському секторі, що унеможливить отримання супер прибутків, використовуючи екстенсивні чинники ведення бізнесу; ведення єдиної бухгалтерської звітності замість двох чи трьох: для податкової, акціонерів і для себе; підготовка спеціалістів – професіоналів, які зможуть іти на виправданий ризик.

## ВИСНОВКИ

В дослідженні обґрунтовано концептуальні положення генерування та імплементації стратегії розвитку підприємства, які передбачають розгляд інноваційної та інвестиційної стратегій в якості складових загальної стратегії підприємства. При цьому в межах реалізації інноваційно-інвестиційної моделі розвитку вказані стратегії мають бути підпорядковані загальнокорпоративній стратегії та (або) бізнес-стратегії розвитку підприємства або об'єднання. Крім того, дослідження довели необхідність їх інструментального узгодження з фінансовою, маркетинговою та іншими функціональними стратегіями підприємства. В свою чергу, набір стратегічних рішень при їх імплементації має охоплювати технологічні, ресурсні, організаційні та інші аспекти інноваційно-інвестиційної діяльності підприємства. Системне залучення вказаних засобів та інструментів має на меті створення конкурентних переваг, стабілізацію розвитку підприємства та підвищення економічної ефективності його основної діяльності.

Обґрунтовано концептуальні засади оцінки та вимірювання ризиків, а також розроблено алгоритм управління ризиками у напрямі підвищення ефективності реалізації стратегій інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств агропромислового виробництва. При цьому запропоновано процедури класифікації ризиків інвестиційної діяльності та ідентифікації ризикоутворюючих факторів, оцінки ризиків авансування капіталу, розробки карт ризиків, розробки заходів з мінімізації наслідків від настання ризиків, моніторингу ризиків, внесення змін до стратегії. Окреслені принципи та підходи дозволили розвинути методичні підходи до оцінки ризиків інвестиційної діяльності за сформованими групами

ризиків, сферами їх виникнення та етапами реалізації проєктів. Останнє суттєво полегшує отримання інформації для прийняття рішення щодо доцільності участі у проєкті та заходів із захисту від можливих фінансових втрат, а також створює методичну основу вибору інноваційних проєктів для подальшого інвестування.

Вивчення питань інструментального супроводження стратегічного та ризик-менеджменту інноваційно-орієнтованої інвестиційної діяльності підприємств агропромислового виробництва дозволило обґрунтувати відповідні організаційно-управлінські процедури. В основу вказаних процедур покладено модель інноваційно-інвестиційної діяльності, яка ідентифікує прямі та зворотні зв'язки. Вказане покликано сприяти комплексному обґрунтуванню змін параметрів розвитку інноваційно-інвестиційної діяльності для забезпечення ефективного функціонування підприємств.

Обґрунтовано засади організації управління інноваційно-інвестиційним розвитком підприємств та об'єднань агропромислового виробництва шляхом формалізації процедур генерування інноваційно-орієнтованих інвестиційних стратегій. В послідовність етапів формування вказаних стратегій інтегрована можливість корекції стратегічних напрямів інноваційно-інвестиційного розвитку підприємства з огляду на дотримання критеріїв ефективності, адекватності стратегій ресурсному потенціалу підприємства, створення конкурентних переваг за рахунок впровадження інновацій. Застосування вказаних критеріїв дозволяє раціонально виконувати процедури ревізії стратегій в процесі здійснення інноваційно-інвестиційної діяльності підприємства.

Синтез методологічних підходів до дослідження потенційних можливостей підприємств та об'єднань

агропромислового виробництва дозволив автору сформувати архітектуру системи інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва в частині виокремлення та характеристики її основних елементів, ефективного функціонування яких в єдиній системі сприятиме досягненню поставлених цілей інноваційного розвитку переробних підприємств. Зокрема, виділені такі підсистеми: підсистема забезпечення (нормативно-правове забезпечення; фінансове; інституціональне; інформаційне забезпечення) та підсистема регулювання (державне регулювання та ринкове саморегулювання). Це дало можливість визначити основні шляхи ефективного використання інвестиційних ресурсів в контексті стимулювання покращення інноваційних результатів діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва.

На основі вивчення практичного досвіду доведено високу результативність інтеграційних процесів вертикального характеру. Вертикальні інтегровані структури автоматично функціонуватимуть на більш високих рівнях маркетингової інфраструктури ринків продовольства та аграрної сировини через можливість формування суттєвих обсягів стандартної продукції, що надасть їм змогу суттєво підвищувати рівень економічної ефективності діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва та бути більш привабливими, як носії об'єктів інвестування, для всіх категорій інвесторів. Відповідно, обґрунтовані механізми взаємодії інститутів спільного інвестування та держави в рамках реалізації інноваційних проектів підприємств та об'єднань з метою активізації процесів створення горизонтально- та вертикально-інтегрованих структур агропромислового виробництва.

Здійснена систематизація теоретичних підходів до розуміння природи, змісту та сутності вихідних понять сформувала необхідне підґрунтя для авторського трактування низки ключових, у межах цього дослідження, категорій і понять.

Обґрунтованість теоретико-концептуальних засад дозволила автору довести методологічно важливі положення щодо ідентифікації об'єктивних вимог до передумов побудови ефективного механізму інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва, що передбачає врахування наступних етапів: збір та систематизація вихідних даних; оцінка інноваційних проектів на підставі розрахунку показників комерційної ефективності; визначення узагальнюючого рівня ефективності інноваційного проекту; проведення багатовимірного порівняльного аналізу і відбору найбільш пріоритетних інноваційних проектів на основі його економічних та інших результатів; впровадження найбільш пріоритетного технологічного нововведення в діяльності підприємства.

В дослідженні виконано факторний аналіз розвитку інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва. Його результати дозволили виокремити ті фактори, які найбільше стимулюють процеси залучення інвестицій в інноваційні виробничі, управлінські та комерційні рішення, чи, навпаки, заважають цьому процесу. В результаті встановлено виключне значення інституційних та регуляторних заходів держави щодо створення сприятливого інвестиційного клімату.

Встановлено, що для активізації інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств агропромислового виробництва необхідно вжити комплекс заходів: удосконалити законодавство з регулювання інвестиційних

процесів та розробити стратегію розвитку інвестування підприємств та об'єднань агропромислового виробництва, у якій значну увагу та контроль приділити формуванню та забезпеченню реалізації єдиної державної політики щодо захисту інвесторів, залучення інвестиційних технологій, розвитку та функціонування ринку цінних паперів та їх похідних; переглянути та запровадити схеми податкового стимулювання інноваційної діяльності та запровадити фінансові стимули для інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств; розвивати інноваційну інфраструктуру, важливими елементами якої є технопарки, бізнес-інкубатори, центри трансферу технологій, венчурні фонди та коучинг-центри; створювати необхідні умови для управління ризиками інвестування.

У дисертаційній роботі запропоновано етапи реалізації партнерських відносин між інститутами спільного інвестування та державою в ході реалізації проектів підприємств агропромислового виробництва заснованих на концесійних засадах. На першому етапі проводиться оголошення концесійного конкурсу, в якому претендентом-концесіонером виступає консорціум венчурних інститутів спільного інвестування. З огляду на можливість консолідації та надання значних обсягів інвестиційних ресурсів консорціум обрано як форму об'єднання, яка має суттєві переваги в отриманні об'єкта у концесію. На другому етапі здійснюється визначення інтегрального показника консорціуму та відповідно до його значення проводиться випуск програмно-цільових облігацій. Доведена доцільність використання даного фінансового інструменту у зв'язку з можливістю задоволення конкурентних умов для участі інвесторів. Третій етап полягає в інвестуванні акумульованих та залучених фінансових ресурсів в діяльність підприємства чи об'єднання агропромислового виробництва.

У роботі обґрунтовано та рекомендовано для підвищення ефективності реалізації стратегії розвитку інвестування підприємств агропромислового виробництва здійснювати управління ризиками на основі системи ризик-контролінгу. Контролінг є концепцією управлінської діяльності, за якої формується інформаційно-аналітична база для постійного контролювання етапів реалізації стратегії розвитку, розроблення заходів для усунення можливих збоїв та відхилень у процесах реалізації проектів, оцінка ефективності таких заходів та їх постійне удосконалення. Під ризик-контролінгом інноваційно-інвестиційної діяльності запропоновано розуміти аналітичну систему оцінювання ризиків венчурних проектів, яка передбачає оптимізацію управлінської діяльності для підвищення якості рішень у сфері інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва.

Вибір тієї чи іншої стратегії відбувається на основі оцінки рівня розвитку економічного потенціалу підприємства, зокрема, його інвестиційної компоненти з огляду на доступність застосування конкретних наборів інноваційних рішень та стійкості перспективних конкурентних переваг, а також оцінки очікуваного підвищення рівня економічної ефективності діяльності. При цьому саме підвищення рівня економічної ефективності діяльності, як об'єктивна основа окупності інвестицій, є головним критерієм вибору стратегії управління інноваційно-інвестиційним розвитком суб'єкта економічних відносин та подальшого корегування застосованих стратегій.

Визначення чинників становлення, функціонування та розвитку інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва дозволило ідентифікувати такі тенденції: 1) на ринку

інвестиційних ресурсів для проектів в сфері агропромислового виробництва відчувається їх дефіцит; 2) рівень розвитку, підготовленості та сприйняття інвестицій об'єктами інвестування потребує суттєвих змін; 3) вітчизняні інноваційні розробки для агропромислового виробництва характеризуються низьким рівнем комерціалізації, більш того, часто є більш затребуваними на зарубіжних ринках інновацій, аніж на вітчизняному; 4) здійснення інституційного впливу на інвестиційні процеси не сприяє посиленню захисту економічних інтересів інвесторів.

Для підвищення ефективності інноваційної діяльності підприємств та об'єднань агропромислового виробництва необхідна державна підтримка в організації діяльності венчурних фондів, яка повинна передбачати систему виявлення та комерціалізації інноваційного ресурсу. Тобто необхідно створювати систему фінансування інноваційно-орієнтованого інвестиційного процесу в цілому, яка б виступала складовою частиною господарського механізму і розвивалась відповідно до потреб виробництва. В роботі запропоновано механізм державної підтримки інвестування підприємств та об'єднань агропромислового виробництва, який спрямований на їх інноваційний розвиток.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России / А.Е. Абрамов.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.-416 с.
2. Аграрная экономика : учебник; 2-е изд., перераб. и доп. / под. ред. М.Н.Малыша. – СПб.:Лань, 2002. – 688 с.
3. Алипов С. «Закордонний венчурний капітал у Росії» / Алипов С., Самохин В. – [Електронний ресурс]. – Сайт РАВИ. – Режим доступу: [http://www.rvca.ru/webrvca/what\\_fs.html](http://www.rvca.ru/webrvca/what_fs.html)
4. Амосов Ю. Неустойчивая динамика / Амосов Ю. // Эксперт. – 2003. – №3.
5. Амоша О. Інноваційний шлях розвитку України: проблеми та рішення / Амоша О. // Економіст. – 2005. – №6. – С. 28-34.
6. Андрусенко Г.О. Державне регулювання макроекономічними процесами : опорний конспект лекцій / Андрусенко Г.О., Мостовий Г.І. – Х.: Вид-во ХРІДУ НАДУ “Магістр”, 2003. – 168 с.
7. Андрійчук В. Г. Методологічні та методичні підходи до інтерпретації критерію залучення позичкового капіталу і вибору дисконтної ставки при обґрунтуванні інвестиційних проектів /Андрійчук В. Г. // Формування ринкової економіки: Зб. наук. праць. – Спец. вип.: Удосконалення економічної роботи на сільськогосподарських підприємствах в умовах перехідної економіки. – К.: КНЕУ, 2003. – С. 49-57.
8. Ансоф И. Стратегическое управление/Ансоф И. //http://strategy.bos.ru
9. Аристотель. Политика. Пер.с древнегреч./Аристотель//Соч.: В 4т. – М.:Мысль, 1983.-Т.4.-Кн.4,5,6.
10. Анесянц С.А. Основы функционирования рынка ценных бумаг: Учеб. Пособие.-М.: Финансы и статистика, 2004.-144 с.

11. Асабина С.Н. Зарубежная практика рейтинговой оценки страховых организаций / Асабина С.Н. // Страховое дело. – 2001. – № 10. – С. 12-21.
12. Атаманчук Г.В. Государственное управление (организационно-функциональные вопросы) : учеб. пособие / Атаманчук Г.В. – М.: ОАО НПО “Экономика”, 2000. – 302 с.
13. Атаманчук Г.В. Теория государственного управления : курс лекций / Атаманчук Г.В. – М.: Юрид. лит., 1997. – 400 с.
14. Архиреев С.И. Трансакционные издержки институционализации фондового рынка/Архиреев С.И. .-Х.: ХНУ, 2005.- 247 с.
15. Афанасьев М.В. Економічна діагностика : [навч. метод. посіб.] / М.В. Афанасьєв, Г.В. Білоконенко. – Х.: ВД „ІНЖЕК”, 2007. – 296 с.
16. Бакуменко В. Методологія державного управління: проблеми становлення та подальшого розвитку / Бакуменко В., Князєв В., Сурмін Ю. // Вісн. УАДУ. – 2003. – № 2. – С. 18.
17. Балабанов И.Т. Деньги и финансовые институты / Балабанов И.Т., Гончарук О.В., Савинская Н.А. – СПб: Питер, 2000. – С. 195-219.
18. Басюк Т.П. Оцінка інвестиційної привабливості підприємств торгівлі – об'єктів купівлі-продажу / Басюк Т. П. – К.: КДТЕУ, 1999.
19. Бердникова Т.В. Рынок ценных бумаг/Бердникова Т.В. .-М.: ИНФРА-М, 2002.-278 с.
20. Біла книга. Венчурне інвестування в Росії. – К.: РАВИ, 2001.
21. Бланк И. А. Основы инвестиционного менеджмента : В 2 т. / Бланк И. А. – К.: Ника-Центр, 2001.
22. Близнюк С.В. Маркетинг в Україні: проблеми становлення та розвитку / С.В. Близнюк. – 2-ге вид. випр. і доп. – К.: ІВЦ «Видавництво «Політехніка», 2004. – 400 с.
23. Бондаренко О.А. Оптимизация инвестиционного обеспечения инноваций как средство стабилизации и роста экономики Украины / Бондаренко О.А., Козьменко С.Н. – Сумы: ИПП «Мрия-1» ЛТД: Инициатива, 2000. – 65с.

24. Борщ Л.М. Інвестиції в Україні: стан, проблеми і перспективи / Борщ Л.М. – К.: Товариство «Знання», КОО, 2003. – 318 с.

25. Бланк І.О. Інвестиційний менеджмент: Підруч. [для студ. вищ. навч. закл.] / І.О. Бланк. - К.: КНЕУ, 2005. - 398с.

26. Бунчук М. Роль венчурного капітала в фінансуванні малого інноваційного бізнесу / Бунчук М. – М., 1999.

27. Бюлетень БЗА. – №39. – Травень 2003 р.

28. Бившев Р.А. Етапи становлення та розвитку фондового ринку України / Р. А. Бившев, О. О. Волошина // Вісник Донецького національного університету економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського, №3, 2008, с. 9-14

29. Вайс К. Г. Оцінювання: методи дослідження програм та політики / Вайс К. Г. / Пер. з англ. Р. Ткачука та М. Корчинської; наук. ред. пер. О. Кілієвич. - К.: Основи, 2000. - 671 с.

30. Все о маркетинге: Сборник материалов для руководителей предприятий, экономических и коммерческих служб. – М.2002.

31. Великий тлумачний словник української мови (з дод. і допов.) / Уклад. і гол.ред. В.Т.Буселс. – К., Ірпінь: ВТФ «Перун», 2005. – 1728 с.

32. Ведута Е.Н. Государственные экономические стратегии./Ведута Е.Н. - М.: Изд-во Российской экономической академии, 1998.

33. Великобританія: погляд у 2020 рік (Майбутні завдання Великобританії) / Ред. М. Пайрі. – К.: Міжнародний центр перспективних досліджень, 1997;

34. Верба В.А. Проектний аналіз: Підручник./Верба В.А., Загородніх О.А. - К.: КНЕУ, 2000. - 322 с.

35. Волошина Е.В. Принципы ранжирования институтов совместного инвестирования в условиях трансформационной экономики Украины / Е.А. Волошина, Л.Д. Нарыжная Экономика проблемы теории и практики. ДНУ, Днепропетровск, 2007 №, 224 том 4, с.839-848

36. Волошина Е.В. Налогообложение институтов совместного инвестирования в Украине / Е.А. Волошина, А.А. Хижняк Экономика проблемы теории и практики. ДНУ, Днепропетровск, 2007 №227, том 1, с. 245-251

37. Воропаев В.И. Методы и средства управления проектами XXI века/Воропаев В.И. - М.: СОНЕТ, 1997.

38. Воротін В.Є. Макроекономічне регулювання в умовах глобальних трансформацій:/Воротін В.Є. Монографія. - К.: Вид-во УАДУ, 2002. - 392 с.

39. Величко В. Новаторський характер СЕЗ міста Шеньчжень (КНР) / Величко В. // Економіст. – 1999. – №11.

40. Венчурна індустрія в Росії. Юридичні аспекти й статистика // Робочі матеріали РАВИ. – 2000.

41. Венчурная индустрия в России: история, реалии, перспективы. // Обзор НГС, 2003.

42. Венчурне фінансування інноваційних проєктів / під ред. Балабан А., Балабан М. – М.:АНХ, 1999.

43. Венчурний капітал і пряме інвестування в Росії // Збірник статей і виступів. – Санкт-Петербург: Російська Асоціація Венчурного Інвестування, 2000.

44. Венчурное инвестирование в России (юридические аспекты). // Материалы к обсуждению. – СПб.: РАВИ, 2001. – С. 15-16.

45. Венчурное финансирование: теория и практика / Сост. докт. техн. наук Н. М. Фонштейн. – М.: АНХ., 1999. – С. 172-188.

46. Венчурный бизнес в Европе. Аналитический обзор. – Режим доступа: [www.rvca.ru/rvf/rtf/2.rtf](http://www.rvca.ru/rvf/rtf/2.rtf)

47. Венчурный капитал и прямое инвестирование в России // Сборник статей и выступлений. – СПб.: РАВИ, 2000. – Режим доступа: <http://www.venture-nvf.ru>

48. ВІФ. Меморандум про створення Венчурного інноваційного фонду, 1999.

49. Власов А. «Венчурний капітал у Росії» / Власов А. – [Електронний ресурс]. – Режим доступа: [www.rvca.ru](http://www.rvca.ru).

50. Власов А. Інвестиції в російський hi-tech / Власов А. // Ринок цінних паперів. – 2001. – №4 (187).

51. Власова Н. О. Інвестиційна привабливість підприємств торгівлі : навч. посіб. / Власова Н. О., Краснокутська Н. С. – Харків, 2003.

52. Внукова Н. М. Методичні особливості рейтингування страхових компаній / Внукова Н. М. // Вісник Київ. нац. ун-ту ім. Шевченка. – 2000. – Вип.46. – С. 53-54.

53. Внукова Н. М. Оцінка активів страхових компаній / Внукова Н. М., Сокіл С. В. // Фінанси України. – 2002. – № 4. – С. 126-132.

54. Воротін В.Є. Макроекономічне регулювання в умовах глобальних трансформацій : монографія / Воротін В.Є. – К.: Вид-во УАДУ, 2002. – 392с.

55. Гайдуцький А. Класифікація чинників інвестиційної привабливості економіки / А. Гайдуцький // Ринок цінних паперів України. - 2004. - №9/10. - С. 9-14.

56. Галицкий А. Російський венчурний бізнес: стан, проблеми, перспективи. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.rvsa.ru](http://www.rvsa.ru).

57. Гаршина О.К. Особенности поведения институциональных инвесторов на фондовом рынке транзитивной экономики / О.К. Гаршина, Е. А Волошина Экономика проблемы теории и практики. ДНУ, Днепрпетровск, 2006 №219, том 1, с. 76-85

58. Гесць В. М. Нестабільність та економічне зростання. /Гесць В. М. – К.: Ін-т екон. прогнозів НАН України, 2000. – 342 с.

59. Генріх Пеникас Вища Школа Економіки / Генріх Пеникас, Андрій Маленко. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.chinapro.ru/archive/1/6/>

60. Гинзбург А.И. Рынки валют и ценных бумаг/Гинзбург А.И., Михейко М.В. .- Спб.: 2004.- 251 с.

61. Гніденко В.М. Інноваційні фактори розвитку наукоємного виробництва у Києві / Гніденко В.М., Зінченко О.П. // Управління сучасним містом. – 2001. – №3.

62. Государственное регулирование рыночной экономики : учеб. пособие. – М.: Дело, 2001. – 280 с.

63. Годовые отчеты Первой Фондовой Торговой Системы Украины – Режим доступа: <http://www.pfts.com/>

64. Гибсон М. «Формирование инвестиционного портфеля: управление финансовыми рисками/Гибсон М. .-М.: «Альпина Бизнес Букс».- 2005.- С.

65. Гончаров С.М. Тлумачний словник економіста /Гончаров С.М., Кушнір Н.Б. / за ред. проф. С.М.Гончарова. – Рівне: НУВГП, 2008. – 264 с.

66. Гриньова В.М. Державне регулювання економіки : навч. посіб. / Гриньова В.М., Новикова М.М. – Х.: Вид. Дім “ІНЖЕК”, 2006. – 756 с.

67. Грозний І.С. Організаційно-економічний механізм використання венчурного капіталу в інноваційній діяльності підприємств : автореф. дис. канд. екон. наук : спец. 08.02.02 / І.С. Грозний. – Х.: Нац. техн. ун-т «Харк. політехн. ін-т», 2008. – 19 с.

68. Гулькин П. «Венчурні й прямі частки інвестиції в Росії: теорія і десятиліття практики» / Гулькин П. – 2003.

69. Гулькин П. Практичний посібник з первісного публічній пропозиції акцій (ІРО) / Гулькин П. – Спб.: АЦ «Альпарі Спб», 2002.

70. Гулькин П., Оцінка вартості й ціноутворення в венчурному інвестуванні й при виході на ринок ІРО / Гулькин П., Теребынькин Т. – Спб.: АЦ «Альпарі Спб», 2002.

71. Гулькин П.Г. Венчурные и прямые частные инвестиции в России: теория и десятилетие практики / Гулькин П.Г. – СПб: Издательство «Альпари», 2003. – 240 с.

72. Дагаев А.А. Механизмы венчурного (рискового) финансирования: мировой опыт и перспективы развития в России / Дагаев А.А. // Менеджмент в России и за рубежом. – 1998. – № 1.

73. Дейнеко Л. В. Розвиток харчової промисловості в контексті забезпечення продовольчої безпеки/Дейнеко Л. В., Цимбалюк А. В., Романчик І. М. // Економіка промисловості України. – К.: РВПС України НАН України, 2000. – С. 123-130.

74. Денисенко М. Фондовий ринок України: ретроспектива та погляд в майбутнє / Денисенко М. // Акціонер. – 2002. – № 3. – С. 42-48.

75. Державне регулювання економіки : підручник / [Михасюк І., Мельник А., Крупка М., Залога З.]; за ред. І.Р.Михасюка. – К.: Атіка; Ельга-Н, 2000. – 592 с.

76. Державне управління : словник-довідник / за заг. ред. В.М.Князева, В.Д.Бакуменка. – К.: Вид-во АДУ, 2002. – 228 с.

77. Дерлоу Д. Ключові управлінські рішення. Технологія прийняття рішень: пер. з англ. – К/Дерлоу Д. .:Всесвіт,Наукова думка, 2001.-242с. С-32

78. Дідківська Л.І. Державне регулювання економіки : навч. посіб. / Дідківська Л.І., Головка Л.С. – К.: Знання-Прес, 2000. – 209 с.

79. Долішня М.М. Удосконалення механізмів управління розвитком венчурного бізнесу в Україні : автореф. дис. канд. екон. наук : спец. 08.06.01 / М.М. Долішня. – Ужгород, 2009. – 20 с.

80. Доповідь начальника Головного управління промисловості, транспорту та зв'язку Київської міськдержадміністрації Кір'яна В.А. на міжнародному форумі «Інновації. Інвестиції. Інтеграція» [Електронний ресурс] // Регіональна інноваційно-інвестиційна політика в промисловості міста. – Режим доступу: <http://www.innovation.com.ua/>

81. Дженстер П. Анализ сильных и слабых сторон компании/Дженстер П. Хассид. .: Пер. с. Англ. М- .: Издательский дом Вильямс, 2004.- 368с.

82. Дмитрук М. Стратегічний маркетинг: данина моді високих понять чи інструмент конкурентної боротьби?./Дмитрук М. // Маркетинг и реклама - 2003. - №5-6. с. 32-37.

83. Івашина О. Ф.Інституціональна структура економічної категорії нагромадження капіталу/Івашина О. Ф., Івашина С. Ю. // Економіка: проблеми теорії та практики: Збірник наукових праць. - Вип.. 227: В 3 т. - Дніпропетровськ: ДНУ. - 2007. - Т.1. - С. 291 - 296.

84. Зотько Н.Ю. Формування інвестиційних ресурсів у галузях економіки Житомирщини / Н.Ю. Зотько // Економіка АПК. - 2005. - №4. - С. 81-86.

85. Зубець М. Аарна наука на шляху інноваційних перетворень/Зубець М., Володін С // Голос України. – 2004. – 8 червня.

86. Зянько В. Глобалізація та інноваційний процес: їхній взаємовплив / В. Зянько // Економіка України. – 2006. - №2. – С. 84-89.

87. Економіка України: Підсумки перетворень та перспективи зростання / За ред. В. М. Гейця. – К.: Форт, 2000. – 432 с.

88. Економічна стратегія: дискусії за «круглим столом». Становлення інвестиційної моделі економічного зростання // Урядовий кур'єр. – 2004. – 10 лютого.

89. Економічний тлумачний словник: власність, приватизація, ринок цінних паперів (українсько-англійсько-російський) / Л.М. Алексеєнко, В.М. Олексієнко.- Тернопіль: Астон, 2003.- 672с. С-476.

90. Єріна А.М. Статистичні аспекти визначення рейтингів / Єріна А. М., Ващаєв С. С. // Статистика України. – 2000. – № 4. – С. 74-80.

91. Жорнокуй Ю.М. Поняття, ознаки і види суб'єктів венчурного підприємництва / Жорнокуй Ю.М. // Актуальні проблеми правового захисту інтелектуальної власності в Україні : матеріали науково-практичної конференції. – Харків: НУВС, 2003.– С. 21-25.

92. Жорнокуй Ю.М. Право на технічну творчість як елемент венчуру / Жорнокуй Ю.М. // Державна служба і громадянин: реалізація конституційних прав, свобод та обов'язків. – Х.: УАДУ (ХФ). – 2000. – С. 134-138.

93. Жорнокуй Ю.М. Промислова власність як основа венчурного бізнесу / Жорнокуй Ю.М. // Вісник університету внутрішніх справ. – 2000. – Спецвипуск. – С. 211-213.

94. Закон України «Про банки та банківську діяльність» : від 20 березня 1991 року.

95. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» : від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – С. 292.

96. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» : від 23 лютого 2008 року № 3480-IV.

97. Закон України «Про інноваційну діяльність».

98. Закон України „Про інвестиційну діяльність” : від 18 вересня 1991 р. № 1560-ХІІ.

99. Закон України „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” : № 2299-ІІІ від 15.03.2001.

100. Зянько В. Глобалізація та інноваційний процес: їхній взаємовплив / В. Зянько // Економіка України. – 2006. - №2. – С. 84-89.

101. Инвестиционный магазин. – 1999. – №12(40). – С.14-18.

102. Інститути спільного інвестування: початок другого життя // Контракти. –2003. – №23.

103. Інформація про засідання «круглого столу» на тему «Проблемні питання діяльності венчурних ІСІ в Україні» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/files/f1133883504.doc>

104. Іртищева І.О. Регіональні особливості інноваційних просесів в агропродовольчій сфері українського Причорномор'я/Іртищева І.О. .-К.: РВПС України НАН України,2009.- 60с.

105. Калінеску Т.В. Стратегічний потенціал підприємств : формування та розвиток : [монографія] / Т.В Калінеску., Ю.А. Романовська, О.Д. Кирилов. – Луганськ .: Вид-во СНУ ім. В. Даля, 2007. – 272 с.

106. Кербеж Н. Н. Оптимізація структур інформаційно-управляючих систем./Кербеж Н. Н., Соченко П. С., Аль-Аммори А. М. – К.: Наук. світ, 2001. – 365 с.

107. Киреев А. П. Международная экономика./Киреев А. П. – М.: Междунар. отношения, 1997. – 384 с.

108. Костирко Л.А. Діагностика потенціалу фінансово-економічної стійкості підприємства : [монографія] / Л.А. Костирко – 2-ге вид., перероб. і доп. – Х. : Фактор, 2008. – 336 с.

109. Конкурентоспроможність: країна, регіон, підприємство/Рада конкурентоспроможності України; за ред. Полунєєва Ю.В.- К.: ЛАТ&К, 2006.-176 с.

110. Кривов'язюк І. В. Економічна діагностика підприємства : теорія, методологія та практика застосування: [монографія] /І.В. Кривов'язюк. - Луцьк - «Надстир'я» - 2007.- 260 с.

111. Княжанський В. Продається “українська ідея”. Без венчурного капіталу інновацій не буде / Княжанський В. // День. – 2003. – № 9.

112. Ковалишин П. Венчурне інвестування. Повернення до реалізму в США і в Європі / Ковалишин П. // Економіст. – 2009. – №1.

113. Ковалишин П. Венчурний бізнес у Китаї. Історія, специфіка та загальні тенденції / Ковалишин П. // Економіст. – 2008. – №9.

114. Ковалишин П. Загальні особливості та тенденції розвитку венчурного інвестування у США / Ковалишин П. // Економіст. – 2006. – №10.

115. Ковалишин П. Інноваційний менеджмент. Актуальні питання / Ковалишин П. // Економіст. – 2006. – №6.

116. Ковалишин П. Розвиток венчурної індустрії в Росії / Ковалишин П. // Економіст. – 2009. – №9.

117. Ковалишин П.В. Венчурний бізнес в США. Від кризи до кризи / Ковалишин П.В. // Економіст. — 20010. — №7. — 3 с.

118. Комяков О.М. Державне регулювання перехідної економіки : Автореф. дис. канд. екон. наук. / Комяков О.М. – К., 2000. – 19 с.

119. Козоріз М. А. Інноваційний тип розвитку регіонів як об'єктивна засада економічного зростання/Козоріз М. А // Соціально-економічні дослідження в перехідний період: Щорічник наук. праць. – Вип. 16: Регіональна науково-технічна політика: інноваційний розвиток та інформаційний простір / НАН України. Ін-т регіональних досліджень. – Львів, 2000. –

С. 29-35.

120. Концептуальні засади стратегії економічного та соціального розвитку України на 2002-2011 роки «Європейський вибір» // Послання Президента України до Верховної Ради України.

121. Концепція інноваційного розвитку економіки України. Проект.

122. Концепція науково-технологічного розвитку України / Схвалено Постановою Верховної Ради України від 13.07.1999 №916-XIV. [Електронний ресурс] Матеріали серверу ДКЦПФР. – Режим доступу: <http://www.ssmssc.gov.ua>

123. Корецький М.Х. Державне регулювання аграрної сфери у ринковій економіці: Монографія / Корецький М.Х. – К.: Вид-во УАДУ, 2002. – 260 с.

124. Кондрашихін А. Інвестиційні ризики українського ринку цінних паперів./Кондрашихін А. // Банківська справа.- 2003, №2, с. 62-70.

125. Краткий экономический словарь / под ред. А.Н.Азрилияна. – М.: Ин-т нов. экономики, 2001. – 1088 с.

126. Кравченко Ю. Я. Рынок ценных бумаг/Кравченко Ю. Я. : Курс лекций. – К.: ВИРА-Р, 2002. – 2002. – 368с.

127. Кравченко Ю. Я. Рынок ценных бумаг в вопросах и ответах/Кравченко Ю. Я. /Учебное пособие. – К.: Ника-Центр, Эльга, 2003. – 528с.

128. Килячков А. А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело./Килячков А. А., Чалдаева Л. А. – М.: Юристъ, 2001. – 704с

129. Крисанов Д. Інвестиційний фактор розвитку харчової промисловості України/Крисанов Д. // Економіка України. — 2007. — №4. — С.71-73.

130. Крупина Т. Венчур в квадрате / Крупина Т. // «Бизнес». – 22.02.05.

131. Крупка І. М. Формування макроекономічного інвестиційного середовища в Україні./Крупка І. М. // Фінанси України, 2004, №4, с. 12-16.

132. Куриленко Т.П. Проектне фінансування: Підруч. [для студ. вищ. навч. закл.] / Т.П. Куриленко. - К.: Кондор, 2006. - 208 с.

133. Лайко П.А. Екологія і продовольча безпека в Україні й світі /Лайко П.А., Бабієнко М.Ф, Іщенко Т.Д., Бузовський Є.А., Бойчук О.І., Кулаєць М.М. // Економіка АПК. – 2006. – №1. – С. 54-60.

134. Лебідь Г.М. Інновації в сфері агропромислового виробництва/Лебідь Г. М. // Економіка АПК. – 2000. – № 3. – С. 50.

135. Личко К.П. Прогнозирование и планирование аграрно-промышленного комплекса:/Личко К. П. Учебник. – М.: Гардарики, 1999. – 231 с.

136. Лук'яненко Д.Г. Економічна інтеграція і глобальні проблеми сучасності: Навч. посіб. / Д.Г. Лук'яненко. – К.: КНЕУ, 2005. – 204 с.

137. Мармуль Л.О. Державне регулювання інвестиційної діяльності переробних підприємств агропромислового комплексу / Л.О. Мармуль, І.В.Коваленко // Економіка АПК. - 2008. - №12. - С. 62-69.

138. Марчук Є.К. “Україна: нова парадигма поступу”/Марчук Є.К. К., 2003.- 314с.

139. Маковецкий М.Ю. Инвестиционный процесс и рынок ценных бумаг: механизм функционирования, современное состояние, перспективы развития./Маковецкий М.Ю. -М.: «Анкил», 2003-с.312

140. Матеріали до обговорення Білої книги «Венчурне інвестування в Росії». – РАВИ, 2001.

141. Матеріали парламентських слухань: «Економічна політика України. Актуальні питання» // Економіст. – 2006. – №6.

142. Матросов С.В. Европейский фондовый рынок/С.В. Матросов.- М.: Экзамен, 2002.-255 с.

143. Мелкумов Я.С. Экономическая оценка эффективности инвестиций и финансирование инвестиционных проектов / Мелкумов Я.С. – М.: ИКЦ «ДИС», 1997. – 160 с.

144. Міністерство Російської Федерації по антимонопольній політиці й підтримці підприємництва // Доповідь на III Всеросійської конференції представників малих підприємств. – Режим доступу: <http://www.smeda.perm.ru/>

145. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок./Миркин Я. М. – М.: Перспектива., 1995.-С.38

146. Миркин Яков. «Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития»/Миркин Я. М. . 2003.- С.245

147. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков/Миркин Я. М. . – М.: Диалектика, 2006.- 880 с.

148. Мильчакова Н. Эффективность фондового рынка: институциональный подход. – Вопросы экономики, 2006, №3./Мильчакова Н. – с.97-110.

149. Могильний О.М. Державне регулювання аграрного виробництва в період трансформації економіки / Могильний О.М. – К.: ІАЕ УААН, 2002. – 430 с.

150. Мостовий Г.І. Агробізнес: державне регулювання : монографія / Мостовий Г.І. – Х.: Основа, 2002. – 300 с.

151. Мочерний С.В. Основи економічної теорії / Мочерний С.В. – К.: 1997. – 196с.

152. Мендрул О.Г. , І.А. Павленко. Фондовий ринок: операції з цінними паперами: Навч. Посібник. Вид. 2-ге допов. та перероб./Мендрул О.Г.- К.: КНЕУ, 2000.-156 с.

153. Мних Є. В. Економічний аналіз. /Мних Є. В., Ференц І. Д. – Львів: Армія України, 2000. – С. 60-63.

154. Мовсесян А. Современные тенденции становления информационного общества в мировой экономике и России/Мовсесян А. // Экономика и общество. – 2001. – № 6. – С. 30-33.

155. Мюллер В.К. Англо-русский словарь : 53000 слов / Мюллер В.К. – М.:”Русский язык”, 1978. – 884 с.

156. Немцов В.Д. Стратегічний менеджмент: Навчальний посібник./Немцов В.Д., Довгань Л.Є. - К.: ТОВ «УВПК «ЕксОб», 2001. - 560 с.

157. Невелев О.М. Програмний соціально-економічний розвиток Києва / Невелев О.М. – К., НДІСЕП, 2000. – 143с.

158. Новини УАІБ від 16.10.2008 // Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/files/fl161011023.doc>

159. “Необходимые антикризисные шаги украинского общества в условиях мирового кризиса: точка зрения представителей реальной экономики”, В.Чмиль, В. Проценко, С. Манаков, — ж. “Инвест-Ukraine”, №1, 2009 г.

160. Назарчук. І. Фондовые биржи на рынке ценных бумаг Украины: проблемы и перспективы развития/Назарчук. І./ НАН Украины. Институт экономики промышленности.- Донецк: ООО «Юго-Восток», Лтд, 2002-140 с.

161. Нижник Н.Р. Національна безпека України (методологічні аспекти, стан і тенденції розвитку): Навчальний посібник / Н.Р. Нижник, Г.П. Ситник, В.Т. Білоус / За заг. ред. П.В. Мельника, Н.Р. Нижник. – Ірпінь, 2000. – 304 с.

162. Обсяги інвестування ПФР (підсумки й плани). – Режим доступу: <http://www.pensionline.ru/>

163. Опанасюк В.В. Становлення та особливості розвитку венчурного капіталу: автореф. дис. канд. екон. наук : спец. 08.01.01 / В.В. Опанасюк. – Київ: нац. ун-т ім. Т.Шевченка, 2009. – 19 с.

164. Паладій М.В. Комерційна реалізація об'єктів інтелектуальної власності - вимога часу / Паладій М.В. // Актуальні проблеми комерціалізації промислової власності : матеріали Всеукраїнської наради. – Київ, Український інститут промислової власності, листопад 2001р., рукопис.

165. Перший успішний вихід фонду ЕБРР / інтерв'ю з керуючим директором Рейнхардом Коллайком і старшим керуючими проектами компанії Quadriga Capital Russia Gmb, &CoКГ Геннадієм Груздковым // Ринок цінних паперів. – 2001. – № 7.

166. Пиратовский Г. Л. Опыт рейтингования страховых компаний и перспективы его применения в Украине / Пиратовский Г. Л. // Экономика и управление. – 2003. – № 5-6. – С. 50-54.

167. Пікуліна Н.Ю. Венчурний капітал у системі економічних відносин ринкової економіки : автореф. дис. канд. екон. наук : спец. 08.01.01 / Н.Ю. Пікуліна. – К.: Нац. екон. ун-т, 2002. – 16 с.

168. Піратовський Г. Л. Страховий бізнес: управління розвитком / Піратовський Г. Л. – К.: КНТЕУ, 2008.

169. Подсосонная Н. Зарубежный опыт венчурных инвестиций / Подсосонная Н. – Режим доступа: [www.investproject.ru/rus/publ.html](http://www.investproject.ru/rus/publ.html)

170. Пономаренко В.С., Моделювання поведінки інвестора на фондовому ринку / Пономаренко В.С., О.В. Раєвська, К.А. : Монографія.- Харків: ВД «Інжек», 2004.-264 с. Укр.. мова

171. Положення про склад та структуру активів інституту спільного інвестування / Затверджено рішенням ДКЦПФР N 12 від 11.01.2002.

172. Портер М. Конкуренция / Портер М. : Перевод с англ. — М., 2000.

173. Портер М. Стратегія конкуренції / Портер М. . – К.: Основи, 1997.

174. Поручник А.М. Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні : монографія / Поручник А.М., Антонюк Л.Л. – К.: КНЕУ, 2000. – 172 с.

175. Про затвердження Методики інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій / Наказ Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій № 22 від 23.02. 98 №214/ 2654.

176. Пугачова К. М. Інноваційний розвиток агробізнесу в економічному напрямі / Пугачова К. М. // Проблеми науки. – 2003. – № 9. – С. 38-42.

177. Райзберг Б.А. Современный экономический словарь / Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 496 с.

178. Реверчук С.К., Інституційна інвестологія: Навч. Посібник / Реверчук С.К., Вовчак О.Д., Кубів С.І. / За заг. ред.. д-ра екон. наук, проф.. С.К. Реверчука.- К.: Атака, 2004.-208 с.

179. Річні звіти Держфінпослуг. Підсумки розвитку небанківських фінансових послуг України - Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua/732.html>

180. Решетин Е. А. Оценка надежности российских страховых компаний: первый опыт присвоения национального рейтинга / Решетин Е. А. // Страховое дело. – 2001. – № 10. – С. 5-11.

181. Ринд К. Стимулювання венчурного капіталу для розвитку в країнах з перехідною й економікою, що розвивається/Ринд К. Israel Infinity Venture Capital Fund, рукопис.

182. Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2003 р. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/4/2003/2.1.6.shtml>

183. Річний звіт ДКЦПФР за 2009 рік. Стан ринку спільного інвестування. // Аналітичний огляд станом на 30.06.06р. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/files/fl153830499.mht>

184. Розвиток ринку фінансових послуг в Україні: сучасний стан, проблеми та перспективи / [Голоднюк І., Данейко П., Домбровські М., Михайличенко М.]. – К.:CASE Україна, 2008. – 21 с.

185. Розширення доступу малого бізнесу до фінансування в Росії / ТАСИС СМЕРУС 9803. – Москва: 2002.

186. Романова В. Построение рейтингов. Анализ методических подходов / Романова В. // Финансовые услуги. – 1999. – № 5-6. – С. 28-34.

187. Ромашко О.Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків / Ромашко О.Ю. – К.: КНЕУ, 2000. – 240 с. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/4/2003/2.1.6.shtml>

188. Российская экономика в 2003 году. Тенденции и перспективы. – Институт экономики переходного периода. – Вып. 25. – Москва, 2006. – 440с.

189. РубцовБ.Б. . Мировые рынки ценных бумаг/РубцовБ.Б. . – М.: Издательство «Экзамен», 2002.-448 с.

190. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебник для вузов /Под ред. О. И. Дегтяревой, Н. М. Коршунова, Е. Ф. Жукова. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2002. – 501с.

191. Рябоконов Д. Бизнес на науке / Рябоконов Д. // Профиль. – 2006. – №3.

192. Савчук В.П. Анализ и разработка инвестиционных проектов / Савчук В. П., Прилипко С. И., Величко Е. Б. – Киев: Абсолют-В, Эльга, 1999.

193. Серова Е.В. Аграрная экономика : учеб. для студ. экон. вузов, фак. и спец. / Серова Е.В. – М.: ГУ ВШЭ, 1999. – 480 с.

194. Сімонова В.С. Науково-методичні основи стратегії управління інвестиціями в регіональний розвиток/Сімонова В.С.//Актуальні проблеми економіки 2006 №6(60).-С.97-105.

195. Спицнандель В.Н. Основы системного анализа/Спицнандель В.Н. Учеб. пособ. - СПб.: Изд. дом «Бизнес-пресса», 2000. - 670 с.

196. Слезингер Г.З. Социальная экономика/Слезингер Г.З. : Учеб. - М.: Дело и Сервис, 2001. - 368 с.

197. Стельмашук А. М. Державне регулювання економіки:/Стельмашук А. М. Навч. посібник. – Тернопіль: Астон, 2001. – 362 с.

198. Сич Є.М. Інноваційно-інвестиційний розвиток залізничного транспорту / Сич Є.М, Ільчук В.П. – К.: Логос, 2002. – 256 с.

199. Соціогуманітарний аспект інноваційно-технологічного розвитку економіки України / За ред. Д-ра екон. Наук Л.І. Федулової. – К.: Ін-т екон. Та прогноз., 2007. – 472 с.

200. Стан розвитку організаційних форм венчурного підприємництва і його інфраструктури в країнах світу та в Україні / [Зінченко О.П., Ільчук В.П., Радзієвська Л.Ф., Свтушенко В.М.]. – К.: НДІСЕС, 2006. – 80 с.

201. Статистичне й аналітичне дослідження. – СПб.: АЦ «Альпарі СПб», 2002.

202. Статистичні дані від Ernst & Young і Dow Jones VentureOne.

203. Степанов И. Венчур без альтернативы / Степанов И. // Эксперт-Урал. – 2003. – №36.

204. Стратегічні напрями розвитку агропромислового комплексу України / за ред. П.Т.Саблука, В.Я.Месель-Веселяка. – К.: ІАЕ, 2002. – 60 с.

205. Стратегічні напрями розвитку ринку цінних паперів у 2008 році // Матеріали серверу ДКЦПФР. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/10/1/>

206. Стратегія економічного та соціального розвитку України на 2006-2015 роки «Шляхом європейської інтеграції» / А.С.Гальчинський, В.М.Геєць та ін. –К.: ІВЦ Держкомстату України, 2006. – 416 с.

207. Сучасний тлумачний словник української мови : 65000 слів / за заг. ред.. д-ра філол. наук, проф.. В. В. Дубічинського. – Х.: ВД „Школа”, 2008. – 1008 с.

208. Сучасна стратегія та головні проблеми становлення України як правової, соціальної держави в контексті європейських демократичних цінностей : Науково-методична розробка / Розроб. Храмов В.О. - К.: ППК ДСЗУ. – 2007. – 46 с.

209. Туктаров Ю. Эволюция инструментов фондового рынка/Туктаров Ю. . – Рынок ценных бумаг.-2004.-с.214

210. Управление инвестициями: в 2-х томах / В. В. Шеремет, В. М. Павлюченко, В. Д. Шапиро и др. – М.: Высшая школа, 1998

211. Управление проектами: Справ. пособие/ И.И. Мазур, В.Д, Шапиро, И.М. Каролинский и др.; Под ред. И.И. Мазура, В.Д. Шапиро.-М.: Высш. школа, 2001.-875 с.

212. Федорович П.П. Організаційно-економічний механізм розвитку венчурного бізнесу в промисловості України : автореф. дис. канд. екон. наук : спец. 08.02.02 / П.П. Федорович. – Донецьк: Донец. нац. ун-т, 2008. – 20 с.

213. Фоломьев А. Н. Инновационное инвестирование / Фоломьев А. Н., Ревазов В. Г. – СПб.: Наука, 2001.

214. Хорунжий М.Й. Аграрна політика : навч. посіб. / Хорунжий М.Й. – К.: КНЕУ, 1998. – 240 с.

215. Хромушин И. Аналіз діяльності іноземних інвестиційних фондів у Росії. Підсумки 2001 року й перспективи / Хромушин И. // Ринок цінних паперів. – 2002. – №6.

216. Центр макроекономічних досліджень (ЦМЭИ) компанії «Юнікон/МС». – Режим доступу: [www.unicon-ms.ru](http://www.unicon-ms.ru)

217. Ческидов Б.М. Модели рынка ценных бумаг/ Б.М. Ческидов.-СПб и др.: Питер, 2006.-410 с.

218. Чебунін О.І. Інноваційні шляхи розвитку промисловості у Києві // В кн. Київ у ХХІ столітті: стратегія розвитку /Чебунін О.І. / КМДА,НАНУ / під ред. Б.М.Данилишина, О.М.Невелева. – К.:Обериги,2001. – 280 с.

219. Что такое венчур и венчурное финансирование? / Ефремов Д., Подобный С. // Финансовый Форум. – Режим доступу: [www.investorium.ru](http://www.investorium.ru)

220. Шестацький О. Становлення фондового ринку України./Шестацький О. «Банківська справа» №6, 2001 .- С.57-58

221. Шамхалов Ф. Теория государственного управления / Шамхалов Ф. – М.: ЗАО “Изд-во “Экономика”, 2002. – 638 с.

222. Що таке Інститути спільного інвестування? – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/?cat=209>

223. ШапранВ. Фондовая война в Украине/ШапранВ.// Рынок ценных бумаг, 2005, №17, с. 22-26.

224. Шарп У. Инвестиции./Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Пер. с англ.-М.: ИНФРА-М, 2004.-С. 8

225. Шмаглій О.Б. Харчова промисловість та її розвиток/Шмаглій О.Б.// ЕАПК. — 2006. — №8. — С.40-41.

226. Шумпетер Й. Теория экономического развития: исследование предпринимательской прибыли, капитала, кредита и цикла конъюнктуры./Шумпетер Й. - М.: Прогресс. - 1992. - 296 с.

227. Экономическая энциклопедия. Киев. Издательский центр «Академия» 2002 в 3-х т., Т.3, с.835

228. Эткинсон Дж. Стратегический маркетинг: ситуации, примеры./Эткинсон Дж., Уилсон Й. Учеб. пособие / Пер. с англ. под ред. проф. Ю.А. Цыпкина. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. - 471 с.

229. Эмиль Ван дер Бург. Развитие европейской венчурной индустрии в конце 90-х годов и процессы развития в Восточной Европе / Эмиль Ван дер Бург // . – СПб.: РАВИ, 2001.

230. Эрдман Г. Осторожно, акции! Или правда об инвестировании в России / Эрдман Г. – М.: НТ Пресс, 2009. – 144 с.

231. Яценюк А. Фондовый рынок України: проблеми та перспективи розвитку./Яценюк А. //Вісник НБУ.- 2004.-№11-С.4-9.

232. Baring Private Equity Partners Limited, Press Release. – 24 January. – 2002.

233. Briefing Report to the Chairman and the Ranking Minority Member, Brophy D., United States Venture Capital Markets: Changes and Challenges: OECD report./ OECD. – 1996.

234. Country Studies of Venture Capital and Innovations./ OECD. - 1996.

235. Development Venture Capital in China, Final Report TA 3534-PRC. – May 30. – 2002.

236. Engler W. Lessons learned in venture capital in Russia: NIS venture program documentation. – 1998.

237. EVCA. – Yearbook. – 2000.

238. Frommann H.. Growth factors and the development of the Venture capital and Private Equity Industry in Germany.

239. Hong Kong a Supertrader. Hong kong, TDC, 1997.

240. Government venture capital for technology-based firms”, OECD, 1997

241. Investment climate in China // Being - December 2002.

242. Kovaleva G. Support for Innovation Business// Innovations. – Special issue. – 1998.

243. Lawrence M. Rausch. Venture capital investment trends in the United States and Europe. – National Science foundation. – Directorate for Social, Behavioral and Economic Sciences. – October 16. – 1998. – Режим доступу: [www.nsf.gov/sbe/srs/issuebrf/sib99303.htm](http://www.nsf.gov/sbe/srs/issuebrf/sib99303.htm)

244. Lerner J., Gompers P. The Venture Capital Cycle. 1999. Mit Pr.

245. Lisin B. Innovative Business in Russia // Innovations – Special issue. – 1998. – P.3-6.

246. MoneyTree Report - PricewaterhouseCoopers, National Venture Capital Association. – Цифри надані Thomson Financial. 2008 рік.

247. Singer J. Introduction to venture capital: Private Equity Guidebook, 1999.

248. Sleußer Piter, Leitinger Roland, «Framework For Venture Capital in The Accession Countries To The European Union», University of Applied Sciences «FN bfi Wien», Austria.

249. Sleußer P., Roland Leitinger “Framework for Venture Capital in the Accession Countries to the European Union” University of Applied Sciences “FH bfi Wien”, Austria.

250. Stevens W. European Venture Capital Markets: Trends and Prospects: OECD report./ OECD. – 1996.

251. Subcommittee on Foreign Operations, Committee on Appropriations, U.S. Senate, The Overseas Private Investment Corporation's Investment Funds Program, May 2000.

252. Survey of Venture Capital and Private Equity in Europe./ EVCA, KPMG. - 1996.

253. The 2008 Global Venture Capital Survey - Deloitte Touche Tohmatsu with Venture Capital Associations in the Americas, Asia Pacific and Europe, Middle East and Africa.

254. The Economic Impact of Venture Capital in Europe: Coopers and Lybrand Corporate Government venture capital for technology-based firms, OECD, 1997.

255. Van der Burg, E. “Evolution of the European Private Equity Industry in the late 1990s and Developments in Eastern Europe” SPb 04.10.01Conference “Venture Industry development in Europe in the beginning of the XXI century”. Vlasov A. “Venture Capital in Russia”, 1998 NIS Directory of Private Equity and Venture Capital Companies, EVCA, 1998.

256. Venture Capital Commitments Weighted to Early Stage in Q2 2006. – Private equity performance remained positive, Unchanged. – [www.sev.prnewswire.com/banking-financial-services](http://www.sev.prnewswire.com/banking-financial-services).

257. Venture Capital Incentives In Europe, S.J. Berwin & Co. – October 1997.

258. Wei Xiao. The new economy and venture capital in China. – Perspectives. – Vol.3. – No.6.

**НАУКОВЕ ВИДАННЯ**

**НАТАЛІЯ ІВАНІВНА РИЖИКОВА**

**ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ  
ПІДПРИЄМСТВ ТА ОБ'ЄДНАНЬ  
АГРОПРОМИСЛОВОГО ВИРОБНИЦТВА**

**МОНОГРАФІЯ**

Підписано до друку 14.05.2020. Формат 60х84 1/16.  
Папір офсетний. Гарнітура «Book Antiqua». Друк офсетний.  
Умовн. друк. арк. – 19,0. Тираж – 500 прим. Зам. \_\_\_\_.

Видавництво ТОВ «Стильна типографія»  
Україна, 61002, Харків, вул. Чернишевська, 28а.

Тел.:(057)754-49-42

e-mail: zebra-zakaz@mail.ru

Свідоцтво суб'єкта видавничої справи:

Серія ДК №4863 від 12.03.2015 р.