

Розділ 1. ФІНАНСОВИЙ СЕКТОР УКРАЇНИ В СИСТЕМІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ІННОВАЦІЙНОГО ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

- 1.1. Розвиток фінансового сектора в умовах формування нової економіки**
Основні рубрики: фінансовий сектор в контексті становлення фінансономіки. Складові фінансового сектора. Динаміка розвитку кожної з складових фінансового сектора в системі світового господарства. Основні тенденції розвитку фінансового сектора. Інноваційність як форма долаття фінансових криз.
Іваницька О.М.
- 1.2. Нова парадигма регулювання фінансових ринків: світовий вимір**
Сучасне уявлення про стратегію розвитку фінансових ринків як складової фінансового сектора. Основні програмні документи ключових міжнародних організацій, рішення яких впливає на розвиток фінансового сектора (G20, G30, G8; МБФ, Світовий банк; Базельський комітет (Базель III); IOSCO, ICMA, ISLA; ISSA; FESE (Федерація європейських фонд.бірж), EACHA (European Automated Clearing House Association); Європейська система фінансових супервізорів: European Banking Authority European Insurance and Occupational Pensions Authority, European Securities and Markets Authority, European Systemic Risk Board, European Central Bank.). Підкреслюється інноваційний характер основних рішень у сфері регулювання фінансових ринків.
Іваницька О.М.
- 1.3. Діяльність фінансових інституцій України в напрямі спрямування фінансових ресурсів у розвиток реального сектору економіки**
Аналізуються напрями та особливості роботи усіх фінансових інституцій України (банки, кредитні спілки, страхові компанії, пенсійні фонди, ІСІ, фонди будівництва, ломбарди тощо). Визначається інвестиційний внесок фінансових інституцій в реальний сектор, загалом, та в інноваційну діяльність, зокрема. Виявляються проблеми залучення потенціалу фінансових інституцій підприємствами, що впроваджують інновації.
Іваницька О.М., Терещенко Г.М., Мусатова Т.А.
- 1.4. Залучення потенціалу інститутів спільного інвестування для забезпечення інноваційного розвитку реального сектору**
Окремо розглядається роль ІСІ у процесах спрямування інвестицій на фінансування інноваційної діяльності. Окреслюються масштаби діяльності ІСІ, напрями формування інвестиційного портфелю. Особлива увага приділяється питанням венчурного фінансування та державним механізмам активізації розвитку венчурних компаній в Україні
Іваницька О.М., Терещенко Г.М., Мусатова Т.А.
- 1.5. Запровадження фінансових інновацій в систему державних фінансів**

Пропонується нове трактування поняття «фінансова інновація». Визначаються моделі, форми та інструменти фінансових інновацій. Обґрунтовуються інноваційні механізми управління державними фінансами.

Іваницька О.М., Гайдук Л.А.

Розділ 3. ФІНАНСОВИЙ СЕКТОР УКРАЇНИ В СИСТЕМІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ІННОВАЦІЙНОГО ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

3.1. Світові тенденції впровадження інновацій в фінансовий сектор: висновки для України

Іваницька О.М.

3.2. Нова парадигма регулювання фінансових ринків: глобальний вимір

Іваницька О.М., Шпачук В.В.

3.3. Інноваційні механізми стимулювання спрямування фінансових ресурсів у розвиток реального сектору економіки

Іваницька О.М., Терещенко Г.М., Яковенко С.М.

3.4. Залучення потенціалу інститутів спільного інвестування для забезпечення інноваційного розвитку реального сектору

Іваницька О.М., Терещенко Г.М., Мусатова Т.А.

3.5. Запровадження фінансових інновацій в систему державних фінансів

Іваницька О.М., Гайдук Л.А.

Розділ 3. ФІНАНСОВИЙ СЕКТОР УКРАЇНИ В СИСТЕМІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ІННОВАЦІЙНОГО ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

1.1. Світові тенденції впровадження інновацій у фінансовий сектор: висновки для України

Україна в умовах глобалізації фінансових ринків, дії постійних кризових явищ не може не враховувати сучасні тенденції та зміни, що відбуваються на світовому фінансовому просторі та в законодавстві розвинених країн. Стимулами для моніторингу цих явищ є, по-перше, все зростаюча лібералізацію вітчизняного фінансового сектора, яка відбувається частково під тиском вимог міжнародних організацій-донорів і суттєво впливає на розробку та впровадження національного законодавства. По-друге, уряду країни доводиться відпрацьовувати новаторські елементи державного регулювання фінансової системи, відомі на міжнародних ринках, які б забезпечували більшу стійкість роботи фінансових інституцій і робили більш ефективним регулювання та нагляд за ними, в тому числі, при здійсненні операцій на міжнародних ринках. По-третє, післякризовий період характеризується акцентуванням уваги урядів на впровадженні фінансових інновацій, що розглядається як вагомий фактор запобігання кризових явищ у майбутньому.

У системі регулювання глобальних фінансових ринків, загалом, та Європейського Союзу, зокрема, відбулися суттєві зміни. Посилюється роль регулювання фінансових ринків — з боку переважно не національних урядів, а наднаціональних структур. Зростає залежність системи державного управління країни від позиції провідних держав світу в питаннях побудови архітектури ринку, вироблення платформи спільних дій, модифікації законодавчого поля «гри» національних й іноземних «гравців». Практика державного управління все більше потребує інноваційного підходу як для регулювання фінансового сектора, так і впровадження інноваційних інструментів.

На наш погляд, найсуттєвішими питаннями, на яких сфокусована увага міжнародної спільноти у питаннях регулювання фінансового ринку та застосування інноваційного підходу, є забезпечення прозорості ринку, моніторинг і прогнозування ризиків, модифікація інфраструктури ринку в напрямку посилення ролі наднаціональних структур, введення нових фінансових інструментів на різних сегментах ринку¹.

¹ Іваницька О.М. Державне регулювання фінансових ринків в Україні у посткризовий період // Фінанси України. — 2011. — № 2. — С. 35-42.

Зокрема, пошлемось на матеріали неформального засідання Європейської Ради 7 листопада 2008 р., на якому було сформульовано чотири основні принципи зміни фінансової системи, а саме:

- 1) жоден фінансовий інститут, жоден ринковий сегмент не повинні лишатися за межами регуляторного поля;
- 2) спільні дії міжнародних інституцій мають бути спрямовані на підвищення прозорості фінансового ринку та звітності основних його учасників;
- 3) оцінювання та прогнозування ризиків має бути складовою практичних дій на ринку, які мають бути спрямовані на попередження криз;
- 4) роль Міжнародному валютному фонду повинна бути переглянута в аспекті посилення значення організації при наданні допомоги країнам, які її потребуватимуть.

На зустрічі було запропоновано основні інструменти та механізми запровадження принципів у реалії регуляторної діяльності, зокрема: реєстрація фінансових інституцій і організацій фінансової інфраструктури та нагляд за їх діяльністю; уніфікація бухгалтерських стандартів; розробка кодексу поведінки учасників ринку для уникнення прийняття надмірно ризикових рішень у фінансовому секторі, включаючи систему оплати праці вищого менеджерського складу фінансових «гравців»; механізм збільшення фондів МВФ, а також нові засоби впливу Фонду і Форуму фінансової стабільності на відновлення довіри і підвищення стабільності роботи фінансової системи.

Для передбачення майбутніх напрямів державного регулювання фінансового сектора економіки в Україні виділимо основні тенденції в державній фінансовій політиці в розвинутих країнах світу.

По-перше, у докризовий період, період активізації глобалізаційних процесів, спостерігалось зменшення ролі національних урядів у процесах регулювання фінансових ринків. Багато у чому це було пов'язане зі змінами в фінансовій науці, яка дедалі стає все більш глобалізованою. Світовий досвід формування системи державного регулювання фінансового сектора показав, що подібні проблеми, обмеження, недоліки державного управління, які спостерігались у країнах з різною моделлю державного управління, територіального устрою, режиму правління тощо, вчені намагались вирішувати однаковим чином — шляхом формування певного ерзацу політики, який нав'язувався багатьом країнам і довів при запровадженні у деяких з них свою лише тимчасову успішність. Більшість з цих рекомендацій стосувались лібералізації фінансових ринків, послаблення впливу держави на їх функціонування.

Проте пропозиції, що вносились для запровадження в фінансове регулювання, не відповідали ні характеру стратегічних реформ національних урядів, ні вимогам глобалізаційних змін. Структури МВФ та інших міжнародних організацій, як правило, схильні виділяти уніфіковані «набори» заходів державної політики подолання кризи для того, щоб виробити загальну парадигму антикризового управління. Зокрема, відмічалось, що більшість країн вдавалось до стандартного комплексу антикризових заходів, серед яких зазначені такі, як державне субсидування (як правило, децентралізоване) «токсичних» кредитів; списання боргів; продаж «слабких» фінансових інституцій іншим власникам, зокрема іноземним; допомога у рекапіталізації фінансових інституцій, як правило, через «ін'єкції» фондів тощо². Однак цей «стандартний набір» інколи не вписувався в ті критичні для змін позиції, які реально потребували державного втручання.

Остання криза довела, що саме країни із жорстким регулюванням фінансових ринків і відносною їх закритістю швидше вийшли із кризового стану. Класичним у цьому відношенні є приклад Китаю.

Китай та інші країни, в яких структура власності є деформованою у напрямку гіперболізації державного сектору, отримували постійні зауваження міжнародних організацій і критику вчених. Стосовно Китаю, жорсткій критиці піддавались факти того, що значну частину фінансових ресурсів уряд Китаю спрямовував на підтримку неефективної роботи державних підприємств. Водночас, китайські урядовці пояснювали таку політику необхідністю збільшення робочих місць та уникнення соціальної напруги³. Для фінансових ринків держави характерні високий рівень концентрації банківського сектору (80% активів припадає на 17 інституцій); традиційна закритість фондового ринку – торгувати на китайському ринку можуть лише ті інвестори, які функціонують у складі спільних підприємств на міноритарних засадах, тобто, їх власність не перевищує 33%⁴; жорсткий контроль за рівнем процентних ставок по кредитах і депозитах⁵. Але в кінці першої декади тисячоліття країна відчувала наслідки роздування перших фінансових «бульбашок» — напрочуд швидкого зростання фондового ринку. До 2007 р. темпи зростання ринку були на відмітці більш ніж на 50% щорічно. За 2 роки кризи фондовий ринок зріс більш ніж у 60

² Laeven L., Valencia F. Systemic Banking Crises: A New Database./ Luc Laeven and Fabian Valencia — IMF Working Papers. — WP/08/224. — November 2008.,— С.13.

³

https://www.mckinseyquarterly.com/ghost.aspx?ID=Economic_Studies/Productivity_Performance/Chinas_and_Indias_financial_systems_A_barrier_to_growth_1878?gp

⁴ Лопатина А.Н. Экономическая реализация «Пекинского консенсуса» в условиях мирового экономического кризиса // Вест. Моск. ун-та. – сер.6. Экономика. – 2010. - № 4. - С. 13-30. – с. 16

⁵ Там же, с. 17

разів; майже удвічі у 2009 р. порівняно з попереднім періодом зросло кредитування населення; зростали ціни на ринку нерухомості, спостерігалось подорожчання валюти.

Слід було б очікувати, що в умовах кризи політика надмірної державної підтримки, поєднана ще й з напрочуд великою відкритістю економіки, надасть фінансово-економічній системі держави ніщивних ударів. Водночас китайська держава оговталась від кризи набагато раніше інших країн, які відповідали вимогам міжнародних організацій.

Успіх Китаю багато у чому був обумовлений дієвістю Великої стратегії, яка отримала, по аналогії з Вашингтонським консенсусом, назву Пекінського консенсусу.

Які ж особливості державного регулювання фінансового ринку Китаю продемонстрував уряд країни в умовах кризи?

Китайські можновладці застосували нетрадиційний підхід до подолання кризи. Для боротьби з «бульбашками» підняли процентні ставки по кредитах на нерухомість з 20% до 40%, а ставку рефінансування на 0,5 п.п.; підтримали безробітних; сприяли розвитку внутрішнього ринку, зокрема, активізували будівництво шляхів; стимулювали економіку за рахунок інвестування в кінцеве споживання; збільшили інвестиції в освіту та науку, причому, залучаючи і державні, і приватні ресурси⁶; дозволили провести відкритий випуск муніципальних (місцевих) цінних паперів (у 2009 р.). Розпочалось активне злиття та поглинання китайськими підприємствами зовнішніх компаній, які мали перспективи розвитку. Там, де злиття та поглинання було неможливим, китайські компанії намагались придбати пакети акцій найбільших фінансових та промислових інституцій розвинених економік, що у некризових умовах було б ускладнено. Головне, що було реалізовано урядом Китаю — це націленість на інноваційний шлях розвитку економіки, стимулювання науки та освіти, причому, сам характер політики був не декларативним, а чітким, прозорим і зрозумілим для більшості населення, що було запорукою його підтримки урядових дій.

Водночас «рецепти», які готували «китайські повари», неможна копіювати іншим країнам. Незважаючи на подібні сценарії перебігу кризових подій, у кожній країні були власні критичні точки, які, як правило, були саме і пов'язані з недоліками в системі державного управління економікою.

Зокрема, в Росії головними причинами кризи були дефіцит ліквідності, недоліки у механізмах фінансування банків та ціноутворення на фінансових ринках. Відтак, заходами державного управління та регулювання передбачалось запровадження надання банкам ліквідних ресурсів, у тому числі, в їх нових формах; збільшення довіри до фінансової системи шляхом посилення державних гарантій, розтягування терміну кредитів

⁶ На сьогодні в країні діє більш ніж 700 науково-технічних центрів, які фінансуються великими китайськими корпораціями і банками

рефінансування; розміщення вільних бюджетних коштів на депозитах у комерційних банках; цільове фінансування пріоритетних напрямів розвитку країни; плавне знецінення національної валюти для стимулювання експорту; використання механізму санації (на відміну від ліквідаційних процедур)⁷.

До інновацій вдавались не тільки уряди, а й фінансові інституції. Нетрадиційним рішенням окремих фінансових інституцій було перехід до приймання в якості застави від фізичних та юридичних осіб фізичного золота і навіть інших деяких видів сировини. Такої політики притримувався американський JPMorgan Chase —інвестиційний банк, який пояснив свою позицію бажанням захиститись від інфляції.

В Японії під час кризи інвестиційні банки скорочували робочі місця та урізали заробітну плату. Причому, це скорочення в деяких структурах, зокрема. в одному з найбільших публічних банків Японії — Mitsubishi UFJ Financial Group Inc — відбувалось за допомогою програми раннього виходу на пенсії: пропозиції надходили співробітникам у віці від 45 до 57 років.

Як бачимо, ці механізми державного управління відрізнялись від стандартних. Отже, перший урок, який можна винести з кризи 2007-2009 рр., полягає у тому, що антикризові заходи державного регулювання, які усіяко враховували національні фактори та детермінанти кризи та її проявів, а також впроваджували нетрадиційні, нестандартні підходи до фінансового управління, були найбільш ефективними. Джемі Дімон, голова правління інвестиційного банку JPMorgan Chase, писав: «Відновлення нашої фінансової системи до здорового стану не дає нікому дозволу повернутись до «бізнесу як завжди» ... Передусім, ми повинні зберегти здатність запроваджувати інновації і підштовхувати капітал до руху в бік найбільш перспективних інновацій. Це не означає поворот до надмірно складних фінансових інструментів. Це означає створення достатнього простору для відповідального розвитку продуктів і послуг, які відповідають потребам ринку, що швидко змінюється»⁸.

Друга тенденція, яка мала місце в останні роки, полягала у тому, що кардинальним чином змінювалась парадигма державного управління фінансовими ринками. Десятиліттями встановлений порядок дій порушувався, причому, у деяких країнах радикальним чином. Зокрема США у 1999 р. були відмінені норми закону Гласса-Стигла (Glass-Steagale act of 1932), які діяли понад 60 років. Як відомо, цей законодавчий акт відмежовував інвестиційну, традиційно більш ризикову, діяльність банків від більш консервативної депозитно-позикової.

⁷ Андрюшин С., Кузнецова В. К оценке антикризисной политики Центрального банка России//Экономист. — 2010. — № 5. — С.40-46. с.41

⁸ Dimon J. A Unified Bank Regulator Is a Good Start. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.jpmorganchase.com/corporate/Corporate-Responsibility/bank-regulator.htm>

Така модель побудови ринку, яка і отримала назву американської та була запроваджена під час Великої Депресії, дала поштовх для розвитку інституційних інвесторів, підвищили рівень надійності роботи банків, тією чи іншою мірою перешкоджала утворенню фінансових «бульбашок», зменшила невиправдану конкуренцію та підвищила рівень передбачуваності виконання операцій на фінансовому ринку. Безперечно, відхід від цих принципів призвів до активізації негативних явищ.

У посткризовий період адміністрація США вдалась до широкого кола заходів, які мали створити перепони на шляху до розгортання кризових явищ в фінансовій системі та економіці. Це і створення єдиного банківського регулятора, і перенесення вимог, стандартних для банківських установ щодо капіталу (резервні вимоги) та ліквідності, на інші фінансові інституції. Причому, посилення регуляторної активності було розповсюджено на ті сектори фінансових ринків, які перебували поза межами державного управління, зокрема, на ф'ючерсний ринок. Прозорість та зрозумілість операцій на ключових фінансових ринках є платформою, на якій базується сучасна фінансова політика США.

Значні зміни відбулись також і системах державного регулювання фінансових ринків в інших країнах світу. Країни OECD (Organisation of Economic Cooperation and Development) вибрали англосаксонську, нетрадиційну для більшості з них, модель організації фінансового ринку. Багато країн Європи за період з 1998-2009 рр. реформували систему органів державного управління, що стосується до регулювання фінансового сектора. Новою «фішкою» стало створення мегарегуляторів — спочатку в Сінгапурі (1982 р.), потім — в Європі (у Норвегії в 1986 р., Данії та Ісландії — у 1988 р., у Швеції — в 1991 р. та ін.), нарешті це явище докотилось і до країн колишнього соціалістичного блоку (Польща). Деякі країни, наприклад, Велика Британія, припинили діяльність одних мегарегуляторів і створили інші або їх змішану модель. Були апробовані й раніше невідомі моделі регулювання, зокрема, модель «twin peaks» — розподіл функцій пруденційного нагляду та регулювання комерційної діяльності фінансових інституцій (Австралія, Нідерланди). Указані зміни не могли не порушити рівновагу в системі державного регулювання фінансових ринків, яка досягалася взаємодією ринкових сил, дією механізмів державного управління та зростаючою впливовістю саморегулювальних організацій. Балансування інтересів — те, що виступає вагомим фактором ефективності державного регулювання — змістилось у бік концентрації державної фінансової влади.

Третьою тенденцією у практиці державного управління фінансовими ринками можна назвати поширення теорії нового державного менеджменту (НДМ) та її принципів в діяльності органів державного управління. У низці країн запроваджені нові інституції або

змінена ідеологія діяльності існуючих, (зокрема, в США — Рада з фінансової стабільності), діяльність яких заснована на підходах менеджменту.

Завданнями застосування НДМ є намагання отримати від процесу державного управління вимірюваний результат у чітко окреслені терміни. Піонерами у практичній реалізації НДМ стали Велика Британія і Нова Зеландія. Положення НДМ, які запроваджувались в окремих країнах, особливо у групі країн, що розвивались, багато у чому показували відмінності в підходах і акцентах, які робились урядами цих країн. Зокрема, уряд Малайзії зосередив увагу на концепції загального якісного менеджменту («total quality management»), в Уганді була прийнята «ініціатива менеджменту, орієнтованого на результат», а уряд Чилі зробив набагато більш серйозні зміни в державному менеджменті системи освіти, ніж Велика Британія, досвідом якої він був натхнений⁹.

Характерним для більшості країн, що запроваджували НДМ, було скорочення штату службовців, приватизація об'єктів державної власності, корпоратизація служб і підрозділів державних інституцій, виділення виконавчих агенцій (останнє було характерним саме для моделі Великої Британії, але потім поширилось і на інші держави).

Прикладом таких інновацій може слугувати також використання японського підходу Р2М в практиці функціонування Міністерства фінансів України. Ідеологія та технологія Р2М спрямована на створення цінності за допомогою креативного механізму проектного менеджменту та програмного підходу¹⁰. Ефект досягається тим, що, з одного боку, проектний менеджмент обумовлює реальність, виконуваність за строками та практичним спрямуванням задач, що поставлені, з іншої — проекти реалізуються в рамках програмних стратегічних образів.

Така тенденція обумовила, з одного боку, збагачення практики державного управління технологіями, які давно довели свою ефективність у бізнесі, з іншого, — потребувала залучення когорти високоосвічених спеціалістів, які були б обізнані з методами та інструментами менеджменту. Безперечно, як і будь-яка новація, ця потреба формування зрілого підґрунтя для успішності своєї реалізації.

Наступною тенденцією, яка потребує виділення, є та, що уряд країни (незалежно від регіону та ступеню розвиненості економіки) реалізує завдання регулювання фінансових ринків в умовах, коли довіра до державних інститутів значно впала. Зокрема, за результатами проведення опитування компанією ACCA (ACCA Global Economic

⁹ Polidano, Charles. The new public management in developing countries// Institute for Development Policy and Management, University of Manchester. – IDPM Public Policy and Management Working Paper. – November 1999. – No. 13. – P. 5.

¹⁰ Керівництво з управління інноваційними проектами і програмами організацій: монографія // Переклад на українську мову під ред. проф. Ярошенка Ф.О. /К.: Новий друк, 2010. — С.20.

Conditions Survey)¹¹ щодо оцінки економічної ситуації в країнах світу у четвертому кварталі 2010 р. серед експертів у сфері фінансів, 28% проти 14% у минулому періоді вважають, що відновлення глобальної економіки — на грані припинення. Збільшилось і число тих, хто давав негативну оцінку антикризовим діям урядів їх країн - 38% проти 33%. Передусім, ці явища пояснювались порушенням умов доступу широкого загалу до фінансової інформації та досягнення максимальної прозорості роботи ринку. Не завжди уряди країн давали роз'яснення тим непопулярним заходам, до яких вони вдавалися, щоб досягти позитивного ефекту у майбутньому. Відновлення довіри – результат кропіткої та тривалої роботи, причому саме у фінансовому секторі це є критично важливим фактором його розвитку.

На світовому ринку лишається помітною практика регіоналізації державного управління фінансовими ринками, створення наднаціональних органів, застосування екстериторіального підходу до деяких правових норм. Якщо раніше цей підхід був більш прийнятний у сфері регулювання питань соціальної безпеки, то в останньому десятилітті його все частіше беруть на озброєння при регулюванні фінансової сфери у межах інтегрованого регіону, наприклад, при регулюванні обігу цінних паперів. Особливо яскраво ці тенденції проявляються в Європі, де нещодавно прийнято рішення щодо введення нових європейських наддержавних органів, які особливу увагу мають приділяти упередженню виникнення проблем у фінансовій системі європейських країн, виявленню глобальних системних ризиків, що можуть діяти на їх фінансові організації. Безперечно, така тенденція має бути врахована національними урядами, зокрема, при розвитку інституціональної бази регулювання фінансових ринків.

Враховуючи запропонований далеко неповний перелік факторів і тенденцій, що помітні у системі державного управління фінансовими ринками, вважаємо, що в у подальшому стратегія та тактика державного регулювання фінансового поля України матиме такі особливості.

1. Робота державних органів управління фінансовими ринками України має бути спрямована на створення доктрини стабілізації роботи фінансових ринків із врахуванням особливостей проявів криз, у тому числі, попередніх; вузьких місць розвитку фінансових ринків та прорахунків у державному управлінні, які були допущені у минулому. Доцільно запроваджувати дійову практику застосування інструментів ризик-менеджменту в систему регулювання різних сегментів фінансового ринку. На сьогодні технологія, яка передбачає оцінку, моніторинг і прогнозування ризиків, активно застосовується в банківському секторі та майже не використовується при регулюванні ринку фінансових послуг. Водночас, без

¹¹ Global economic conditions survey report: Q4, 2010 / [Електронний ресурс]: <http://www.accaglobal.com/pubs/general/activities/library/economy/tech-ms-gec08.pdf>

системних і всеохоплюючих підходів до управління ризиками стосовно всіх секторів і сегментів фінансового ринку належний результат отримати не можна.

2. Доцільно розмежувати функції та напрями діяльності органів регулювання, що передбачає виокремлення мікро- та макрорівня впливу державних органів, запровадження засад пруденційного нагляду, з одного боку, та регулювання бізнес-діяльності суб'єктів виконання фінансових операцій, з іншого. Це дозволить виокремити стратегію державного регулювання фінансових ринків та оперативно-поточне управління (регулювання) фінансових інституцій і краще пропрацювати кожний з цих елементів.

Слід вирішити питання про доцільність зміни моделі регулювання фінансового ринку України, особливо в напрямку введення єдиного мегарегулятора. Однак вважаємо, що без розробки цілісної концепції регулювання фінансових ринків в їх взаємодії та взаємозалежності створення мегарегулятора не має сенсу. До підготовки і написання програмних документів слід залучити усі саморегулювні організації фінансових ринків України. Водночас можливо формування органу, який би відповідав за реалізацію програм дій уряду щодо регулювання усіх сегментів фінансового ринку України на громадських засадах.

3. Слід посилити роботу щодо формування перешкод на шляху збільшення масштабів інтелектуальних злочинів, передусім на фінансовому ринку, а також інших видів порушень суспільних догм. Зокрема, доцільно підвищити рівень захисту інформаційних систем фінансових установ; законодавчо передбачити регулювання практики неправомочного та надмірного матеріального заохочення менеджерів фінансових інституцій; передбачити дійові механізми відслідковування та покарання корупційних порушень у фінансовій сфері; врегулювати питання недопустимості витікання інсайдерської інформації та поширення явищ інформаційної асиметрії; внести зміни в положення нормативно-законодавчої бази, які допускають неоднозначне їх трактування, містять протиріччя тощо.

4. Однією з умов досягнення бажаного рівня взаємодії громадськості та держави є інформатизація сфери регулювання роботи фінансових ринків по всій вертикалі системи управління, забезпечення інтеперабельності¹² архітектури державного управління. Варто полегшити доступ громадськості до контролю роботи фінансових інституцій і державних органів через засоби Інтернет. Процеси інформатизації мають бути спрямовані на досягнення високих стандартів управління, уніфікацію документопотоку для кращого його контролю, досягнення високого рівня прозорості роботи інституцій.

¹² Під інтеперабельністю розуміється інформаційний обмін між підрозділами та окремим відомствами по горизонталі та вертикалі

5. Українським владним структурам слід оптимізувати взаємодію зі світовими та регіональними фінансовими організаціями. Зокрема, варто сприяти консолідації роботи національних фінансових інституцій з метою забезпечення їх конкурентоспроможності порівняно з іноземними «гравцями» та недопущення кардинальної зміни ідеології та архітектури національної фінансової системи, підризу основ її безпеки в умовах впливу глобалізаційних процесів. На кінець лютого 2011 р. Державна служба статистики оголосила, що спостерігається приріст іноземного капіталу в закладах, що здійснюють фінансову діяльність, в сумі 2,6285 млрд.дол., що значно більше, ніж у будь-яку іншу галузь. Значна доля коштів іде на поповнення капіталу банків. Це явище, яке супроводжується високим рівнем доларизації економіки країни (29,13%), створює певну небезпеку для активів банків України і формує залежність від зовнішніх факторів, у тому числі, «інфекції» кризи.

Фінансова система має бути збалансованою у напрямку розподілу власності (державні - приватні - з часткою іноземної власності інституції), причому, критеріями балансування мають виступати:

- можливості державної підтримки конкретної державної інституції, яка стикається з проблемами внаслідок ускладнень ведення бізнесу, спричиненого зовнішніми факторами, наприклад, внаслідок ризику зовнішнього контрагента (реалізації політики «рятівної шлюпки» або кредитора останньої інстанції);
- досягнення бажаного рівня показників фінансової стійкості кожної інституції фінансового ринку незалежно від форми власності і сегменту ринку;
- контрольованість структури фінансової інституції та відповідність критеріям ефективного менеджменту.

6. Доцільно поставити на належну основу постійний моніторинг тенденцій на європейському і світовому фінансовому ринках, відслідковувати зміни в законодавстві на національному і наднаціональному рівнях.

1.2. Нова парадигма регулювання фінансових ринків у посткризовий період: глобальний вимір

Світова фінансова криза 2007-2009 років призвела до падіння темпів економічного зростання країн, дестабілізації їх фінансових і банківських систем, знецінення національних валют, зниження купівельної спроможності населення, загострення соціальних проблем тощо. Водночас, вона вимагала прийняття негайних, але зважених, дієвих, коригуючих, системних, інноваційних антикризових заходів щодо стабілізації ситуації. Зважаючи на глобальний характер кризи, її глибину, обмеженість ресурсів і можливостей країн,

відсутність дієвих механізмів та інструментарію регулювання світового фінансового сектору, виникала необхідність у низці послідовних заходів. По-перше, потрібно було здійснити узгодження дій та заходів різних країн щодо її подолання в умовах, що постійно змінювались. Внаслідок цього до даного процесу підключались не лише уряди постраждалих країн, а й наддержавні та міждержавні структури й організації. По-друге, слід було досягти усвідомлення факту посилення та зростання ролі держави в процесі управління та регулювання економічних процесів країн, банківських систем країн. По-третє, долати кризи передбачало розробку широкомасштабних заходів, які б охоплювали різні сфери економіки. По-четверте, серед тактичних заходів слід було обрати окремі дії та заходи для покращення ситуації та подолання кризи в фінансово-банківській сферах, з яких саме і розпочалась світова фінансова криза, як ключової частини загальної антикризової програми.

Російські вчені відзначали: «Наявність (відсутність) програм або планів антикризових дій має важливе значення з точки зору оцінки успішності протистояння кризі в тій або іншій країні. І справа тут не в зайвій формалізації підходу до оцінки. Причина в тому, що якщо криза глобальна, якщо вона носить системний характер, а це саме так, то з ним неможливо боротися не інакше, як на системній основі, що потребує реалізації програмно-цільового підходу»¹³.

Активну діяльність на ниві подолання кризи та створення платформи для її запобігання розгорнуло багато наднаціональних, міжнародних і регіональних об'єднань. Одне з таких об'єднань — група «Велика двадцятка» («G 20») – неформальне об'єднання 20 найбільших країн світу, яке утворилося в 1999 році після світової фінансової кризи 1997-1998 рр. Саміти країн Великої двадцятки неодноразово відбувалися з часу початку світової фінансової кризи 2007-2009 років і були присвячені визначенню найуразливіших місць світової економічної системи, прийняттю спільних рішень і заходів щодо боротьби з глобальною кризою (табл. *.1).

Таблиця *.1

Хронологія проведення самітів «G 20» та прийняття на них програмних рішень з часу настання сучасної світової фінансової кризи *

Час проведення	Місце проведення	Прийняті документи
Листопад 2008 року	Вашингтон, США	Декларація саміту з питань фінансових ринків та світової економіки («Declaration Summit on Financial Markets and the World Economy»)

¹³ Николаев И.А., Марченко Т.Е., Титова М.В. Аналитический доклад «Страны СНГ и мировой кризис: общие проблемы и разные подходы» / И.А. Николаев, Т.Е. Марченко, М.В. Титова. – М.: ФБК. – 2009. – 27 с. – Режим доступа: <http://www.fbk.ru/upload/contents/561/anticrisis-CIS.pdf>

Квітень 2009 року	Лондон, Велика Британія	Глобальний план відновлення і реформ («The Global Plan for Recovery and Reform»)
Вересень 2009 року	Пітсбург, США	Доклад про заходи, спрямовані на здійснення реформи системи регулювання фінансової сфери («Progress Report on the Actions to Promote Financial Regulatory Reform»)
Червень 2010 року	Торонто, Канада	Декларація Торонтського саміту «G-20» («The G-20 Toronto Summit Declaration»)
Листопад 2010 року	Сеул, Північна Корея	Сеульська угода спільного росту («Seoul Development Consensus for Shared Growth»)
Жовтень 2011 року	Париж, Франція	Декларація міністрів фінансів та голів центральних банків країн «G-20» («Communiqué of Finance Ministers and Central Bank Governors of the G-20»)
Листопад 2011 року	Канни, Франція	Канський план дій з питань зростання та праці («The Cannes Action Plan for Growth and Jobs»)

* Складено авторами

Перший саміт, присвячений подоланню світової фінансової кризи, був проведений у листопаді 2008 року у Вашингтоні. На саміті керівниками країн учасників було зазначено про необхідність більш широкої стратегії реагування, яка повинна базуватися на більш тісній макроекономічній співпраці для відновлення зростання, недопущення розповсюдження негативних явищ та напями надання підтримки країнам, що розвиваються. В якості першочергових кроків з подолання кризи було вирішено: продовжувати застосовувати заходи для стабілізації фінансової системи; визнавати важливість підтримуючої грошово-кредитної політики з урахуванням національних особливостей; сприяти отриманню країнами, що розвиваються, доступу до фінансових коштів, в тому числі шляхом підтримки з метою забезпечення ліквідності і програм допомоги; формування необхідного обсягу ресурсів у МВФ, Світового банку та інших багатосторонніх банків розвитку. В підсумковій декларації даного саміту також визначено п'ять напрямків реформ для укріплення фінансових ринків та регуляційних режимів для упередження майбутніх криз:

- підвищення транспарентності (прозорості) та підзвітності, в тому числі шляхом розкриття інформації про складні фінансові продукти та забезпечення повного розкриття компаніями точних відомостей про їх фінансові умови;
- укріплення якісного, надійного регулювання шляхом пильного контролю та управління ризиками, підвищення ефективності режимів регулювання протягом всього періоду економічного циклу;
- забезпечення узгодженості фінансових ринків шляхом посилення захисту інвесторів та споживачів, недопущення конфлікту інтересів, зловживань, захисту від незаконних фінансових ризиків тощо;

- укріплення міжнародного співтовариства шляхом налагодження регулюючими органами співпраці та координації своїх дій у всіх секторах фінансових ринків, зміцнення співпраці в питаннях упередження, регулювання та подолання криз;
- посилення стійкості міжнародних фінансових інститутів, в тому числі шляхом їх реформування¹⁴.

Сутність основних рішень плану «G-20», який був прийнятий за результатами лондонського саміту 2009 року, полягає в наступному: здійснити трикратне збільшення бюджету МВФ (до 750 млрд.дол.США); використати ресурси МВФ для підтримки найбідніших країн світу; заснувати орган з моніторингу макроекономічних ризиків — Раду з фінансової стабільності (Financial Stability Board), який разом з МВФ повинен забезпечувати раннє виявлення макроекономічних і фінансових ризиків та застосовувати необхідні заходи для зменшення їх негативного впливу; акцентувати діяльність регуляторних органів країн на оцінку макроекономічних ризиків, в тому числі на всі системно важливі фінансові інститути, інструменти та ринки; посилити регулювання фінансових організацій; виділення коштів на підтримку світової торгівлі (250 млрд.дол.США); посилити контроль діяльності «податкових гаваней»¹⁵.

За результатами саміту, що відбувся в листопаді 2010 року в Сеулі, було визначено п'ять напрямків економічної політики, якої зобов'язались дотримуватись всі учасники «G 20»:

- грошово-кредитна політика та політика в сфері обмінного курсу – зосереджує діяльність центральних банків країн на забезпечення стабільності цін з метою сприяння відновленню економіки та стабільному зростанню економіки;
- торгова політика та політика в сфері розвитку – має бути спрямована на забезпечення вільної торгівлі та інвестицій, що займає головне місце у відновленні світової економіки;
- податково-бюджетна політика – передбачає необхідність розробки та здійснення розвинутими країнами чітких, реальних масштабних планів бюджетної консолідації у середньостроковій перспективі, які б сприяли економічному зростанню, були диференційовані з урахуванням конкретних умов в кожній країні;
- фінансові реформи – фокусують увагу на необхідності запровадження нових стандартів капіталу та ліквідності в банківському секторі та здійсненні подальших реформ в сфері фінансового регулювання;

¹⁴ Declaration Summit on financial markets and the World economy. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.g20.org/images/stories/canalfinan/docs/brazil/01summitdec.pdf>

¹⁵ The Global Plan for Recovery and Reform. [Електронний документ]. – Режим доступу: <http://www.g20.org/images/stories/canalfinan/docs/uk/07finalcomu.pdf>

- структурні реформи – необхідні для підвищення рівня світового попиту та підтримання його на високій відмітці, створення нових робочих місць, забезпечення більш збалансованого глобального зростання та розвитку потенціалу економічного росту країн учасників¹⁶.

У підсумкових документах самітів цих країн окрема увага приділялась реформуванню фінансового сектора та фінансового регулювання. Зокрема, на саміті у Вашингтоні в 2010 р. було прийнято План дій щодо впровадження принципів реформи фінансового регулювання. Ключовим питанням було також впровадження нових стандартів банківської діяльності, в тому числі розроблених Базельським комітетом з банківського нагляду («Базель III»).

Сутність пропозицій Базельського комітету полягає у наступному. З метою вдосконалення системи управління ризиками Базельським комітетом з банківського нагляду було здійснено класифікацію банківських ризиків, виділено основні ризики – кредитний, ринковий, операційний («Базель II») та розроблено методику їх оцінки. Зазначені розробки активно використовуються національними регуляторами більшості країн та банківськими установами, в тому числі вітчизняними. Однак світова фінансова криза 2007-2009 років спричинила необхідність вдосконалення «Базель II». Зміни до цього документу були спрямовані на посилення вимог щодо капіталу та ліквідності в глобальному масштабі з метою забезпечення більшої стійкості банківського сектора (табл. *.2), яке повинно бути досягнуто, переважно, за рахунок збільшення банківських ліквідних резервів та покращання їх якості. В результаті була розроблена третя редакція Міжнародних правил банківського регулювання та міжнародних розрахунків, яка отримала назву «Базель III» («Basel III») і була погоджена на саміті «G 20», що проходив в листопаді 2010 року в Сеулі. «Базель III» представляє собою симбіоз сучасних способів оцінки ризиків (кредитного, ринкового та операційного) та створення відповідного капіталу, змістовного пруденційного нагляду та ринкової дисципліни. Саме сукупність цих «стовпів» можна назвати ризик-орієнтованим наглядом, який, на думку Базельського комітету з банківського нагляду, буде спроможний забезпечити фінансову стабільність і повинен бути поширений на всю фінансову систему¹⁷.

Згідно з рішенням Базельського комітету з банківського нагляду «Базель III» має на меті такі цілі: впровадження більш жорстких міжнародних нормативів з управління капіталом та ліквідністю з метою створення більш стійкого банківського сектору; покращення процедур ризик-менеджменту та державне управління банківським сектором; підвищення здатності банківського сектору справлятися з наслідками фінансових та

¹⁶ Рамочное соглашение «Группы 20» по обеспечению уверенного, устойчивого и сбалансированного экономического роста. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://news.kremlin.ru/ref_notes/772

¹⁷ Воловник А.Д., Зиядуллаев Н.С., Кибардина Ю.С. Базель-III: испытание надёжности банковской системы России в условиях глобальной конкуренции. / А.Д. Воловник, Н.С. Зиядуллаев, Ю.С. Кибардина // Экономика мегаполисов и регионов. – 2011. – № 3 (39). – С. 40–49., с. 43

економічних криз і, таким чином, знизити ризик розповсюдження цих проблем та їх поширення з фінансового у реальний сектор економіки¹⁸.

Таблиця *.2

Огляд якісного ефекту впровадження «Базель III»*

Для окремих банківських установ	Для фінансової системи
<u>Більш слабкі банки витісняються з ринку</u> При несприятливих економічних умовах та посиленому контролі регулюючих органів більш слабким банкам буде складніше забезпечити необхідний капітал та фінансування, що може призвести до скорочення доступних моделей бізнесу та конкуренції	<u>Зменшення ризику системної банківської кризи</u> Збільшені можливості капіталу та ліквідності, а також підвищені стандарти управління ризиками повинні призвести до зниження ризику банкрутства банків та до зниження взаємозалежності фінансових і банківських установ
<u>Суттєвий вплив на прибуток та рентабельність власного капіталу (ROE)</u> Збільшення вимог до капіталу, вартості фінансування, а також необхідність реорганізації та виконання нових вимог регулюючих органів призведе до додаткового впливу на маржу та операційні можливості. Доходність інвесторів знизиться саме в той час, коли буде потреба залучення додаткових інвестицій, щоб відновити фінансові можливості	<u>Зменшення обсягів кредитування</u> Значне посилення вимог до капіталу та ліквідності може призвести до спаду банківської активності або, у крайньому випадку, до значного зростання вартості надання такого фінансування
<u>Переорієнтація банків з короткого фінансування на довгострокове</u> Введення двох коефіцієнтів ліквідності, що відповідають короткостроковій та довгостроковій ліквідності та фінансуванню, змусить банки перейти від угод про короткострокове фінансування до пошуку проектів довгострокового фінансування, що змінить маржу і ціни	<u>Зниження «апетиту» інвесторів до акцій та облігацій банківського сектору</u> Інвесторів може в меншій мірі цікавити випуски акцій та облігацій банками внаслідок ймовірного зниження їх дивідендів, пов'язаного з необхідністю перебудови бази капіталу, зменшення рентабельності капіталу та прибутковості банків
<u>Реорганізація банківських установ</u> Посилення уваги до власних торгових операцій банків з боку наглядових органів разом з новим підходом до міноритарних інвестицій та інвестицій у фінансові інститути, повинно сприяти реорганізації банківських груп, в тому числі, злиття та поглинання, скорочення інвестиційних портфелів та вкладень в компанії	<u>Нерівномірне запровадження «Базеля III» може спричинити регуляторний арбітраж</u> Якщо різні юрисдикції запровадять «Базель III» по-різному, проблеми, пов'язані з міжнародним регулятивним арбітражем, можуть загрожувати стабільності фінансової системи

* Складено за: Базель III: вопросы внедрения. [Електронний документ]. – Режим доступу: <http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Basel-3-Implementation-Issues.pdf>.

Не менш важливими були рішення й інших самітів «G 20». За результатами саміту, який відбувся в жовтні 2011 року в Парижі, у 2016 році планується створення додаткового

¹⁸ International regulatory framework for banks (Basel III). [Електронний документ]. – Режим доступу: <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>

капітального буферу, який буде варіюватись у діапазоні від 1 до 2,5% обсягів активів банківського сектору, додатково до мінімальних 7%, що були затверджені для всіх банків у 2010 році (Радою «G20» з фінансової стабільності розроблені критерії, за якими будуть визначати необхідність збільшення капіталу певного банку). Серед найважливіших у пакеті нових заходів також передбачена розробка спеціального антикризового плану для кожної великої банківської установи та більш інтенсивний нагляд за їх фінансовим станом¹⁹.

Серед основних результатів саміту «G 20» в Каннах (Франція) необхідно виділити План дій, спрямованих на зростання світової економіки і створення робочих місць, вирішення питань короткострокової уразливості та зміцнення середньострокової основи для подальшого зростання, оголошення намірів щодо посилення гнучкості валют та утримання від конкурентної девальвації валют²⁰.

Активною на ниві розробки антикризового інструментарію у 2008-2009 роках була діяльність Європейського Союзу, який на час настання світової фінансової кризи не мав офіційно оголошеної антикризової політики. Першочергово Європейським союзом було розроблено і затверджено в 2008 році План економічного відновлення ЄС («European Economic Recovery Plan»), але після доопрацювання та коригування його було затверджено в новій редакції в березні 2009 року. Зазначений План представляв собою скоординовану антикризову програму, яка відображала позицію ЄС стосовно шляхів та інструментарію подолання світової фінансової кризи. Особливий акцент в плані робився на таких завданнях і напрямках: відновлення довіри до банківської та фінансової систем і забезпечення їх стійкості; сприяння їх стабілізації; вдосконалення системи фінансового регулювання та нагляду за фінансовими установами, в тому числі створення Європейської ради з системних ризиків; підтримка реального сектору економіки та економічної активності; подолання соціальних наслідків кризи, сприяння зайнятості населення.

У Плані економічного відновлення окремо виділяються засади, за якими повинні здійснюватись заходи у фінансовій сфері ЄС: відновлення ліквідності ринку та банківських установ; забезпечення сприятливих умов рефінансування національних банків; збільшення строків кредитування; надання фінансової підтримки банківським установам для стимулювання зростанню споживчого попиту; координація національної політики країн-

¹⁹ Communiqué of Finance Ministers and Central Bank Governors of the G20, Paris, France. – 14 October 2011. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.g20.org/docs/communiqués/G20communiqué14_15October2011_EN.pdf.

²⁰ Communiqué G20 Leaders Summit. – Cannes, France. – 3-4 November 2011. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.g20.org/docs/communiqués/CannesDeclaration4November2011.pdf>

членів ЄС; посилення вимог до капіталу²¹; зміни в бухгалтерській звітності, особливо мікропідприємств, враховуючи кризовий стан економіки тощо.

Доволі активно на ниві розробки різноманітних антикризових заходів працювали й інші міждержавні та регіональні об'єднання: СНД, об'єднання країн ЄврАзЕс, країни АСЕАН, «ALBA» (регіональної, альтернативної Америці, боліваріанської організації, до складу якої входять Венесуела, Куба, Болівія, Нікарагуа, Домініканська республіка та Гондурас) та інші.

Міжнародна організація Рада з економічних і фінансових питань розробила принципи управління банківськими установами в умовах фінансової кризи. Ці принципи стосуються банківських груп, які здійснюють значні обсяги міжнародних операцій або стикаються з суттєвими проблемами, що, як очікується, можуть призвести до системних криз хоча б в одній країні. Також вони використовуються для оцінки ризику їх неплатоспроможності. Документ містить такі основні положення.

1. Мета антикризового управління банківськими установами – захистити стабільність фінансової системи у всіх країнах-членах Ради та країнах Євросоюзу для мінімізації потенційних негативних економічних наслідків з мінімальними витратами. При цьому, запобігання банкрутству банків не є головною метою.

2. У кризовій ситуації пріоритет повинен надаватись рішенням самих установ, які мають спиратись на фінансовий стан всієї банківської групи. Менеджментський штат установи, що опинилась в такій ситуації, буде притягуватись до відповідальності. Водночас, акціонери, кредитори та вкладники, вклади яких не застраховані, повинні бути готовими до певних втрат.

3. Використання державних коштів для подолання кризи повинно розглядатись лише у випадках появи суттєвих проблем в економіці та перевищення соціальних виплат над вартістю рекапіталізації банків за державний рахунок. При цьому, умови та строки ймовірного державного втручання не можуть бути задані заздалегідь.

4. Управління фінансовою кризою, що поширилась на кілька країн, є важливими питанням для всіх постраждалих держав. Уряди держав, де діяльність банківських груп є значимою, повинні плідно співпрацювати і підготуватись до кризи ще в звичайній ситуації для скорочення потенційного фіскального тягаря. Якщо мова іде про державні ресурси, прямі бюджетні витрати повинні розподілятись між постраждалими державами з урахуванням економічних наслідків кризи в країнах, що відчули кризові явища, в межах внутрішніх та наглядових повноважень.

²¹ The Capital Requirements Directive, comprising Directive 2006 / 48 / EC and Directive 2006 / 49 / EC, Official Journal, 30 June 2009. – 360 p. [Електронний документ]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2006L0048:20110104:EN:PDF>

5. Механізми та інструменти для управління міждержавною кризою повинні бути гнучкими для можливої адаптації до особливостей фінансової кризи, певних інституцій, ринків тощо. Міжнародні угоди мають спиратися на ефективні національні механізми і співпрацю між органами влади різних країн. Компетентні органи постраждалих внаслідок кризи держав повинні бути в змозі оперативно оцінити системний характер кризи та наслідки їх передачі за межі національних кордонів, використовуючи загальноприйняту термінологію та спільну аналітичну основу.

6. Заходи та резолюції з регулювання кризи повинні узгоджуватися з наглядовими механізмами та сприяти упередженню кризи. Ця послідовність стосується розподілу обов'язків між урядами та координуючою роллю внутрішніх наглядових органів.

7. Безпосередня участь урядів та рішучість їх дій при управлінні кризою повинні мати місце на ранньому етапі для тих держав, які можуть постраждати через окремі установи або об'єкти інфраструктури, зважаючи на те, що саме оперативні дії можуть дозволити подолати кризу.

8. Стратегічні дії в контексті кризи не повинні порушувати умов конкуренції і мають здійснюватись, виходячи із забезпечення рівних умов для всіх учасників.

9. Глобальні масштаби кризи мають бути враховані, у разі необхідності, при розробці механізмів фінансової стабілізації. Уряди інших держав також можуть приймати участь.

Незважаючи на певні відмінності в рівні розроблення та ступені конкретизації пропонованих заходів та строків їх реалізації в СНД та ЄврАзЕс, можна виділити кілька основних блоків у сфері грошово-кредитної, валютно-фінансової та банківської політики, які об'єднують плани їх дій. Перша група заходів стосується підтримки спільними зусиллями тих дій, які вже приймалися на національних рівнях з питань підвищення ліквідності національних економік, укріплення стійкості банківського та фінансового секторів, утримання інфляції та підтримки стійкості платіжних балансів. Друга група спільних заходів спрямована на підтримку реального сектора національних економік, а саме: підтримку великих системоутворюючих підприємств, сприяння розвитку коопераційних зв'язків між підприємствами, включаючи спільне кредитування, створення умов для розвитку інноваційної активності та модернізації економіки країн регіону. Для цього рішенням Міждержради ЄврАзЕс від 4 лютого 2009 року створюється Антикризисний фонд ЄврАзЕс в розмірі 10 млрд.дол.США. Кошти Фонду планується використовувати, в тому числі, для надання стабілізаційних кредитів країнам-учасникам з низьким рівнем доходів, а також

фінансування міждержавних інвестиційних проектів. Наступна група заходів стосується реалізації концепції валютно-фінансової співпраці між країнами об'єднання²².

Розробкою рекомендацій та заходів щодо подолання країнами кризи займались також міжнародні фінансові організації і, в-першу чергу, Світовий банк, Міжнародний валютний фонд та інші, до функцій яких відноситься і підтримання фінансової стабільності в світі. Не всі країни мали достатній обсяг внутрішніх фінансових ресурсів для подолання кризи, а отримання фінансової допомоги від міжнародних фінансових організацій вимагало виконання наданих останніми рекомендацій. Однак, рекомендації зазначених організацій досить критично сприймаються останнім часом в середовищі науковців та урядовців. Основними причинами цього є низька ефективність антикризових заходів в Латинській Америці, Африці, Росії тощо, які інколи призводили до посилення кризових явищ, використання типового плану заходів для всіх країн та не врахування в антикризових планах особливостей країн, для яких вони розробляються. З теоретичної точки зору, вони, як правило, є доволі вагомими та обґрунтованими, мають монетаристську основу, і виконуються урядами країн як вимога для отримання ними фінансової допомоги від МВФ, однак їх низька ефективність вимагає зміну принципів на яких вони побудовані, механізмів та інструментарію.

На думку Дж. Стігліца «...десятиріччя перехідного періоду показало неспроможність не лише тих, хто консулював Росію під час кризи 1998 року, але і самої неокласичної моделі економіки»²³. Крім того, М. Фрідман вважає, що «...політика МВФ стала дестабілізуючим фактором на ринках країн, що розвиваються. При чому не в силу умов, які він висував перед своїми клієнтами, а в першу чергу через те, що він намагається уберегти приватних інвесторів від їх власних помилок»²⁴.

Що стосується самих рекомендацій міжнародних фінансових установ щодо заходів подолання країнами криз, в тому числі світової фінансової кризи, то до основних з них слід віднести такі: забезпечення збалансованого державного бюджету, скорочення витрат (в тому числі і соціальних) і збільшення доходної частини державного бюджету; підтримання невисокого рівня інфляції (запровадження інфляційного таргетування); обмеження грошової маси; вільне курсоутворення, «державне субсидування «токсичних» кредитів; списання

²² Пищик В.Я. Меры по нейтрализации последствий мирового финансового кризиса в регионе СНГ. / Мировой финансовый кризис в постсоветских странах: национальные особенности и экономические последствия / Под общей редакцией доктора экономических наук, профессора Л.Б. Вардомского. – М: ИЭ РАН. – 2009. – С. 87–98, с. 92–93

²³ Стиглиц Д. В тени глобализации // Deutschland. – 2002. – № 4. – С. 36–43.

²⁴ Трофимов Г.Ю. Милтон Фридмен – ученый и идеолог. / Г.Ю. Трофимов. // «Экономика и математические методы». – 2007. – № 2. – С. 28–43.

боргів; продаж «слабких» фінансових інститутів іншим власникам; допомога в рекапіталізації фінансових інституцій, зазвичай через ін'єкції фондів тощо»²⁵.

Сучасна глобальна криза першочергово була сприйнята як катастрофа, що породила загрозу самої світової економіки. Це обумовило типову поведінку влади, капіталу і населення. Уряди всіх країн вдалися до безпрецедентної за масштабами фінансової підтримки спочатку фінансового, а потім і реального сектора економіки, що супроводжувалося різким збільшенням втручання держави в економіку. Разом з цим власне криза, її наслідки і, насамперед, антикризова політика урядів викликали зміни в ролі держави – більш глибоке втручання в господарську діяльність економічних суб'єктів і проведення зміни прав власності на користь держави. Через масштабність антикризової політики ці наслідки неможливо розглядати як окремі епізоди, вони помітно вплинули на існуючі економічні системи. Деякі значущі для економічної системи процеси, розпочавшись під час кризи, продовжуватимуться за її рамками. І їх розгортання може тим чи іншим способом вплинути й трансформувати існуючі економічні системи конкретних країн²⁶.

Особливим сектором фінансового ринку є фондовий ринок, регулювання якого є напроцуд важливим для досягнення стабільності фінансового сектора. Одним з документів, в якому окреслюються головні напрями реформування глобального фінансового сектора загалом, і фондового ринку, зокрема, була нова концепцію розвитку ринку капіталів як «відповідь» регуляторних органів на міжнародну фінансову кризу, що розроблена Міжнародної асоціацією фондового ринку²⁷ (далі — Асоціація).

Основними напрямками дій, які викладені у документі, є:

- забезпечення узгодженості програмних документів, запропонованих різними інституціями, зокрема Плану дій Асоціації та програми дій Великої двадцятки (G20);
- втілення в ЄС нової системи нагляду, яка має включати структури, призначенням яких є відслідковування системних ризиків і фінансовий нагляд;
- моніторинг швидкого зростання будь-яких нових фінансових продуктів для забезпечення уникнення нових системних ризиків;
- встановлення перешкод на шляху намагань окремих урядів повернутися до національного протекціонізму на фінансових ринках, зокрема, до заохочення національного кредитування;

²⁵ Laeven Luc, Valencia Fabian. Systemic Banking Crises: A New Database / International Monetary Fund // WP / 08 / 224. – 2008. – 78 p., с. 13

²⁶ Державний сектор і функції держави у період кризи / О.Й. Пасхавер, Л.Т. Верховодова, О.М. Кошик, К.М. Агєєва, Д.П. Згортюк. – К.: Відродження. – 2009. – 130 с.

²⁷ ICMA — The International Capital Market Association — є міжнародною організацією, що встановлює стандарти на міжнародному фондовому ринку вже понад 40 років

- знаходження перспективних рішень щодо розподілу відповідальності та фінансового тягарю між національними фінансовими органами виконавчої влади;
- створення підґрунтя для подальшого розвитку єдиного ринку капіталів у Європі, що, зокрема, передбачає розвиток єдиних правил, застосування європейського законодавства на територіях національних держав, досягнення високого рівня конкурентності між учасниками ринку;
- впровадження нового органу щодо регулювання обігу європейських цінних паперів і ринків та узгодження спільної політики з національними органами ;
- гармонізація американського та європейського ринки капіталів і під'єднання ключових ринків країн, що розвиваються, зокрема Бразилії, Росії, Індії та Китаю [1].

Отже, світова спільнота знову зажадала спільного простору дій та єдиного керма, яким завдала удару фінансова криза. Ослаблення позицій концепції концентрації світового нагляду за фондовим ринком було недовгим.

Це намагання посилити процеси інтеграції, особливо в європейському регіоні, є обґрунтованими. Європа зараз відчуває напрочуд великі негативні наслідки останньої фінансової кризи, які окреслюють досить погані перспективи для країн-членів ЄС. Зокрема, серед 10 країн з найнижчими темпами економічного зростання, як передбачав The Economist на 2011 р., шість буде в Європі, зокрема Ірландія, Португалія та Греція – з від'ємними темпами зростання, а Іспанія, Італія та Ісландія – з темпами зростання менше 1 %. Отже, посилення інтеграції, стандартизації підходів та формування наднаціональних регуляторів бачаться міжнародною спільнотою єдиним правильним рішенням щодо подолання негативних наслідків кризи.

Безперечно, Україна має прислуховуватись до думки міжнародної спільноти. Однак, маючи в якості орієнтира зазначені принципи, Україна повинна виробити загальні концептуальні основи для модернізації національного фінансового сектора, враховуючи власні слабкі місця та переваги. Якщо орієнтуватись на визначені у наведених документах ключові засади реформування фінансового ринку, то у багатьох позиціях Україна не зможе зробити дієвих кроків, а лише задекларує свої наміри.

Отже, вимога підвищення рівня прозорості функціонування фінансового сектору сама по собі є слушною. Проте специфіка розвитку фінансового сектору України не дає можливості її реалізувати повною мірою на практиці. Щодо фондового ринку, зокрема, то в державі діє значний позабіржовий ринок, обсяги якого неспівставні з обсягом біржової торгівлі. Крім того, якщо проаналізувати ступінь розкриття інформації різними емітентами, то за першим рівнем лістингу, який передбачає повне розкриття інформації, у 2009 р. було зареєстровано 16 цінних паперів, за другим — 274 цінні папери, а позалістингових цінних

паперів — 1182, що становить 80,3% від загального обсягу²⁸. Ситуація не змінилась (хоча трохи поліпшилась) і в 2010 р. Зокрема, частка позалістингових цінних паперів на 31.12.2010 р. складала 74 % від загальної кількості цінних паперів. Відтак, три чверті організованого ринку фактично опиняються за межами відслідковування діяльності емітентів, обігу цінних паперів тощо.

Навіть в регульованій частині фондового ринку можна виділити лише невеликий сегмент емітентів, які працюють досить відкрито, відповідно до оголошених принципів корпоративного управління. В останні роки емітентами акцій в основному (більш ніж на 60%) є банки – відкриті та публічні АТ, які випускали акції для збільшення статутного капіталу. Це явище свідчить також про продовження практики самовідтворювання фінансової системи. Отже, вимога транспарентності може лише залишатися лозунгом, для якого немає ніякого реального підґрунтя.

Трансакційні витрати у фінансовому секторі України лишаються напрочуд високими. Зокрема, на фондовому ринку значна частка цінних паперів випущена у документарній формі (до 2/3 випуску акцій). Оформлення страхових полісів та кредитних договорів потребує значно більше часу, ніж це здійснюється у розвинутих країнах. Недостатній рівень попиту з боку споживачів послуг фінансових ринків на Інтернет-ресурси, а також продукти, що надаються провайдером мобільних телефонів тощо.

Права інвесторів слабо захищені на всіх сегментах фінансового ринку України крім банківського. Зокрема, немає гарантійного фонду на вітчизняних біржах, який би забезпечував відшкодування втрат інвесторів. Ініціатива створення Фонду гарантування вкладів клієнтів кредитних спілок належить поодиноким кредитним спілкам і поки що не підтримана урядом.

Поширення інфраструктурних злочинів набуло великих масштабів. Зокрема, активно застосовується практика подвійного ведення реєстрів, відбувається порушення доступу до інсайдерської інформації та її розголошення з метою маніпулювання ринком.

Деякі кроки по розробці концептуального бачення розвитку фінансового сектора зроблена. Зокрема запропоновано Програма розвитку фондового ринку України на 2011 – 2015 роки (далі — Програма). Серед основних завдань Програми зазначено:

- подальший розвиток фондового ринку України;
- збільшення капіталізації та ліквідності фондового ринку, зокрема, суттєве розширення пропозиції цінних паперів з високими інвестиційними характеристиками, створення умов для максимального використання потенціалу біржового ринку,

²⁸ У цьому абзаці і далі наводяться дані з звіту Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2009 р.

сприяння розвитку та становленню потужних національних інституційних інвесторів, стимулювання участі роздрібних та іноземних інвесторів на фондовому ринку;

- удосконалення ринкової інфраструктури та засад саморегулювання, забезпечення їх надійного і ефективного функціонування;
- покращення механізмів захисту прав інвесторів, зокрема, подальше удосконалення корпоративного управління; підвищення рівня державного та суспільного захисту прав інвесторів; удосконалення інформаційної прозорості фондового ринку; покращення фінансової грамотності населення щодо фондового ринку;
- удосконалення умов і правил державного регулювання та нагляду на фондовому ринку.

Прогнозні (очікувані) показники розвитку фондового ринку України до 2015 р. передбачають залучення в середньому щорічно не менше ніж 100 млрд грн в цінні папери, у т.ч. у формі нових інвестицій не менше ніж 75 млрд грн.; підвищення рівня капіталізації фондового ринку до ВВП до 40% (на кінець 2009 р. — 19,5%); збільшення долі біржового ринку до 10 %.

Вважаємо, що при реалізації таких масштабних завдань передусім має бути врахований принцип узгодження цілей і завдань з інструментарієм, який використовується при цьому. Постановка амбіційних цілей має цілком відповідати реальним можливостям країни, особливо у передбаченні нових хвиль фінансових криз.

Головним напрямом дій українського уряду має бути формування умов, за яких лівова частина цінних паперів буде мати обіг на організованому ринку. Зокрема, до цього може привести встановлення урядом нижньої границі обсягу цінних паперів, випущених публічними та відкритими акціонерними товариствами, які обов'язково мають перебувати у обігу на площадках організаторів торгів.

Другий напрям полягає у формуванні нової платформи нагляду, яка передусім орієнтована на виявлення, систематизацію, оцінку та прогнозування системних ризиків, на які наражається фінансова система, та оцінку ймовірності настання стресової ситуації. Основними інструментами, які мають бути застосовані — побудова різних моделей ризиків, їх взаємовпливу, сценаріїв їх дії на макроекономічні показники. Вважаємо, що обов'язково має бути врахована технологія ризик-менеджменту, яка активно розвивалась на мікроекономічному рівні регулювання і довела свою ефективність.

Третій напрям пов'язаний із формуванням системи інституцій, які відповідають за нагляд і регулювання фінансової системи, знаходження перспективних рішень щодо розподілу відповідальності та фінансового тягарю між національними фінансовими органами виконавчої влади та побудова ефективних взаємовідносин із аналогічними міжнародними та

європейськими інституціями. Насамперед йдеться про зміну моделі регулювання і апробацію підходу, що у світовій практиці отримав назву «twin peaks» — розмежування функцій регулювання та нагляду за усіма основними секторами фінансового ринку та їх передача двом різним органам, які застосовують власні підходи щодо забезпечення стабільності національної фінансової системи.

Четвертий напрямок модернізації фінансової системи — досягнення високого рівня прозорості роботи учасників фінансових трансакцій, посилення відповідальності за розголошення інсайдерської чи конфіденційної інформації, подолання явища інформаційної асиметрії. Прозорість функціонування ринку досягається формуванням принципово нової системи звітності, що відповідає вимогам міжнародних стандартів обліку та аудиту і побудована на новій платформі інформаційного забезпечення за принципом інтероперабельності (взаємопов'язаності) усієї системи прийняття рішень по вертикалі та горизонталі національної фінансової системи.

П'ятий напрям дій — зниження трансакційних витрат при здійсненні будь-якої фінансової операції, починаючи з отримання дозволу на її виконання і закінчуючи оплатою комісійних при здійсненні торгів на фінансовому ринку. Таке здешевлення фінансових послуг можливе за умов кібернетизації фінансового простору, уніфікації та стандартизації процедур і технологій надання послуг.

Шостий напрям дій передбачає активне залучення фінансових інституцій до фінансування ключових проектів соціально-економічного розвитку країни та впровадження інновацій. Для цього має бути ретельно підготовлена система преференцій, які надаватимуться фінансовим інституціям для реалізації державних програм, але із врахуванням запобігання створення неконкурентного «поля гри» для основних учасників цих процесів.

Сьомий напрям дій вимагає побудови стратегічних орієнтирів у взаємовідносинах з міжнародними економічними організаціями на предмет розробки боргової стратегії України та тактики управління боргом. Особливої уваги потребують питання вибору інструментарію таких взаємовідносин і виявлення можливостей співпраці з різними інституціями світової фінансової системи.

Безперечно, що коло завдань, які можуть бути поставлені перед урядом України в аспекті модернізації фінансової системи, є значно ширшим, ніж це представлено в даній роботі. Основними результатами, які мають свідчити про успішне вирішення поставлених цілей, є:

уникнення наслідків інформаційної асиметрії (шахрайства, несанкціонованого доступу до інформації тощо);

поступовий відхід від асиметрії розвитку окремих сегментів фондового ринку, зокрема, гіперболізації сегменту акцій;

запобігання асиметрії регуляторних засобів та інструментів, зокрема, застосування одних механізмів управління та ігнорування інструментів, які широко застосовуються у світовій практиці модернізації фондового ринку країни;

подолання асиметрії регіонального розвитку фінансового ринку;

адекватне збільшення рівня капіталізації фондового ринку;

підвищення рівня залучення населення до операцій на фінансовому ринку української держави.

Завданнями фінансової науки має бути декомпозиція цілей, ранжування завдань відповідно до їх пріоритетності та важливості для національної економіки, визначення ресурсної бази реалізації.

1.3. Інноваційні механізми стимулювання спрямування фінансових ресурсів у розвиток реального сектору економіки

Загальновизнаним є факт, що залучення інвестицій в реальний сектор економіки України є однією з найгостріших проблем, вирішення якої є перманентним процесом. Саме брак фінансових коштів є в даний час найважливішою причиною відсутності помітного пожвавлення в більшості галузей і сфер економічної діяльності. За роки економічних перетворень істотно погіршали найважливіші якісні і кількісні параметри, що характеризують стан інвестиційної сфери країни. Існує низка проблем, які пов'язані із браком інвестиційних ресурсів, зокрема: обмеженість джерел інвестування через скорочення державної підтримки; скорочення обсягів кредитування з боку кредитних організацій і недостатність власних ресурсів у реального сектора економіки; недостатність обсягів грошових ресурсів, що знаходиться в країні, для відновлення економічного зростання і подолання спаду інвестицій; переважання наявно-грошової форми у складі грошових ресурсів. Цей чинник різко погіршує якість фінансових ресурсів з позиції їх придатності для довгострокового інвестування.

Розвиток реального сектору економіки України, забезпечення економічного зростання можливе лише за умови докорінного оновлення основних засобів, технічна і технологічна відсталість яких є основною причиною випуску на більшості підприємств неконкурентоспроможної продукції, не кажучи вже про зростання небезпеки техногенних катастроф.

За даними державної служби статистики України ступінь зносу основних засобів у 2010 році склав 74,9 %, зокрема сільське господарств – 40,8 %; добувна промисловість – 47,8 %; переробна промисловість – 66,8 %; виробництво та розподілення електроенергії, газу та води – 60,7 %; будівництво – 50,1 %; транспорт і зв'язок – 94,4 % тощо (див. додаток А).

Саме тому проблеми залучення фінансових ресурсів в реальний сектор економіки, відтворення основних засобів на новій технічній основі виходять зараз на провідне місце в економічній політиці держави.

Викликає занепокоєння той факт, що погіршення показників відтворення основних засобів проходить на тлі зниження інноваційної діяльності (див. табл. **)

Таблиця **

Впровадження інновацій на промислових підприємствах

Рік	Питома вага, що впроваджували інновації, %	Впроваджено нових технологічних процесів, процесів	у т.ч. маловідходні, ресурсозберігаючі	Освоєно виробництво інноваційних видів продукції, *найменувань	з них нові види техніки	Питома вага реалізованої інноваційної продукції в обсязі промислової, %
2000	14,8	1403	430	15323	631	
2001	14,3	1421	469	19484	610	6,8
2002	14,6	1142	430	22847	520	7,0
2003	11,5	1482	606	7416	710	5,6
2004	10,0	1727	645	3978	769	5,8
2005	8,2	1808	690	3152	657	6,5
2006	10,0	1145	424	2408	786	6,7
2007	11,5	1419	634	2526	881	6,7
2008	10,8	1647	680	2446	758	5,9
2009	10,7	1893	753	2685	641	4,8
2010	11,5	2043	479	2408	663	3,8
2011	12,8	2510	517	3238	897	3,8

Джерело: Державна служба статистики України [Електронний ресурс] Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

Як видно із даних таблиці 1, ні в передкризовому 2007 р., ні в після кризовий період не відбулось відновлення кількості підприємств, які впроваджували інновації на початку 2000-х рр. Засвоєння виробництва інноваційних видів продукції у 2010 р. порівняно з 2000 р.

скоротилось у 6,36 рази і має стійку динаміку до поступового скорочення, починаючи з 2002 р. Негативна динаміка спостерігається і щодо впровадження нових видів техніки, а також питомої ваги реалізованої продукції в загальному обсязі промислової.

Частково причиною указаних негативних явищ є скорочення коштів, які спрямовуються на інноваційну діяльність з державного бюджету (табл..2). Зокрема, у 2010 р. на фінансування інноваційної діяльності держава спрямувала 68% від рівня 2009 р. і в 3,9 рази менше, ніж у 2008 р. Недостатньо власних фінансових ресурсів і у суб'єктів господарювання: з 2007 р. відбувається їх постійне зменшення.

Таблиця 2

Джерела фінансування інноваційної діяльності

Рік	Загальна сума витрат	У тому числі за рахунок коштів			
		власних	державного бюджету	іноземних інвесторів	інші джерела
		млн. грн.			
2000	1757,1	1399,3	7,7	133,1	217,0
2001	1971,4	1654,0	55,8	58,5	203,1
2002	3013,8	2141,8	45,5	264,1	562,4
2003	3059,8	2148,4	93,0	130,0	688,4
2004	4534,6	3501,5	63,4	112,4	857,3
2005	5751,6	5045,4	28,1	157,9	520,2
2005	6160,0	5211,4	114,4	176,2	658,0
2007	10850,9	7999,6	144,8	321,8	2384,7
2008	11994,2	7264,0	336,9	115,4	4277,9
2009	7949,9	5169,4	127,0	1512,9	1140,6
2010	8045,5	4775,2	87,0	2411,4	771,9
2011	14333,9	7585,6	149,2	56,9	6542,2

Джерело: Державна служба статистики України [Електронний ресурс] Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

У структурі витрат відбулись також негативні зміни. Зокрема, зменшився рівень загальних витрат (порівняно з 2008 р. — на 33%), а також на придбання машин, обладнання та програмного забезпечення (табл..3).

Таблиця 3 – Інноваційна активність суб'єктів господарювання

Рік	Питома вага підприємств, що займалися інноваціями	Загальна сума витрат	Дослідження і розробки	Придбання інших зовнішніх знань	Підготовка виробництва для впровадження інновацій	Придбання машин обладнання та програмного забезпечення	Інші витрати
	%						
2000	18,0	1760,1	266,2	72,8	163,9	1074,5	182,7
2001	16,5	1979,4	171,4	125,0	183,8	1249,4	249,8
2002	18,0	3018,3	270,1	149,7	325,2	1865,6	407,7
2003	15,1	3059,8	312,9	95,9	527,3	1873,7	250,0
2004	13,7	4534,6	445,3	143,5	808,5	2717,5	419,8

2005	11,9	5751,6	612,3	243,4	991,7	3149,6	754,6
2006	11,2	6160,0	992,9	159,5	954,7	3489,2	563,7
2007	14,2	10850,9	986,5	328,4	-	7471,1	2064,9
2008	13,0	11994,2	1243,6	421,8	-	7664,8	2664,0
2009	12,8	7949,9	846,7	115,9	-	4974,7	2012,6
2010	13,8	8045,5	996,4	141,6	-	5051,7	1855,8
2011	16,2	14333,9	1079,9	324,7	-	10489,1	2440,2

Джерело: Державна служба статистики України [Електронний ресурс] Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

Зазначимо, що технічний рівень створених зразків наукових технологій не відповідає сучасним вимогам, а технічний рівень майже кожного третього зразка не визначено через відсутність на підприємстві інформації про кращі світові аналоги. Це призводить до подальшого відставання впровадження в галузі новітніх технологій та освоєння на їх базі нових видів наукоємної продукції.

Фінансовий механізм відтворення основних засобів стосується перш за все процесів інвестування (в основний капітал), активізація якого повинна передбачати розробку і реалізацію комплексу заходів як на макроекономічному рівні, так і на рівні окремих суб'єктів господарювання. Важливими напрямками регулювання інвестиційної діяльності є такі:

- забезпечення поліпшення дії всіх ключових факторів створення сприятливого інвестиційного клімату;
- вдосконалення бюджетно-податкової політики шляхом визначення пріоритетних напрямів інвестування в реальну сферу виробництва з відповідною концентрацією фінансових ресурсів та впровадженням низки податкових пільг із контролем їх належного застосування;
- вдосконалення амортизаційної політики з позицій створення найбільш сприятливих умов формування внутрішніх джерел фінансування і гнучкого їх застосування;
- внесення змін у процеси впровадження грошово-кредитної політики стосовно визначення умов стимулювання розширення довгострокового кредитування, регулювання облікової ставки НБУ і банківської процентної ставки відповідно до потреб розвитку державно-приватного партнерства;
- стимулювання розвитку лізингових відносин, розвитку факторингу та форфейтингу;
- вибіркове залучення іноземних інвестицій.

Розглянемо деякі аспекти залучення фінансових інституцій, які можуть суттєво впливати на цей процес.

Потреби у післякризовому оновленні економіки країни є напрочуд значними. Перш за все це стосується обсягів і структури капітальних вкладень, адже кризові явища найбільшою мірою вразили саме інвестиційну сферу.

За даними Державної служби статистики, інвестиційна динаміка в 2010 р. характеризувалась суттєвим відставанням від динаміки економічного зростання. Спостерігався приріст ВВП на 4,2 %, приріст промислового виробництва на 11,2 %, поряд з цим тривала стагнація інвестиційних процесів. За підсумками року не вдалося забезпечити інвестування економіки навіть на рівні кризового 2009 року – обсяг інвестицій в основний капітал зменшився порівняно з 2009 роком на 0,6 %. Стагнаційні тенденції інвестиційної діяльності були обумовлені її спадом в переробній промисловості (на 13,4 %), торгівлі (25,2 %), будівництві (17,8 %), фінансовій діяльності (21,3 %) (див. додаток Б).

У 2011 р. інвестиційні процеси активізувались і випереджають загальноекономічну динаміку. Якщо приріст обсягу ВВП становив 5,3 % в першому та 3,8 % в другому кварталах, приріст промислової продукції у січні-червні становив 8,7 %, то зростання інвестицій в основний капітал досягло 12 % у першому та 15,9 % у другому кварталах по відношенню до відповідних періодів попереднього року.

Спостерігається напрочуд низький рівень валового нагромадження основного капіталу, що значно поступається показникам докризового рівня і не відповідає потребам забезпечення розширеного економічного відтворення. Загалом у 2010 р. позначилась тенденція до відновлення процесів нагромадження капіталу, проте темпи такого відновлення були вельми низькими. Норма нагромадження основного капіталу в 2010 р. становила 19 % (в 2009 році – 18,3 %), тобто відповідала стану початку періоду економічного зростання минулого десятиліття і суттєво поступалася докризовим показникам (у 2008 році – 26,4 %). За результатами I кварталу 2011 р. норма нагромадження основного капіталу становила лише 15 %, другого кварталу – 17,2 %. Такі показники є вочевидь недостатніми для здійснення модернізації економіки.

Рівень капітальних інвестицій та їх розподіл за джерелами фінансування представлено на рисунку 2,3 та у додатку Б, В.

Основними джерелами інвестиційної активності в економіці в 2010 р. стали сфера операцій з нерухомим майном (приріст інвестицій становив 32,2 %), сільське господарство (16,5 %), державне управління (30,2 %), охорона здоров'я (29,2 %) та освіта (12,3 %). Це відобразилось на структурі інвестицій за видами економічної діяльності, в якій, зокрема, понад п'яту частину становили операції з нерухомим майном (21,7 %), в той час як частка всієї переробної промисловості дорівнювала 20 % (див. додаток Г).

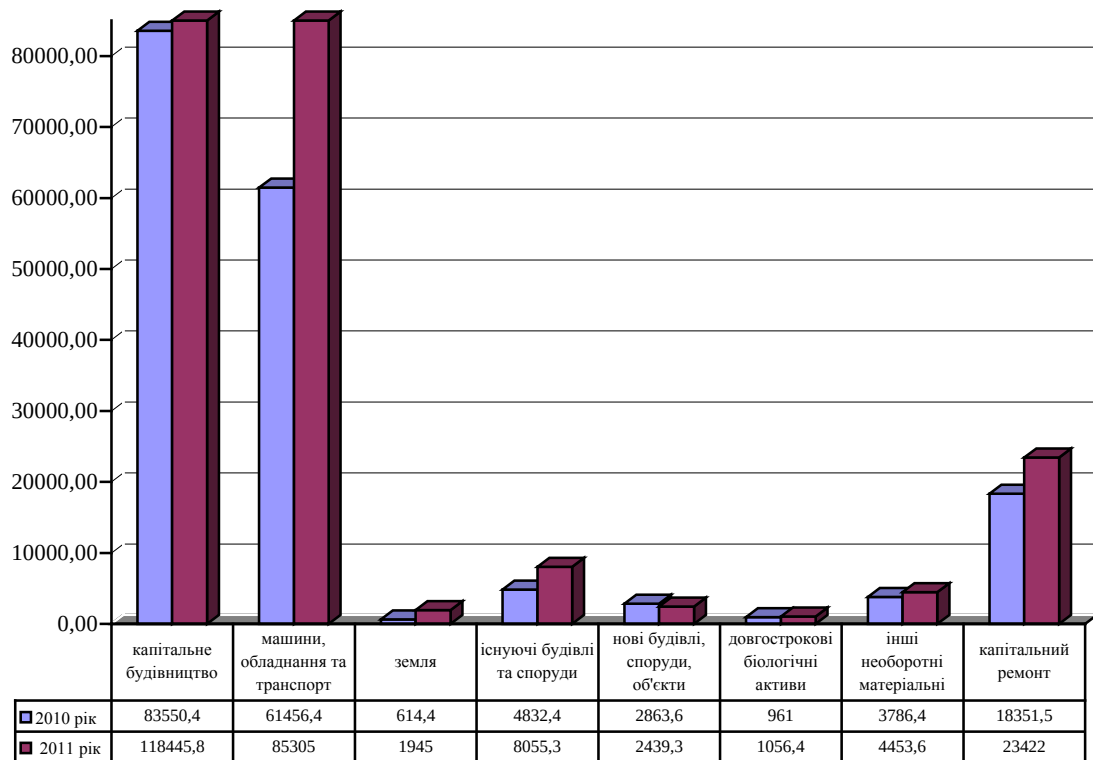


Рисунок 2. Капітальні інвестиції за 2010-2011 роки, млн. грн.

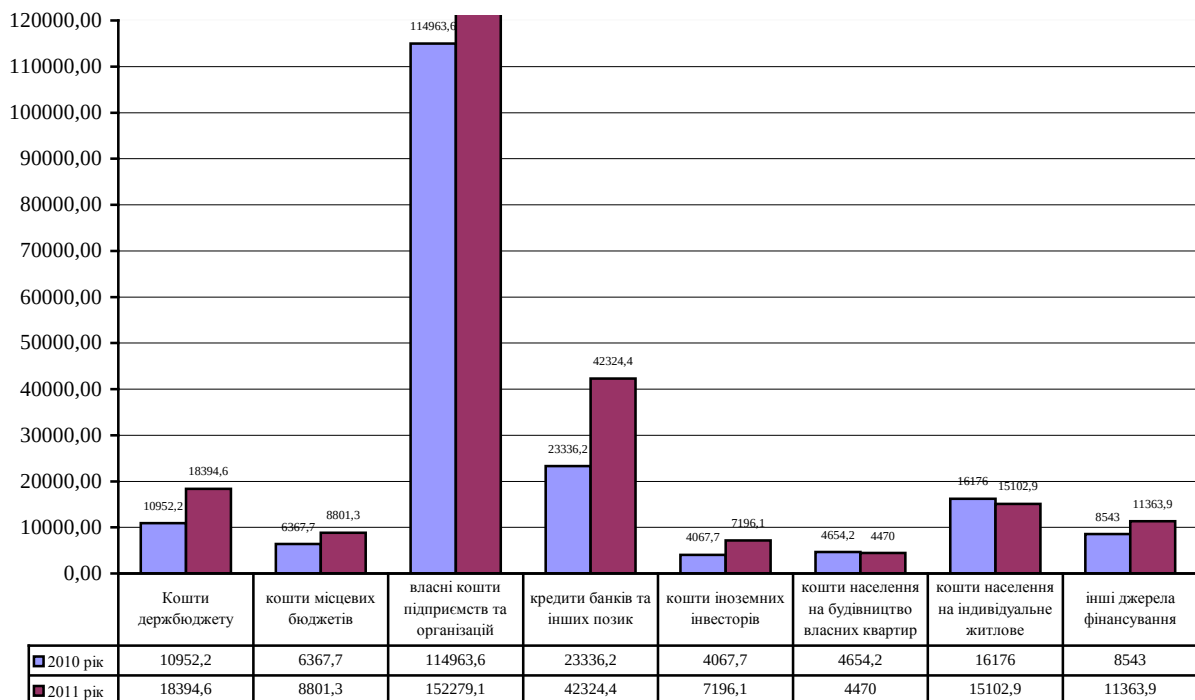


Рисунок 3. Капітальні інвестиції за джерелами фінансування (2010-2011 роки)

У першому півріччі 2011 р. серед сфер економічної діяльності найбільш динамічно нарощували обсяги інвестування в основний капітал діяльність готелів та ресторанів (приріст 125,6 % до відповідного періоду попереднього року), державне управління (68,1 %), сільське

господарство (59,4 %), освіту (46,7 %), будівництво (40,6 %), добувну промисловість (28,3 %). Відтак, з урахуванням абсолютних показників, у структурі інвестування відбулися зрушення на користь сфер виробничої діяльності за рахунок фінансово-розподільчої сфери: зросла питома вага промисловості, сільського господарства та будівництва. Проте це забезпечується передусім за рахунок реалізації інфраструктурних проектів до ЄВРО-2012, значних податкових пільг та інвестування добувної галузі.

У 2010 році найбільший приріст обсягів інвестицій порівняно з попереднім роком забезпечили хімічна та нафтохімічна (38,3 %), легка (21,4 %) промисловість та машинобудування (12 %). Водночас тривала інвестиційна стагнація у виробництві іншої неметалевої мінеральної продукції (зменшення обсягів на 38,2 %), металургійній (31,9 %) та харчовій (29,3 %) галузях. Внаслідок такої динаміки суттєво змінилась галузева структура інвестування промисловості. Понад чверть (26,6 %) обсягу інвестиційних ресурсів, що надійшли у промисловість у 2010 р., було спрямовано у добувну галузь. Значними були також частки харчової (14,2 %), хімічної та нафтохімічної (12,3 %), металургійної (8,8 %) промисловості, машинобудування (7,5 %) та виробництва і розподілення електроенергії, газу та води (14,9 %). У першому півріччі 2011 р. погіршення структури інвестування промисловості триває, оскільки зростання інвестицій забезпечується насамперед за рахунок добувної галузі, частка якої зросла вже до 31,2 %.

Вже стало звичним до основних причин низької інвестиційної привабливості України відносити все ще не усунені недоліки в законодавстві, що не забезпечує інвесторам достатніх гарантій збереження їх фінансових коштів. Проте слід визнати, що об'єктивними причинами припливу капіталів в реальний сектор України перешкоджає ціла низка суб'єктивних чинників, зокрема низький рівень розвитку інноваційно-інвестиційної інфраструктури. Для того, щоб інвестування перестало носити спорадичний характер, недостатньо мати лише банки й інвестиційні фонди. Необхідно залучити потенціал інших фінансових компаній, а також створити умови, що полегшують діяльність інвесторів і кредиторів. Для успішної діяльності інвесторам необхідно мати великий обсяг систематизованої інформації, що характеризує з різних точок зору проекти, галузі, регіони тощо. Тобто, має існувати ціла мережа інформаційно-консалтингових фірм, що зможе надавати ту інформацію, яка реально представляє для інвесторів інтерес.

Крім того, мають функціонувати галузеві і професійні асоціації, які б лобіювали галузеві інтереси на рівні виконавчої і законодавчої влади, у тому числі, регіональної влади. Це особливо важливо, оскільки без дієвого механізму лобіювання неможливо досить оперативно реагувати на політичні і економічні зміни з метою створення або підтримки сприятливих умов інвестування.

Подібна інвестиційна інфраструктура частково вже склалася у низці орієнтованих на експорт галузей, і це пояснюється їх підвищеною привабливістю для інвесторів, у тому числі і зарубіжних. Стан в інших, менш інвестиційно-привабливих галузях, також не можна назвати безнадійним. Для створення сприятливих умов для їх інвестиційної діяльності необхідно витратити більше зусиль, причому, не тільки з боку органів державного управління, а й з боку представників ділового середовища. Проблема має розв'язуватися комплексно, при тісній взаємодії галузевої та регіональної виконавчої влади, державно-приватному партнерстві. Об'єднуючим стрижнем тут є інтереси галузі та території, прагнення до створення передумов для їх довгострокового і динамічного розвитку.

У сфері кредитної політики важливим завданням є створення сприятливих умов для активізації довгострокового кредитування реального сектора економіки. Це можливо завдяки здійсненню заходів щодо збільшення загальних обсягів кредитування фінансовими компаніями реальної економіки, запровадження стимулюючої відсоткової політики; переорієнтація кредитних ресурсів банківської системи на довгострокового кредитування; створення спеціальних інвестиційних банків із забезпеченням пільгових умов кредитування критичних для держави інвестиційних програм.

Важливим напрямом активізації інвестиційної діяльності є впровадження і подальше розповсюдження лізингових відносин. Лізинг, як відомо, представляє собою одну з форм товарного кредиту та інвестицій, а ризик в цьому випадку розповсюджується між суб'єктами лізингових відносин. Основними напрямками і заходами щодо сприяння активізації і впровадження лізингових відносин в Україні є, на наш погляд, такі:

- вдосконалення законодавчої бази щодо лізингу (в тому числі і при сублізингу); її узгодження із світовою практикою;
- розробка заходів державної підтримки лізингових відносин і державної гарантії, а також захисту іноземних інвестицій щодо їх впровадження у пріоритетних, інноваційних галузях і сферах діяльності;
- запровадження пільгового оподаткування суб'єктів лізингових відносин, а також комерційних банків щодо їх кредитування і страхування особливо у випадку, коли об'єктом лізингу є інноваційний продукт;
- розширення відповідної ринкової та інформаційної інфраструктури.

Оцінюючи ємність ринку лізингових послуг, зазначимо, що за оцінками зарубіжних фахівців потреба в лізингу становить близько 40 млрд дол. США. Водночас, обсяг українського ринку є значно меншим.

За Переліком юридичних осіб, які мають право надавати фінансові послуги та перебувають на обліку в Держфінпослуг, до лізингодавців належить 199 юридичних осіб, а в

Державному реєстрі фінансових установ ще 51 фінансова компанія, що надає послуги з фінансового лізингу. Протягом 2010 року фінансовими компаніями та юридичними особами, які не мають статусу фінансових установ, але можуть згідно із законодавством надавати фінансові послуги, укладено 5104 договори фінансового лізингу на суму 4 972,6 млн. грн. Вартість об'єктів лізингу, що є предметом договорів, укладених протягом 2010 року, становить 3 789,4 млн. грн. Вартість чинних договорів фінансового лізингу станом на 01.01.11 становить 30,6 млрд. грн.

Особливо зазначимо той факт, що близько 99,8% усіх послуг фінансового лізингу надається юридичними особами – суб'єктами господарювання, які не є фінансовими установами.

За підсумками 2010 року найбільшими споживачами лізингових послуг є: транспортна галузь (вартість договорів станом на 01.01.11 – 18 123,3 млн.грн.), сільське господарство (3 966,2 млн.грн.), будівництво (2 520,4 млн. грн.), сфера послуг (1 526,4 млн. грн.). Схема розподілу обсягів лізингових операцій за галузями представлена на рисунках 7, 8.

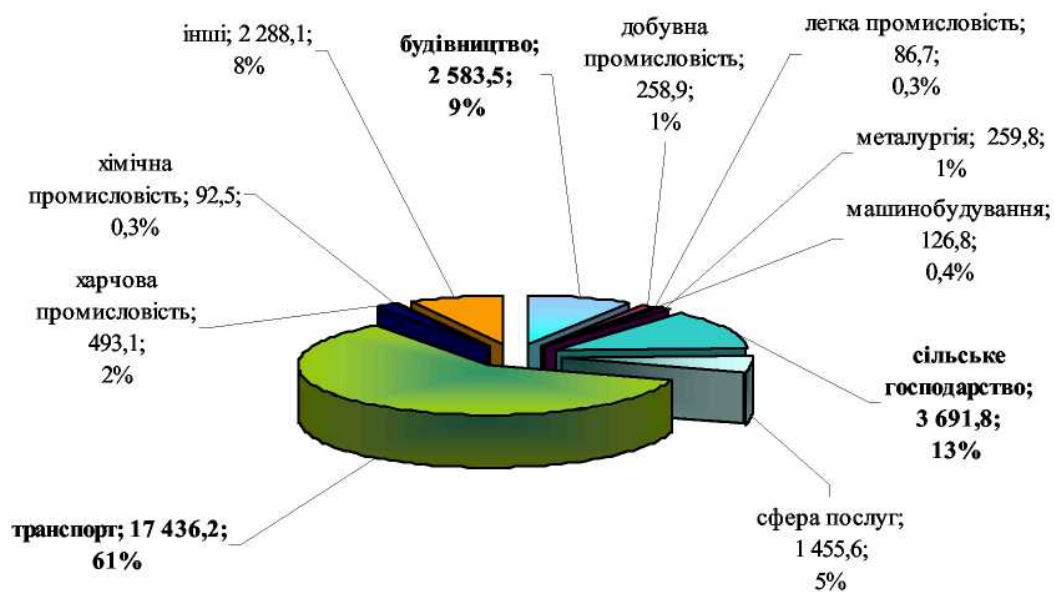


Рисунок 7. Розподіл вартості чинних договорів фінансового лізингу за галузями станом на 30.09. 2010 (млн. грн.)

Отже, ми бачимо, що переважна більшість контрактів укладається в транспортній галузі, за нею слідує сільське господарство, будівництво і сфера послуг. У таких галузях, як

машинобудування, хімічна та харчова промисловість, де потреби в оновленні матеріальної бази виробництва напрочуд значні, укладається 1% від загальної суми і менше.

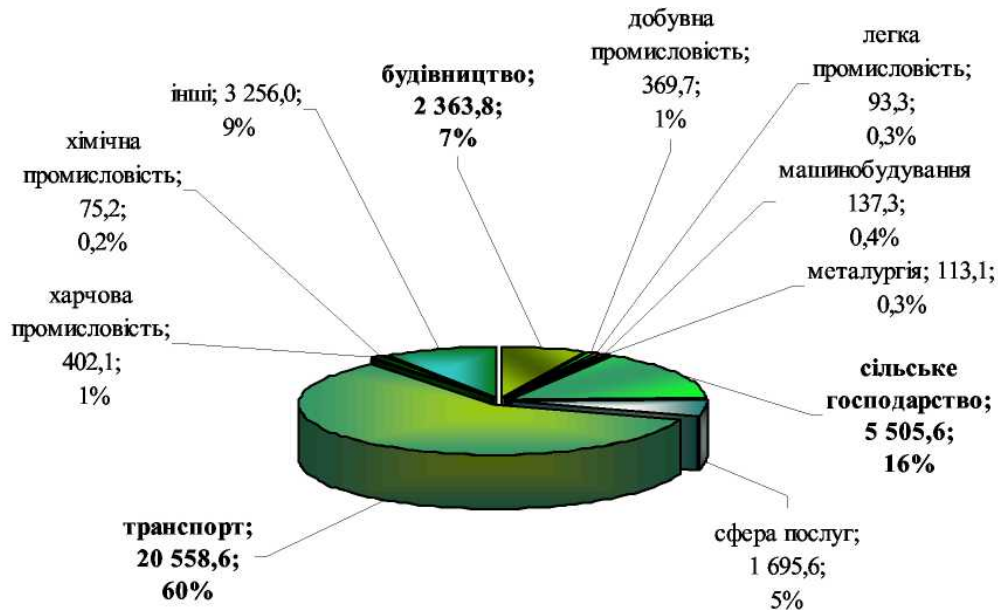


Рисунок 8. Розподіл вартості чинних договорів фінансового лізингу за галузями станом на 30.09.11 (млн. грн.)

Ключовим напрямом спрямування потоків інвестицій у реальний сектор є регулювання діяльності фінансових компаній для стимулювання їх щодо фінансування економіки держави. Наведемо характеристику діяльності фінансових компаній в Україні. Так, станом на 01.01.11 в Державному реєстрі фінансових установ міститься інформація про 221 фінансову компанію. Узагальнені дані щодо обсягу фінансових послуг, наданих фінансовими компаніями за 2008-2010 рр., наведені в таблиці 4. Обсяги надання фінансових послуг за 9 місяців 2011 року наведено в таблиці 5.

Вид фінансової послуги	2008	2009	2010	Темпи приросту %	
				2009/ 2008	2010/ 2009
Надання фінансових кредитів за рахунок власних коштів	170,5	135,5	300,0	-20,5	121,4
Надання позик	102,4	64,3	29,8	-37,2	-53,7
Надання порук(поручительств)	0,1	0,3	0,5	200,0	66,7
Фінансовий лізинг (вартість укладених договорів фінансового лізингу)	10,6	5,2	7,6	-49,1	46,2

Надання гарантій	42,0	8,7	502,6	-79,3	5 677,0
Факторинг	1 448,2	1 594,9	6 407,9	10,1	301,8
Операції з обміну валют	11 623,7	17 206,5	16 631,9	48,0	-3,3
Операції з переказу грошових коштів	1 837,8	2 818,6	3 179,3	53,4	12,8

Таблиця 4 –

Інформація про обсяги та види фінансових послуг, наданих фінансовими компаніями за 2008-2010рр., млн. грн.

Джерело: <http://www.dfp.gov.ua/731.html>

Таблиця 5 – Основні показники діяльності фінансових компаній та лізингодавців у 2011 році, млн.грн.

Вид фінансової послуги	I кв. 2011	II кв. 2011	III кв. 2011	IV кв. 2011
Надання фінансових кредитів за рахунок власних коштів	128,2	326,9	202,1	н/д
Надання позик	22,6	40,2	66,7	-
Надання поручительств	0,2	0,4	0,4	-
Вартість укладених договорів фінансового лізингу	0,7	5,9	2,5	-
<i>юридичними особами</i>	1 274,0	2 768,0	4 400,5	-
Надання гарантій	3,6	0,2	0,5	-
Факторинг	1 055,6	1 166,5	1 646,6	-
Залучення фінансових активів юридичних осіб із зобов'язанням щодо наступного їх повернення	91,0	4,9	7,9	-
Залучення коштів установників управління майном з метою фінансування будівництва житла	556,3	536,4	719,6	-
Операції з обміну валют	4 126,4	3 578,6	3 552,8	-
Операції з переказу грошових коштів	898,1	1 037,4	1 297,6	-
<i>Укрпошта</i>	1 757,2	1 903,1	1 940,1	-
Всього, у тому числі:	9 913,9	11 368,5	13 837,3	-
фінансовими компаніями	6 882,7	6 697,4	7 496,7	-

юридичними особами	3 031,2	4 671,1	6 340,6	-
--------------------	---------	---------	---------	---

Джерело: <http://www.dfp.gov.ua/731.html>

Зазначимо, що за 2010 рік спостерігалась тенденція щодо збільшення обсягів надання фінансовими компаніями послуг фінансового лізингу, факторингу, надання фінансових кредитів за рахунок власних коштів, надання гарантій та операцій з переказу грошових коштів порівняно з минулим роком.

Зазначимо також, що обсяги наданих фінансовими компаніями послуг факторингу, операцій з обміну валют та переказу грошових коштів, надання фінансових кредитів за рахунок власних коштів, надання гарантій та порук (поручительств) в 2010 році порівняно з докризовим рівнем 2008 року значно зросли, що свідчить про динамічний розвиток фінансових компаній та поступове подолання наслідків світової фінансової кризи

Значний обсяг робіт виконується фінансовими компаніями з фінансування будівництва, зокрема ФФБ та ФОН.

Діяльністю із залучення коштів установників управління майном для фінансування об'єктів будівництва та/або здійснення операцій з нерухомістю станом на кінець 2010 р. займаються 87 фінансових компаній

Динаміка зміни кількості довіритель ФФБ та залучених від них коштів за 2008-2010 рр. наведена на рис. 4.

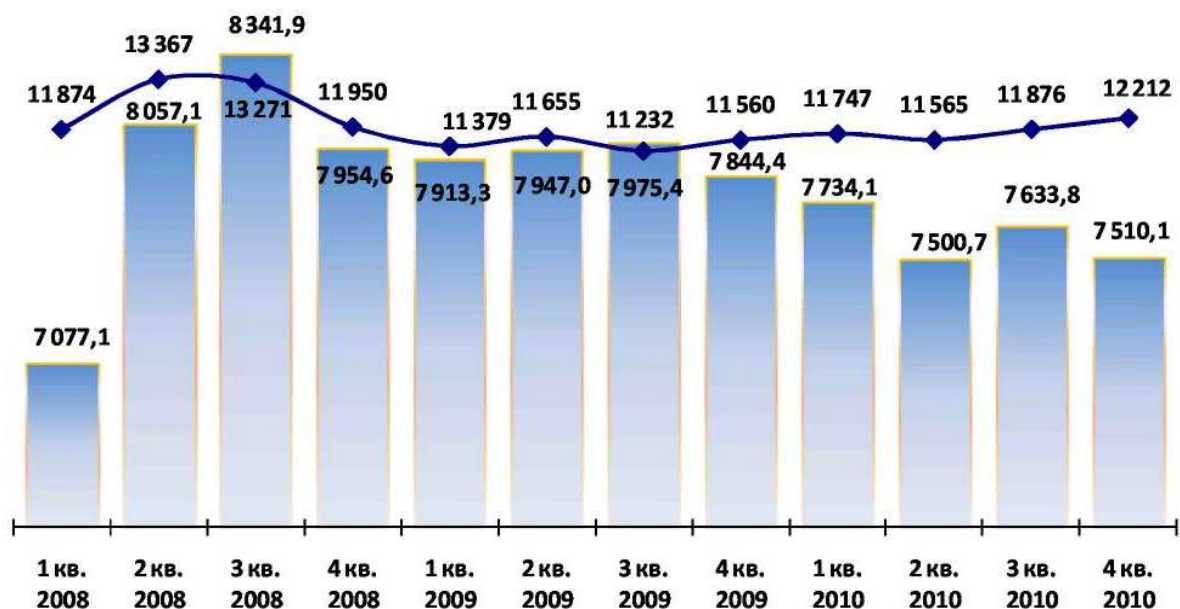


Рисунок 4. Динаміка зміни кількості довіритель ФФБ та залучення коштів від довіритель ФФБ за 2008-2010рр.

Загалом, станом на 01.01.11 фінансовими компаніями - управителями залучено для фінансування об'єктів будівництва 7 510,1 млн. грн., що свідчить про незначне скорочення обсягів залучення коштів від довіритель ФФБ на 4,3 % в порівнянні з аналогічним періодом минулого року (станом на 31.12.09 фінансовими компаніями - управителями залучено коштів для фінансування об'єктів будівництва 7 844,4 млн. грн.). Кількість довіритель ФФБ станом на 31.12.10 становить 12 212 осіб (12 090 фізичних та 122 юридичні особи), що свідчить про їх збільшення порівняно з минулими роками, як наслідок, підвищення рівня довіри до зазначених установ.

Станом на 01.01.11 фінансові компанії - управителі залучили 68,2 млн. грн. для здійснення операцій з нерухомістю та здійснення інших дій з управління ФОН з метою отримання доходу в інтересах власників сертифікатів ФОН та для забезпечення його діяльності з управління майном.

Динаміка залучення коштів за 2008-2010рр. від фізичних та юридичних осіб (власників сертифікатів ФОН) наведена на рис. 5.

За 2008-2010рр. залучення коштів за допомогою сертифікатів ФОН здійснювалося невеликою кількістю фінансових компаній. Наприкінці 2010 року відбулось значне скорочення залучення коштів від юридичних осіб.

Окремо виділимо факторингові послуги. Факторингові операції вигідні для юридичних осіб у зв'язку з появою можливості зменшити витрати на адміністрування проблемних боргових зобов'язань та наростити свої активи. У 2010 році, на противагу докризовому рівню 2008 року, ринок купівлі проблемних боргів юридичних осіб фінансовими компаніями, які мають право надавати послуги факторингу, поступово розвивається.

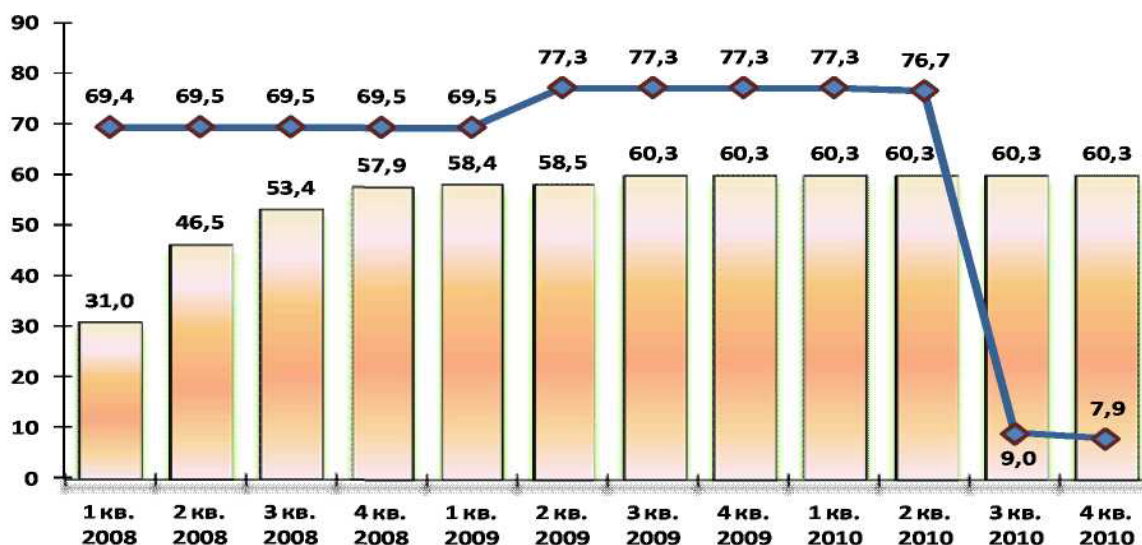


Рисунок 5. Динаміка залучення коштів від фізичних та юридичних осіб (власників сертифікатів ФОН) за 2008-2010рр., млн. грн.

Станом на 01.01.11 в Державному реєстрі фінансових установ міститься інформація про 78 фінансових компаній, які мають право надавати послуги факторингу. Протягом IV кварталу 2010 року фінансові компанії уклали 1 556 договорів факторингу загальним обсягом 2 519,8 млн. грн. і виконали 1 205 договорів на суму 1 869,0 млн. грн. Діючими на кінець IV кварталу 2010 року залишалося 1 986 договорів факторингу.

Динаміка кількості та вартості укладених фінансовими компаніями договорів факторингу по кварталах наведена на рис. 6.

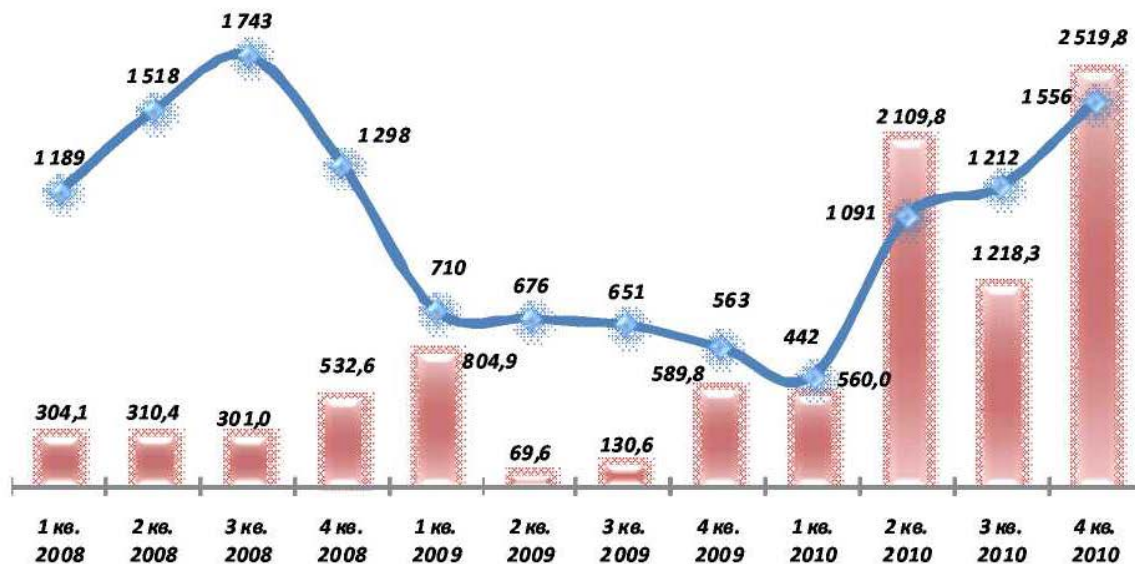


Рисунок 6. Динаміка надання фінансовими компаніями послуг факторингу за 2008-2010рр

Для стимулювання інноваційної діяльності недостатньо реалізації великомасштабних державних програм на центральному рівні. Вкрай необхідним є стимулювання фінансування інноваційно-інвестиційних програм на рівні регіону, міста, району. Зокрема, для здійснення фінансової підтримки місцевих інноваційних програм органи місцевого самоврядування можуть створювати комунальні спеціалізовані небанківські інноваційні фінансово-кредитні установи і підпорядковувати їх виконавчим органам місцевого самоврядування.

Комунальні інноваційні фінансово-кредитні установи діють на основі положень (статутів) про них, що розробляються і затверджуються органами місцевого самоврядування.

Кошти комунальної інноваційної фінансово-кредитної установи формуються за рахунок коштів відповідного місцевого бюджету, залучених вітчизняних та іноземних інвестицій юридичних та фізичних осіб, добровільних внесків юридичних та фізичних осіб, власної чи спільної фінансово-господарської діяльності та інших джерел, не заборонених законодавством України.

Комунальна інноваційна фінансово-кредитна установа за рахунок коштів відповідного місцевого бюджету може надавати суб'єктам інноваційної діяльності для реалізації ними інноваційних проектів фінансову підтримку, види якої передбачені статтею 17 Закону «Про інноваційну діяльність»***[посилання](#).

Кошти комунальної інноваційної фінансово-кредитної установи, що формуються за рахунок залучених вітчизняних та іноземних інвестицій фізичних і юридичних осіб, добровільних внесків юридичних та фізичних осіб, від власної чи спільної фінансово-господарської діяльності та інших джерел, не заборонених законодавством України, можуть витрачатися нею як на всі перераховані у статті 17 цього Закону види інвестування інноваційної діяльності, так і на інші види інвестування, передбачені Положенням (Статутом).

Для отримання фінансової підтримки суб'єкти інноваційної діяльності, інноваційні проекти яких занесені до Державного реєстру інноваційних проектів, подають до комунальної інноваційної фінансово-кредитної установи інноваційні проекти та всі необхідні документи, перелік яких визначається цією установою.

Комунальна інноваційна фінансово-кредитна установа організовує конкурсний відбір інноваційних проектів для їх фінансової підтримки. Конкурсні відбори інноваційних проектів здійснюються на засадах прозорості, відкритості, гласності.

Суб'єкт інноваційної діяльності, інноваційний проект якого пройшов конкурсний відбір, залежно від встановленого конкурсною процедурою рейтингу може отримати від комунальної інноваційної фінансово-кредитної установи один чи кілька передбачених статтею 17 цього Закону видів фінансової підтримки.

Фінансова підтримка комунальною інноваційною фінансово-кредитною установою інноваційних проектів шляхом надання кредитів чи передавання майна у лізинг здійснюється за умови наявності гарантій повернення коштів у вигляді застави майна, договору страхування, банківської гарантії, договору поруки тощо.

Комунальна інноваційна фінансово-кредитна установа здійснює супроводження реалізації інноваційних проектів, які нею фінансуються, та контролює цільове використання суб'єктами інноваційної діяльності наданих нею коштів.

Фінансова підтримка реалізації інноваційних проектів може надаватися комунальною інноваційною фінансово-кредитною установою у формі послідовних траншів за результатами контролю ходу виконання проектів.

Комунальна інноваційна фінансово-кредитна установа подає у місцевих засобах масової інформації щорічний звіт щодо профінансованих нею інноваційних проектів та результатів їх виконання, а також періодично інформує громадськість про:

результати конкурсного відбору інноваційних проектів для фінансової підтримки і вид наданої фінансової підтримки;

результати контролю виконання фінансованих інноваційних проектів;

завершені інноваційні проекти та проекти, яким продовжені терміни їх реалізації із зазначенням причин;

повернення раніше наданих кредитів.

З метою розробки рекомендацій щодо напрямів удосконалення функціонування фінансових компаній у процесі забезпечення реального сектору необхідними фінансовими ресурсами, доцільно виокремити основні причини низької ефективності їхньої діяльності: зовнішні, зумовлені несприятливим економіко-інституційним середовищем; внутрішні, пов'язані з недоліками організаційно-економічних механізмів функціонування фінансових інститутів.

До першої групи належать чинники економічного та інституційного середовищ, які формують загальні умови функціонування фінансових компаній. Незважаючи на позитивні зрушення, що відбуваються упродовж останніх років у національній економіці, ці умови залишаються незадовільними. Серед *негативних факторів* ми виокремлюємо:

політичну, правову, соціальну нестабільність,

затягування ринкових реформ у різних секторах економіки, зокрема, гальмується земельна реформа, дуже повільно проводиться інституційна реформа;

високий рівень тінізації економіки;

низьку рентабельність вітчизняних підприємств;

низькі доходи домогосподарств, а відповідно і низький рівень заощаджень;

нерозвинений ринок цінних паперів;

низьку корпоративна культура;

недовіру юридичних та фізичних осіб до вітчизняних фінансових інститутів.

Всі зазначені чинники значно підривають можливість відповідного розвитку фінансових компаній в Україні.

Стосовно організаційно-економічного стану самих фінансових компаній, то можна також говорити про його негативну характеристику. Зокрема, більшість фінансових компаній

мають низьку капіталізацію, надають обмежений спектр послуг обмеженому колу клієнтів, відчувають дефіцит висококваліфікованих кадрів, характеризуються високим ступенем ризиковості у проведенні фінансових операцій. Такий стан справ у секторі небанківських фінансових інститутів вимагає проведення нагальних комплексних реформ.

Аналіз структури заощаджень та інвестиційного попиту населення засвідчує, що на даний час в Україні ризик втрати капіталу, ліквідності заощаджень набагато чутливіший для дрібного інвестора, ніж ризик неотримання вищого доходу: очікуваний високий дохід не відіграє вирішальної ролі в інвестиційних перевагах населення, оскільки супроводжується високим ступенем ризику.

На нашу думку, у такій ситуації для активізації інвестиційної активності населення, підвищення його ролі в механізмі трансформації заощаджень в інвестиції через інститути небанківського фінансового сектора необхідно прийняти ряд наступних заходів:

- забезпечення надійного захисту прав і законних інтересів дрібних інвесторів шляхом закріплення у законодавчому порядку норм, які гарантують можливість повернення вкладених фінансових ресурсів;
- забезпечення інформаційної прозорості діяльності фінансових компаній;
- нагляд і контроль з боку державних наглядових органів за їхньою діяльністю;
- формування позитивної громадської думки щодо фінансових установ та підвищення довіри населення до фінансових компаній зокрема.

Для підвищення ролі фінансових компаній в економіці України, необхідно визначити пріоритетні сфери діяльності цих фінансових посередників, із врахуванням особливостей їхнього соціально-економічного призначення (див. рис. 9).

На нашу думку, в Україні доцільно розвивати передусім такі види діяльності фінансових компаній: 1) страхові компанії як провідні фінансові посередники щодо забезпечення надання страхових послуг та виконання функцій інституційних інвесторів; 2) інститути спільного інвестування як одну з перспективних форм інвестиційного бізнесу, зокрема венчурного фінансування; 3) недержавні пенсійні фонди як інститути, що забезпечують соціальні гарантії та виступають важливим джерелом довгострокового капіталу; 4) лізингові компанії як центральні кредитори оновлення основних фондів промисловості, сільського господарства, транспорту; 5) кредитні спілки як інститути з мікрофінансування та .

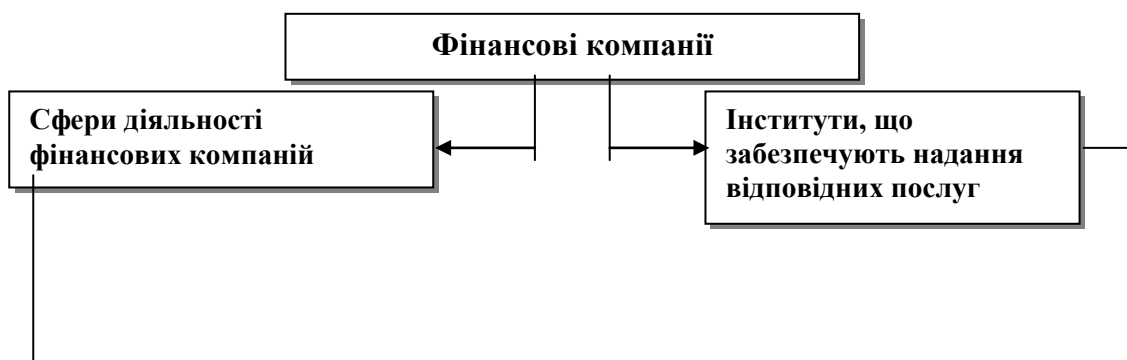




Рисунок 9. Перспективні сфери діяльності фінансових компаній в Україні

Перспективною видається співпраця фінансових компаній у схемах спільного інвестування. Так, у створенні інститутів спільного інвестування зацікавлені й інші фінансові посередники, зокрема страхові компанії, комерційні банки, на перший погляд, – конкуренти фондів. Зокрема, участь банків у схемах спільного інвестування відкриває можливості для зниження вартості банківських ресурсів і активізації діяльності банків на ринку цінних паперів. Пряме інвестування банків передбачає обов'язкове резервування грошових коштів під час придбання цінних паперів, що є невигідним для банку. У випадку, коли банк є одним із засновників фонду, він може купувати цінні папери саме через фонд, не створюючи при цьому резервів. Для страхових компаній вигода від участі в інститутах спільного інвестування проявляється у можливості реалізації схем податкової оптимізації операцій із цінними паперами та іншими фінансовими активами.

Говорячи про залучення фінансових ресурсів в реальний сектор для забезпечення інноваційного типу економічного зростання, слід зазначити, що невід'ємним елементом є венчурне підприємництво. Воно виконує функцію каталізатора інноваційного розвитку і здатне не тільки вивести економіку на вищий рівень, але і забезпечити прорив технологій українських інститутів на світові ринки. Отже, передумовою підвищення ефективності

інноваційної діяльності є організація технічної, фінансової та організаційної підтримки інноваційного бізнесу, зокрема створення фондів венчурного фінансування інноваційної діяльності.

Головна роль венчурних фондів полягає в управлінні та контролі за реалізацією інвестиційних проектів, які здійснюються за участю венчурного капіталу. На нашу думку, особливий інвестиційний інтерес для венчурних фондів становитимуть акції новостворених (неприватизованих) акціонерних товариств. Це пов'язано з особливостями їх функціонування, які не тягнуть за собою проблем «старого соціалістичного» підприємства перш за все в організації управління і в корпоративній культурі.

Сьогоднішній стан фінансового сектора потребує проведення кардинальних заходів з оновлення механізмів підтримки розвитку недержавних пенсійних фондів. Незважаючи на те, що ці інститути були створені і функціонували в Україні ще в середині 1990-х років, зараз їх потрібно створювати заново у рамках державної пенсійної реформи, відповідно до нового законодавства. Загалом, аналізуючи положення Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення», можна стверджувати, що в ньому широко використано світовий досвід – враховано більшість позитивних напрацювань створення нових пенсійних систем, що функціонують у зарубіжних країнах. Особливістю функціонування недержавних пенсійних фондів є орієнтація на «довгі гроші», що передбачає довготривалий період накопичення коштів, консервативну політику інвестування активів, необхідність захисту прав і законних інтересів інвесторів – майбутніх пенсіонерів, забезпечення надійності вкладів до фондів. Тому недержавні пенсійні фонди отримають достатній розвиток в Україні лише за наявності надійних фінансових інструментів, захищених від інфляційного знецінення, що є першочерговою обов'язковою умовою забезпечення захисту пенсійних активів від знецінення та втрат.

Надалі необхідно розвивати страховий ринок, який на сьогодні є найбільшим серед фінансових структур. Роль страхових компаній у забезпеченні інвестиційного процесу є надзвичайно важливою. З одного боку, вони виконують функції інституційних інвесторів, а з іншого – забезпечують стимулювання інвестиційної активності вітчизняних та іноземних власників капіталу шляхом здійснення страхових операцій за видами страхування, які гарантують інвесторам повернення вкладених коштів, а в багатьох випадках і відшкодування неотриманого доходу при настанні різних несприятливих подій, що призвели до втрати вкладів. На нашу думку, саме розвиток таких видів страхування як добровільне страхування кредитів, добровільне страхування інвестицій, добровільне страхування фінансових ризиків може слугувати каталізатором активізації інвестиційної активності економічних суб'єктів в Україні.

Необхідно створення системи внутрішніх і зовнішніх мотивацій для комерційних банків і страхових організацій до інвестування різних проектів. Мотивація повинна бути двосторонньою: забезпечувати загальну прибутковість банку або страхової організації, з одного боку, враховувати взаємовигідність бажань фінансового зростання держави і банку (страхової організації), з другого.

Система мотивації може бути представлена у вигляді матеріальної винагороди фахівців, що здійснюють вибір інноваційного проекту, а також постановкою даної винагороди в залежність від кінцевого результату – реалізації вибраного проекту на ринку. Для цього оплату їх праці можна розділити на дві частини: першу – заробітну платню за оцінку проектів і другу – винагорода від виручки за реалізацію інновацій. Це дозволить привернути найбільш кваліфікованих фахівців і підвищити їх об'єктивність у виборі проектів, оскільки вони матеріально будуть зацікавлені в успішній реалізації, збільшенні прибутку та більш ефективного відбору інновацій.

Що ж до мотивації комерційних банків, страхових організацій та інших фінансових компаній, то тут проблема має трохи інший характер. В даний час вимагається не тільки підвищити ефективність використання дефіцитних бюджетних коштів, але і підсилити роль інших джерел фінансування інноваційного процесу: кредитних ресурсів комерційних банків, страхових організацій, позабюджетних фондів, а також зарубіжних кредитів і інвестицій. Здійснити це можна лише при реформуванні практики господарювання.

Зокрема, для того, щоб привернути комерційні банки і страхові компанії до кредитування інновацій, доцільно зменшити ставки податку на прибутки, одержувані ними від реалізації проектів, удвічі і нижче. Крім того, слід запровадити пільгову ставку рефінансування залежно від частки комерційних банків у фінансуванні проекту. Це дозволить активізувати кредиторську діяльність банків, примусить їх шукати шляхи до кооперації при вирішенні проблеми залучення значних сум на терміни більше року (консорціум не та синдикативне кредитування).

Проте зазначені заходи в умовах високих темпів інфляції не зможуть створити стійкої зацікавленості у комерційних банків і страхових організацій до фінансування інновацій. Отже, необхідно доповнити зазначені заходи механізмом індексації кредиту відповідно до темпу інфляції. Проте такий механізм неефективний з погляду розвитку інноваційного процесу. Причина у тому, що, згідно діючому порядку обліку витрат на виробництво, оплата довгострокових кредитів з терміном більше року не включається в собівартість продукції і здійснюється підприємствами за рахунок прибутку, що залишається в їх розпорядженні. Іншими словами, підприємствам при такому механізмі індексації кредитних ресурсів одержувати їх неможливо.

Аналіз показує практичну рівність сум, що повертаються банкам (страховим організаціям) для погашення кредитів в умовах індексації безпосереднього кредиту, при встановленні в цьому випадку облікової ставки відповідно до світової практики на рівні 5 - 8% річних і варіанті індексації ставки рефінансування. Банкам (страховим організаціям) вигідніший варіант індексації сум кредитів. При індексації кредиту і включенні профінансованих з нього витрат в собівартість продукції підприємства зможуть користуватися довгостроковими кредитами, і, отже, банки (страхові організації), виконуючи вимоги Національного банку по участі в структурній перебудові, одержать прибуток, еквівалентний короткостроковим позикам. Крім того, поповнюючи активи сумами, що представляють індексацію кредитів, банки і страхові організації зможуть індексувати свої засоби і, відповідно, депозитні внески. Це дозволить їм розширити мережу клієнтів і збільшити активи.

Разом з тим при індексації кредитів і зменшенні облікової ставки різко знижуються податки, перераховувані банками і страховими організаціями до бюджету. Проте необхідно зробити вибір, що потрібніше економіці: науково-технічний прогрес і завдяки ньому структурна перебудова промисловості або формування бюджету за рахунок нарощування торгово-посередницьких операцій при неухильному скороченні обсягів виробництва.

Звичайно ж, другий шлях безперспективний. Важливо враховувати, що при погашенні виробництва і його кредитування податкові надходження до бюджету від промислової діяльності в цілому перевищать зменшення суми податків, що стягуються з банків і страхових організацій в даній сфері.

При недостатності і неефективному використуванні кредитних ресурсів велика заслуга в збереженні науки і підтримці в працездатному стані виробництва в останні два роки належить позабюджетним фондам, створюваним при галузевих апаратах управління за рахунок відрахувань виробничих колективів. При цьому, головною причиною невдач і неладів при неефективності використання кредитних ресурсів з'явилася відсутність комплексного підходу до формування інновацій, що диктує необхідність повного обліку витрат від розробки до організації сервісного обслуговування.

Позначилася і відсутність інфраструктури, що дозволяє з великої кількості проектів, що представляються підприємствами, нерідко з єдиною метою — одержати безвідплатне фінансування, вибрати ефективний варіант створення конкурентоздатної продукції. Це привело до розпилювання засобів фондів, і без того недостатніх для структурної перебудови. Апарат управління виявився не готовий до виконання великого обсягу роботи за оцінкою можливостей підприємств в здійсненні пропонованих проектів, а також в проведенні маркетингових досліджень, особливо аналізу зарубіжних ринків.

Разом з невирішеністю проблем використання внутрішніх можливостей у фінансуванні інноваційного процесу украї мало зусиль робиться по залученню зарубіжних кредитів і інвестицій. Основними бар'єрами на шляху організації спільної роботи над проектами з іноземними партнерами є невирішеність питань про надання ним в приватну власність землі і вільному вивозі прибутків, а також відсутність реальних гарантій по захисту власності зарубіжних інвесторів, тобто слабкість поки що страхових компаній в Україні.

Також, досліджуючи потенційну можливість участі іноземних партнерів в структурній перебудові промисловості і, зокрема, створенні конкурентоздатних інновацій, необхідно враховувати, що вони переслідують свої цілі і добродійністю займатися не будуть. Про це свідчить досвід реконструкції народного господарства Східної Німеччини, звідки був витягнутий інтелектуальний і технологічний потенціал, що представляє інтерес для західних земель, а на сході створюються рекреаційні зони, тобто додаткові ринки збуту для західнонімецької промисловості.

Проте структурну перебудову промисловості, не дивлячись на наукові і технологічні заділи підприємств, не можна реалізувати тільки силами господарюючих суб'єктів. Необхідна організаційна і матеріальна підтримка держави.

Украї повільно формується інноваційна інфраструктура, і особливо та її частина, яка повинна забезпечити розвиток коопераційних зв'язків із фінансовими інституціями та зарубіжними партнерами (інвесторами). Це торкається інформаційного, маркетингового, аудиторського, страхового і банківського обслуговування спільної господарської діяльності.

Розв'язання проблеми, зокрема, полягає в організації відповідних спеціалізованих підприємств, агентств, фондів тощо (у тому числі з участю іноземних компаній). Такий підхід створить безпосередній контакт потенційних донорів з реципієнтами зарубіжних інвестицій, поєднає інформацію про інтереси інвесторів з можливостями вітчизняної промисловості, підвищить довіру до аудиторських висновків потенційної ефективності пропонуваніх до реалізації проектів, забезпечить реальність страхування і банківське обслуговування іноземних інвестицій.

Таким чином, найціннішими аспектами в умовах ризику і невизначеності ринку у області взаємостосунків інвестицій і інновацій можна відзначити в першу чергу необхідність створення фінансовими інституціями (страховими організаціями і банками) внутрішньої системи, що чітко реагує на щонайменші зовнішні зміни у області інновацій з метою додання їм значущішого статусу за допомогою їх інвестування.

В даному випадку найдоцільнішим з позиції будь-якої фінансової компанії (страхової організації або комерційного банку) вбачається наступна послідовність діяльності. Спочатку, компанії доречно було б оцінити зовнішні умови в яких вона знаходиться, тобто загальне

положення справ на кредитно-інвестиційному ринку в даний час. Далі, компанія повинна визначити для себе особистий рівень необхідності систематизації і комплексності рішення проблем в даних умовах при постановці конкретної задачі в певному об'ємі обов'язкового її виконання.

Після того, як якісний рівень зовнішнього середовища, виражений в двох попередніх позиціях, був визначений, організація повинна ресурсно забезпечити ті цілі, які вона перед собою поставила. В якості ресурсу в даному випадку компанії слід виробити певну кількісну систему заходів і методів, що дозволить відбирати найефективніші і конкурентоздатні інновації.

Також слід враховувати той факт, що формування даної внутрішньої системи забезпечення діяльності фінансових інституцій (банків або страхових компаній) неможливе без вирішення проблеми мотивації комерційних банків і страхових організацій (внутрішніх і зовнішніх) до інвестування кредитних засобів в загальний процес інноваційного інвестування.

Як результат, компанія повинна прагнути до формування і подальшого поліпшення такої ринкової інфраструктури, яка допомагала б страховим організаціям і комерційним банкам відстежувати зовнішні обставини залежно від внутрішніх можливостей і бажань фірми, тобто інфраструктура щодо відстеженню НЮКР. Тільки в даному випадку і з урахуванням комплексного підходу комерційні банки і страхові організації можуть стати ефективним джерелом фінансування інновацій на підприємствах реального сектору економіки.

Особливої уваги потребує розвиток ринку іпотеки як ринку застави та сектору, який найбільше серед інших впливає на соціальний добробут громадян. За останні роки багато що зроблено. У 2012 році Президент України анонсував програму іпотечного кредитування під житлове будівництво. Згідно з нею, вартість кредитів для населення складатиме не більше 2-3%, решту банкам компенсуватиме держава. При цьому термін кредитування становитиме 10-15 років.

У 2012 році Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку розробила Проект рішення комісії «Про затвердження Положення про іпотечне покриття звичайних іпотечних облігацій, порядок ведення реєстру іпотечного покриття та управління іпотечним покриттям звичайних іпотечних облігацій»²⁹.

Метою розробки проекту є встановлення норм щодо умов та порядку включення іпотечних активів до складу іпотечного покриття звичайних іпотечних облігацій; порядку формування іпотечного покриття звичайних іпотечних облігацій; принципів збалансованості

²⁹ <http://nssmc.gov.ua/law/17102>

іпотечного покриття із заборгованістю за звичайними іпотечними облігаціями; ведення реєстру іпотечного покриття; порядку внесення, зміни та виключення записів у реєстрі іпотечного покриття; порядку надання витягів з реєстру іпотечного покриття; порядку подання звітності щодо іпотечного покриття; здійснення управителем діяльності з управління іпотечним покриттям, вимоги до договору про управління іпотечним покриттям. Врегулювання зазначених питань буде сприяти захисту прав власників іпотечних облігацій та запобіганню порушень на ринку іпотечних облігацій.

Запускаючи програму іпотечного кредитування, слід враховувати значне навантаження на Державний бюджет, що може призвести до великих ризиків. Крім того, рівень доходів населення країни невисокий й не всі громадяни зможуть скористатися іпотекою. Фізичні особи, які візьмуть іпотечний кредит під 3%, опиняться в абсурдній ситуації: з одного боку, з метою компенсації процентної ставки вони мають надати державі докази, що їхні доходи є досить малими, з іншого боку, отримання банківського кредиту як такого потребує від позичальника певного рівня заможності³⁰.

Для підвищення ліквідності іпотечних цінних паперів велике значення мають форма проведення емісії і спосіб їх первинного розміщення. У будь-якому випадку вони залежать від моделі сек'юритизації, що використовується, тобто від того, хто виступає емітентом – кредитор або посередник, оскільки в кожного з них є свої особливості здійснення емісії іпотечних цінних паперів.

Розвиток сек'юритизації в Україні пов'язується з одночасною реалізацією двох процесів: удосконаленням законодавчої бази та формуванням сприятливих умов, тобто залежить від наявності пулів однорідних активів зі стандартизованими моделями, від загального стану розвитку фондового ринку, від наявності професійно підготовлених учасників ринку (оригінаторів, покупців, обслуговуючих установ) і, що найважливіше, залежить від інвесторів, які готові вкладати кошти у цей вид складних боргових фінансових інструментів³¹.

Для удосконалення правового регулювання процесів сек'юритизації в Україні серед основних напрямів необхідно передбачити, насамперед:

розширення переліку видів фінансових активів, які можуть бути використані для сек'юритизації;

³⁰ С. Румянцева. Цінні папери України. - № 11 (708) 29 березня 2012

³¹ Бурмака М., Борисюк К. Макроекономічні фактори формування та розвитку ринку іпотеки в Україні // Формування ринкових відносин в Україні: Зб. наук. праць. – 2006. – Вип. 7-8. – с. 18-19.

встановлення додаткових вимог до емітентів цінних паперів, які випускаються при сек'юритизації;

- формування механізмів підвищення кредитної якості цінних паперів.

Отже, в Україні повинен бути розроблений та затверджений закон про сек'юритизацію, який повинен бути орієнтований на розвиток сек'юритизації різноманітних активів як у внутрішніх, так і міжнародних операціях, а також на формування сприятливого середовища для інвесторів та кредиторів при здійсненні фінансування економічного розвитку в нашій країні. Подальший розвиток ринку і можливості здійснення перших внутрішніх угод залежать передусім від зусиль Уряду, Національного банку України та Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку у сфері розробки законодавчого забезпечення сек'юритизації та розвитку внутрішньої інвестиційної бази в Україні.

З метою забезпечення ефективного використання іпотечних цінних паперів суб'єктами іпотечного ринку України необхідно:

1) створити сприятливі умови для рефінансування іпотечних кредитів за допомогою звичайних іпотечних облігацій, в тому числі внести необхідні зміни до чинного законодавства;

2) закріпити нормативи на законодавчому рівні, які б регулювали обсяги випуску іпотечних облігацій окремого кредитора;

3) на початковому етапі становлення ринку іпотечних цінних паперів сприяти їх розміщенню серед вітчизняних інвесторів, зокрема шляхом надання певних преференцій та податкових пільг.

Для організації рефінансування зі схемою сек'юритизації за участі позичальника, кредитора та інвестора (поширена у Європі схема) на початку поширення іпотечних цінних паперів більш ефективним вважається застосувати закриту емісію із закритою підпискою (договір купівлі-продажу між емітентом і інвестором) і залучення андеррайтера з повною фінансовою участю (договір купівлі-продажу між андеррайтером і інвестором). Ці способи хоча і дорогі для кредитора-емітента, але в умовах низької інформаційної прозорості ринку іпотечних цінних паперів дозволяють максимально знизити ризик нерозміщення випуску.

При використанні відкритої підписки необхідно забезпечити потенційний попит на іпотечні цінні папери шляхом посилення їхньої кредитної якості. Наприклад, підбирати у пул кредити з найбільш привабливими ставками дохідності, строками погашення та ліквідним забезпеченням. Бажано також, підтримати емісію гарантіями уряду.

На початку року Кабінет Міністрів прийняв рішення пролонгувати дію кризи і, отже, можливість застосування деякі антикризові заходи у житловому будівництві до 1 січня 2013

року. Про це свідчать зміни, внесені до Закону № 800 у зв'язку з вступом у силу закону від 9 вересня 2010, 2504 - VI.

Тому до 1 січня 2013 року, ми рекомендуємо наступні інноваційні дії, фінансування в нестабільних економічних умовах, за рахунок застосування закону № 2504 - VI:

отримати пільговий кредит з різницею, що виникає між ставками на пільгове кредитування та поточні ринкові ставки за рахунок державного бюджету, в розмірі не більше ніж 2 відсотків облікової ставки НБУ, і після того, як вона буде забезпечена в бюджеті.

утримати інвесторів, що розмістили кошти в житловий проект з будівництва до 01.10.11, уникаючи будь-яких штрафних санкцій. Однак, таке законодавство може мати негативний вплив на залучення нових інвесторів у житлові проекти, тому що не кожен інвестор готовий надати безпроцентний кредит з метою їх подальшого перетворення прав на квартиру.

Одже, в сучасних умовах Україні для забезпечення ефективного використання іпотечних цінних паперів як інвестиційних інструментів та інструментів рефінансування необхідно:

чітко встановити вимоги до фінансово-кредитних установ – емітентів іпотечних цінних паперів з метою забезпечення їх високої надійності та ліквідності;

встановити на відповідному рівні та суворо регулювати дотримання «стіни захисту», що передбачає відокремлення іпотечних активів, які виступають забезпеченням іпотечних цінних паперів, та співвідношення вартості даних активів до обсягу емісії відповідних цінних паперів;

враховуючи негативний досвід, забезпечити суворий контроль за діяльністю інститутів довірчого управління з метою недопущення фінансових афер;

створити сприятливі умови для здійснення операцій з іпотечними цінними паперами всіма учасниками іпотечного ринку, особливу увагу слід приділити забезпеченню їх економічної ефективності³².

До напрямів розвитку вторинного ринку іпотеки, які допоможуть активізувати вторинний ринок іпотеки та яким потрібно приділити першочергову увагу, належить:

- диференціація іпотечних цінних паперів за цільовою групою інвесторів – інституційних чи фізичних осіб;
- створення спеціалізованого розрахункового центру для обслуговування обігу іпотечних цінних паперів з підтримкою їх котирувань;

³² Костюкевич О.І. Іпотечні цінні папери як головний інструмент рефінансування іпотечних кредитів // Наукові записки. Серія «Економіка». Вип. 13. – 2010. С.347.

- надання емітентам іпотечних цінних паперів державних гарантій щодо їх розміщення серед населення та обмеження спекуляцій з іпотечним капіталом;
- податкове стимулювання інвесторів, що купують іпотечні цінні папери;
- структуризація іпотечних цінних паперів за строками погашення;
- використання послуг рейтингових агентств для рейтингування інститутів та інструментів іпотеки.

Таким чином, іпотечні цінні папери повинні задовольняти весь спектр потреб: від підвищених показників надійності для населення та пенсійних і страхових фондів до більш доходних інструментів із підвищеним ризиком для професійних інституційних інвесторів.

В Україні фінансові компанії отримують належний розвиток за умови проведення послідовної комплексної державної політики у фінансовому секторі. Реформи, здійснені останнім часом, були необхідними, але виявились недостатніми для оздоровлення фінансового сектора. Саме тому зараз потрібна нова та глибша програма реформ, яка б передбачала цілісну довгострокову стратегію розвитку фінансового сектора України, важливою складовою якої має стати створення надійних фінансових компаній.

Першочерговим завданням є завершити створення відповідного законодавства, адже фрагментарний підхід, який використовувався упродовж останніх років перешкоджав впровадженню узгодженого регулювання та нагляду за діяльністю небанківських фінансових інститутів, що значною мірою спричинило утворення та подальший крах численних псевдофінансових утворень. Важлива роль відводиться державі у сфері регулювання та нагляду за діяльністю небанківських фінансових інститутів. Необхідно знайти оптимальне співвідношення між державним регулюванням та ринковим саморегулюванням фінансового сектора. Практика попередніх років від нерегульованості до зарегульованості дала негативні результати, які значною мірою стали причиною виникнення негативних тенденцій у розвитку окремих видів фінансових компаній.

З метою стимулювання розвитку вітчизняних фінансових компаній ми пропонуємо такі заходи для підвищення ефективності їхнього функціонування у процесі залучення коштів в реальний сектор економіки: створити цілісну нормативно-правову базу для усіх видів діяльності фінансових компаній, а також привести чинне фінансове законодавство до правових норм Європейського союзу з метою подальшої інтеграції України в ЄС; розробити й ухвалити на державному рівні інтегровану цілісну довгострокову стратегію розвитку фінансового сектора, спрямовану на створення сприятливих умов для розвитку небанківського фінансового сектора загалом та окремих видів його інститутів зокрема; прискорити створення мегарегулятора у сфері регулювання ринків фінансових послуг, який зможе забезпечити впровадження інтегрованої цілісної державної політики

регулювання та нагляду за діяльністю небанківських фінансових інститутів; за умов відсутності мегарегулятора необхідно провести чіткий розподіл повноважень, визначити межі компетенції державних органів (Національного банку України, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України) з питань регулювання небанківського фінансового сектора з обов'язковим збереженням принципу дерегулювання; вжити заходів для створення міцнішої, ефективнішої клієнтської бази небанківських фінансових інститутів, що передбачає проведення політичної та інституційної реформи, зокрема формування інституту приватної власності, інституту банкрутства, конкуренції;

- 1) здійснити відповідні кроки у напрямку податкового реформування, мінімізувати негативний вплив податків на розвиток фінансових компаній;
- 2) забезпечити консолідацію сектора з метою збільшення частки фінансового бізнесу в руках ефективніших інститутів, збільшити їхню капіталізацію;
- 3) сприяти фінансовому інжинірингу як невід'ємній складовій діяльності фінансових компаній – розробці нових фінансових інструментів та операційних схем, придатних для здійснення фінансових операцій у сучасних умовах;
- 4) розширити спектр послуг небанківських фінансових інститутів для клієнтів, забезпечити професійний рівень їх надання;
- 5) комплексно розвивати інші елементи фінансової інфраструктури, зокрема інститути прямого фінансування (біржі та позабіржові системи, розрахунково-клірингові центри, депозитарії, брокерські та дилерські компанії), інформаційні структури (інформаційно-аналітичні, рейтингові агенції, аудиторські фірми, асоціації та добровільні об'єднання) тощо;
- 6) розв'язати проблему науково-методичного та кадрового забезпечення установ фінансового сектора шляхом підготовки висококваліфікованих фахівців у фінансовій галузі, використовувати послуги провідних іноземних спеціалістів.

Комплексне виконання таких заходів забезпечить підвищення ефективності функціонування фінансових компаній, сприятиме зміцненню їхніх позицій на ринку та забезпеченню припливу вільних фінансових ресурсів в реальний сектор економіки.

Таким чином, розвиток небанківських фінансових інститутів в Україні слід розглядати і стимулювати у світлі потреб соціально-економічного розвитку з урахуванням пріоритетних напрямів, маючи на меті створення розвинутої ринкової економіки, інтегрованої у світове співтовариство.

1.4. Залучення потенціалу інститутів спільного інвестування для забезпечення інноваційного розвитку реального сектору

Характерною рисою економіки України на сьогодні є утворення багатоступінчастої моделі інвестиційної діяльності. Її структурні та інституційні форми передбачають розмежування функцій, завдань між різними суб'єктами господарювання і дають змогу врахувати ставлення різних типів юридичних і фізичних осіб до ризику і діяльності, пов'язаної з ним. Одним з головних елементів цієї моделі виступають інститути спільного інвестування, які у перспективі можуть скласти серйозну конкуренцію банкам у боротьбі за вільні кошти суб'єктів господарювання та громадян.

В Україні розвиток інститутів спільного інвестування (ІСІ) пов'язаний із цілою низкою проблем, які гальмують розвиток інституційного інвестування. Ключовим фактором, що негативно діє на активізацію діяльності ІСІ, є недорозвиненість та низький рівень капіталізації вітчизняного фондового ринку. Також стримує розвиток інвестиційного ринку України недосконала нормативно-правова база та відсутність на вітчизняному ринку цінних паперів ліквідних фінансових інструментів. Наголосимо, що нерозвиненість українського ринку фінансових інструментів не дає змоги ефективно здійснювати інвестиційну діяльність в Україні та призводить до того, що концепція бізнесу інвестиційних фондів викривлюється і деякі з них використовуються для обслуговування корпоративних інтересів.

Стосовно політики розробки нормативної бази регулювання інвестиційного ринку, зазначимо, що вона має забезпечувати максимальну прозорість і однозначні уніфіковані вимоги, які б давали можливість усім учасникам ринку, насамперед, потенційним інвесторам, чітко орієнтуватися в конкурентних перевагах різних інвестиційних фондів і продуктів, які вони пропонують. Також для забезпечення дотримання встановлених правил мають бути суттєво покращені наглядові функції НКЦПФР, що мають бути зорієнтовані на ефективний моніторинг інвестиційного ринку для попередження порушень і відхилень від встановлених вимог.

Серед інших проблем зазначимо низький рівень диверсифікації активів, поінформованості населення про переваги ІСІ, а саме: недостатня кількість консалтингових та інформаційних центрів, маркетингових фірм, які б надавали консультаційні послуги щодо розвитку фондового ринку в цілому та демонстрації позитивних прикладів діяльності ІСІ.

Суттєвою проблемою залишається методика коректної оцінки вартості чистих активів ІСІ. Діюче положення НКЦПФР³³, що врегульовує дане питання, дозволяє компаніям досить довільно оцінювати чисті активи ІСІ, що знаходяться у них в управлінні.

Відповідно до чинного законодавства³⁴ вартість чистих активів ІСІ відкритого типу визначається на кінець кожного робочого дня.

Компанія з управління активами (КУА) (крім венчурного фонду) розраховує вартість чистих активів окремо по кожному корпоративному та пайовому інвестиційному фонду станом: 1) на останній день місяця; 2) на дату, починаючи з якої до складу та структури активів ІСІ застосовуються обмеження, встановлені законодавством; 3) на день складання інформації щодо діяльності ІСІ (квартальна, річна); 4) на кожний день, що передує дню приймання заявок на розміщення та викуп цінних паперів ІСІ; 5) на день прийняття рішення про заміну компанії з управління активами; 6) на день прийняття рішення про припинення діяльності ІСІ; 7) на день, що передує дню початку розрахунку з учасниками пайового інвестиційного фонду; 8) на день, що передує дню початку розрахунку з акціонерами корпоративного інвестиційного фонду.

КУА розраховує вартість чистих активів по венчурному фонду: 1) на день закінчення строку, встановленого для досягнення нормативів діяльності фонду; 2) на кінець року та звітного кварталу; 3) на кожний день, що передує дню прийому заявок на розміщення та

³³ Про затвердження Положення про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів) // Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 02.07.2002 N 201 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/law/12806>

³⁴ Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) // Закон України від 15.03.2001 №2299-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2299-14/print1330337892308294>

викуп цінних паперів ІСІ; 4) на день, що передує дню прийняття рішення про заміну компанії з управління активами; 5) на день прийняття рішення про ліквідацію фонду.

Така множинна оцінка вартості чистих активів робить аналіз їх динаміки непрофесіоналами ринку практично неможливим, що ускладнює процеси контролю за роботою ІСІ.

Серйозною проблемою на ринку спільного інвестування є невизначеність державної політики в сфері рейтингування фінансових інструментів, їх емітентів, а також організацій, що надають фінансові послуги, що в свою чергу призводить до високого рівня монополізації ринку цих послуг.

Напрями інвестування активів ІСІ регламентовано Законом «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», а також відповідним Положенням НКЦПФР³⁵. Так, згідно з Положенням активи ІСІ складаються з грошових коштів, у тому числі в іноземній валюті, розміщених на поточних та депозитних рахунках у банківських установах, а також з банківських металів, об'єктів нерухомості, цінних паперів, визначених Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок»³⁶, цінних паперів іноземних держав та інших іноземних емітентів, корпоративних прав, виражених в інших, ніж цінні папери, формах, а також інших активів, дозволених законодавством України з урахуванням обмежень, установлених Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» безпосередньо для конкретних типів та видів інвестиційних фондів.

Зазначені активи формуються (оплачуються) за рахунок коштів спільного інвестування, до яких належать кошти, внесені засновниками корпоративного інвестиційного фонду та залучені від інвесторів ІСІ, доходи від здійснення операцій з активами ІСІ, доходи, нараховані за активами ІСІ, та інші доходи від діяльності ІСІ (проценти за позиками, орендні (лізингові) платежі тощо).

Існує низка обмежень на формування активів. Зокрема, згідно із законодавством, активи ІСІ не можуть включати: а) цінні папери, випущені компанією з управління активами, зберігачем, реєстратором та аудитором (аудиторською фірмою) цього ІСІ та їх (його, її) пов'язаними особами; б) цінні папери іноземних держав та іноземних юридичних осіб, не допущені до торгів на одній з провідних іноземних бірж чи торговельно-інформаційних систем, перелік яких визначається Комісією; в) цінні папери інших ІСІ; г) векселі та ощадні (деPOSITні) сертифікати на суму більш як 10 відсотків вартості активів ІСІ, крім випадків,

³⁵ Положення про склад та структуру активів інститутів спільного інвестування Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.01.2002 N 12 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0108-02>

³⁶ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/ed20110530>

передбачених пунктами 2 та 3 розділу IV Положення; г) похідні (деривативи), товаророзпорядчі цінні папери, заставні; д) сертифікати фондів операцій з нерухомістю (сертифікати ФОН); е) приватизаційні цінні папери; є) договори про участь у фонді фінансування будівництва (ФФБ); ж) цінні папери іноземних емітентів, якщо вартість таких цінних паперів становить понад 20 відсотків загальної вартості активів ІСІ (з урахуванням вимог підпункту «б» цього пункту). Вимоги підпунктів «б», «г», «г» та «д» цього пункту не застосовуються до венчурних фондів.

Основною складовою активів ІСІ відкритого, інтервального та закритого типів (невенчурних фондів) у 2011 році залишалися цінні папери (від 60,1% у закритих до 68,04% в інтервальних фондах). Ключовим фондовим інструментом, через який ІСІ здійснювали свої інвестиції, були акції (від 29,6% у відкритих до 55,8% в інтервальних фондах). Вагому частку у найліквідніших типах фондів мали також грошові кошти на банківських рахунках (23-28% в інтервальних та відкритих ІСІ), а також облігації – державні та корпоративні (рис. 1).

Значний відтік капіталу з відкритих ІСІ у 3-4-му кварталах 2011 р. сприяв суттєвим змінам структури агрегованого портфеля цього сектору ІСІ за результатами 2011 року у бік вибору більш консервативних інструментів: частка акцій скоротилася із 36,7% до 29,6%, натомість зросла вага ОВДП (із 13,1% до 17,1%) та коштів у банках (із 27,4% до 28,6%).

Частка акцій незначно збільшилася тільки у консолідованому портфелі інтервальних фондів – із 53,9% до 55,8%, хоча сумарна вартість вкладень у ці інструменти тут зросла тільки у 4-му кварталі, а загалом за рік – зменшилася (-32.0 млн. грн.).

У закритих ІСІ частка акцій скоротилася із 56,0% до 47,8%, а «інших активів» (корпоративних прав не у формі цінних паперів, позик тощо) – розширилася із 21,1% до 32,4% при зростанні суми цих інвестицій на 1 365,0 млн. грн.

Венчурні фонди також збільшили у 2011 році свої вкладення в «інші активи» (+13 525.66 млн. грн.), що, зрештою, розширило їхню частку в агрегованому портфелі цього сектору ІСІ із 59,6% до 62,6%.



Рисунок 1. Структура активів ICI за типами фондів на кінець 2010-2011 року

Переважаання венчурних фондів за кількістю та обсягом активів позначилося на структурі загальних інвестицій ICI у цінні папери, де основну частку мали векселі, причому у 2011 році вона збільшилася із 37,7% до 39,5%. У той же час, вага акцій була несуттєво меншою (табл. 1).

Таблиця 1 – Зведений портфель цінних паперів ІСІ за типами інструментів у 2010 та 2011 рр.

<i>Усі ІСІ</i>				
Тип ЦП	Сукупна вартість ЦП у портфелях ІСІ, грн.		Частка у зведеному портфелі ЦП ІСІ	
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011
Векселі	15 570 400 663	17 514 090 602	37,73%	39,52%
Акції	15 113 745 669	16 322 316 353	36,63%	36,83%
Облігації підприємств	9 529 105 655	9 783 641 301	23,09%	22,07%
Заставні цінні папери	517 409 207	336 018 325	1,25%	0,76%
Ощадні сертифікати	36 900 000	197 887 500	0,09%	0,45%
Облігації державні внутрішні	452 977 494	120 966 788	1,10%	0,27%
Облігації місцевих позик	27 035 806	40 630 293	0,07%	0,09%
Інші	16 074 049	5 496 590	0,04%	0,01%
Всього	41 263 648 543	44 321 047 751	100,00%	100,00%

У консолідованих портфелях усіх типів фондів, крім венчурних, значну перевагу мали акції, частка яких за 2011 рік зросла із 77,3% до 78,9% (табл. 2).

Таблиця 2 – Зведений портфель цінних паперів невенчурних ІСІ за типами інструментів у 2010 та 2011 рр.

<i>Невенчурні ІСІ</i>				
Тип ЦП	Сукупна вартість ЦП у портфелях ІСІ, грн.		Частка у зведеному портфелі ЦП ІСІ	
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011
Акції	4 848 780 564	4 743 787 437	77,30%	78,86%
Облігації підприємств	565 333 619	607 517 901	9,01%	10,10%
Векселі	513 278 277	533 819 446	8,18%	8,87%
Облігації державні внутрішні	285 578 135	107 648 248	4,55%	1,79%
Облігації місцевих позик	21 168 283	16 056 001	0,34%	0,27%
Ощадні сертифікати	36 900 000	5 887 500	0,59%	0,10%
Інші	1 875 303	794 570	0,03%	0,01%
Всього	6 272 914 180	6 015 511 103	100,00%	100,00%

Диверсифіковані ІСІ мали подібну до інших невенчурних фондів структуру вкладень у цінні папери, де головне місце посідали акції (79,8% після 77,5% у 2010 році), а найменшу долю займали муніципальні облігації (0,8% після 1,1% у 2010-му) та інші інструменти (табл. 3).

Таблиця 3 – Зведений портфель цінних паперів диверсифікованих ІСІ за типами інструментів у 2010 та 2011 рр.

<i>Диверсифіковані ІСІ</i>				
Тип ЦП	Сукупна вартість ЦП у портфелях ІСІ, грн.		Частка у зведеному портфелі ЦП ІСІ	
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011
Акції	1 253 659 947	1 280 605 987	77,49%	79,80%
Облігації підприємств	68 163 744	108 811 295	4,21%	6,78%
Векселі	114 640 684	79 066 939	7,09%	4,93%
Облігації державні внутрішні	49 690 668	44 198 082	3,07%	2,75%
Облігації місцевих позик	16 960 203	12 962 926	1,05%	0,81%
Інші	114 640 684	79 066 939	7,09%	4,93%
Всього	1 617 755 930	1 604 712 167	100,00%	100,00%

У 2011 році українські індекси акцій втратили у вартості весь приріст 2010 року (- 40-45% після + 68-70%), повернувшись до рівня кінця 2009-го (рис. 2).

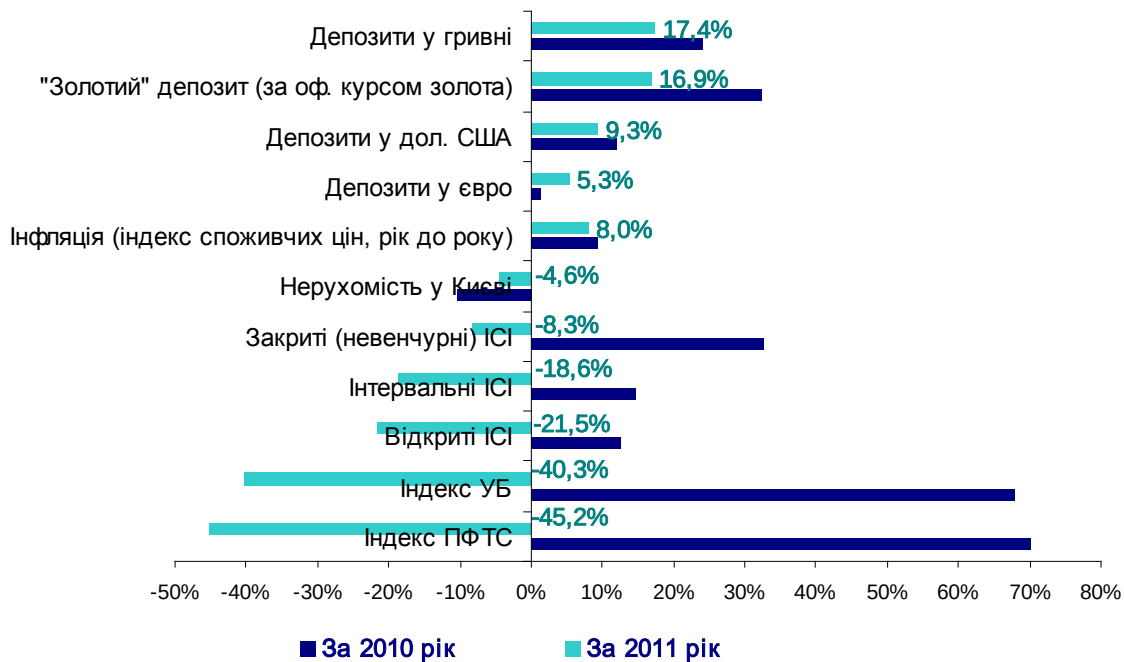


Рисунок 2. Середня доходність невенчурних ІСІ, депозитів, індексів акцій та рівень інфляції у 2010 та 2011 рр.

У пошуку шляхів залучення фінансового потенціалу ІСІ на розвиток реального сектору економіки регіонів вважаємо за доцільне окремо зупинитися на інвестиціях ІСІ в облігації місцевих позик.

Так, згідно з чинним законодавством встановлено межу у 10% від загальної вартості активів на вкладення диверсифікованих ІСІ в муніципальні облігації. Муніципальні облігації є одним із потенційних, але поки що мало задіяних джерел фінансування інвестицій в

економіку України. Доцільно ознайомитись із досвідом РФ щодо випуску муніципальних облігацій та підвищення їх інвестиційної ролі. Як свідчить досвід розвинутих країн світу, ринок муніципальних цінних паперів є постійним джерелом фінансування інвестиційних програм і проектів територіальних громад. Муніципальні позики є одним з найважливіших інструментів фінансування суспільних потреб, зокрема розвитку систем електропостачання, водопостачання та каналізації, будівництва житла, розвитку транспортних мереж, будівництва об'єктів освіти, охорони здоров'я тощо.

На відміну від інших фінансових інструментів, муніципальні облігації мають низку переваг, дозволяючи залучити додатковий позичковий капітал під невеликі відсотки та на відносно нетривалий строк. Середня дохідність муніципальних облігацій коливається на рівні 10-12 %.

На відміну від векселя, випуск облігації місцевої позики дає можливість уникнути негативного впливу ефекту перерозподілу коштів, в результаті якого муніципалітети (з метою отримання так званих «живих» коштів) змушені продавати векселі із 15-40 % дисконтом кінцевим інвесторам, що погашають їх за номіналом негайно, шляхом сплати податків, або пред'являють векселі до погашення за номіналом після закінчення строку обігу.

Основними інвесторами на ринку муніципальних цінних паперів є інституційні інвестори: ІСІ; НПФ; страхові компанії; банки, частка яких на ринку муніципальних запозичень складає понад $\frac{2}{3}$. На жаль, в активах ІСІ облігації місцевих позик не перевищують 2% (див. табл. 1-3). Зауважимо, що доцільно ефективніше використовувати фінансовий потенціал ІСІ на розвиток реального сектору, впровадження інноваційно-інвестиційних проектів на регіональному рівні (див. рис. 3).

Зазначимо, що в Україні існує значна частина заощаджень населення, не конвертована в інвестиції. За оцінками експертів, у населення України «на руках» знаходиться від 40 до 60 млрд дол. США. Без повернення довіри населення до інститутів спільного інвестування багатомільярдні приватні ресурси не повернуться у вітчизняні банки, а отже, не буде створено попит на муніципальні цінні папери, що обмежує потенційні можливості їх емісії та розміщення. Варто зазначити, що подальше погіршення ситуації в економіці може призвести до зниження загальної економічної активності та зменшення доходів, а за таких умов населення буде витрачати все більшу частину заощаджень на поточне споживання та на виконання раніше взятих на себе зобов'язань, а не на інвестування.

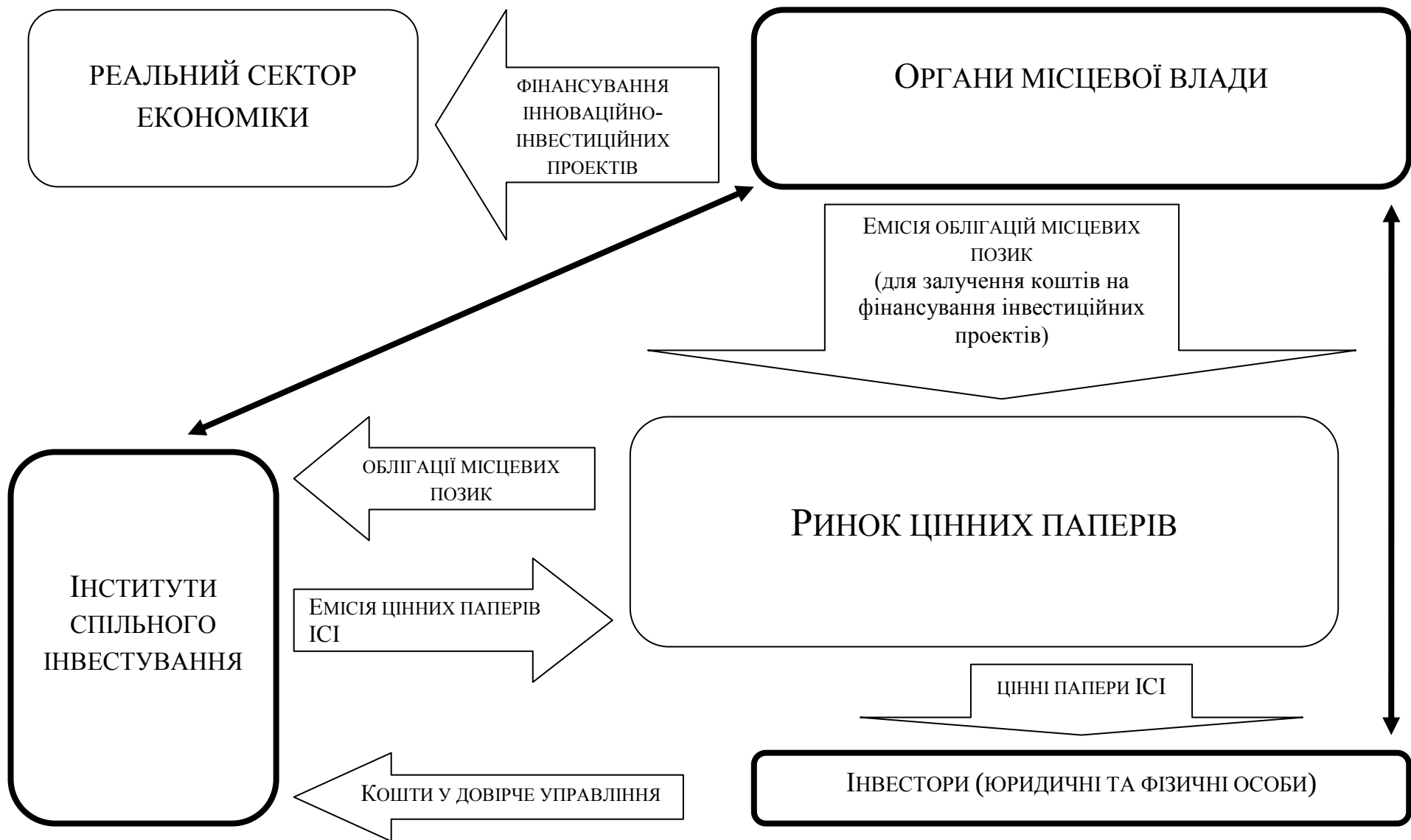


Рисунок 3. Залучення фінансового потенціалу ІСІ на розвиток реального сектору на регіональному рівні

Також наголосимо, що сьогодні муніципальні облігації не використовуються органами місцевої влади на довгострокові інвестиційні цілі. Зокрема, випуск облігацій здійснюється на строк від 1 до 3 років (майже 70 % від загальної кількості), а використовуються вони нераціонально. Наприклад, одним із напрямів, на який витрачаються залучені кошти, є ремонт дахів житлового фонду, або «латання дірок» в дорогах. Це не тільки гальмує розвиток ринку муніципальних цінних паперів, але й не дає змоги українським містам і місцевим органам влади реалізовувати довгострокові соціально-економічні програми регіонального розвитку. Практична відсутність на ринку муніципальних цінних паперів терміном обігу понад 5 років не дозволяє залучити кошти під перспективні проекти, які здатні дати суттєвий мультиплікативний ефект і забезпечити розширене відтворення суспільного виробництва, зростання доходів домогосподарств, збільшення бюджетних надходжень всіх рівнів, зокрема, і місцевих бюджетів. Ситуація на ринку муніципальних цінних паперів ускладнюється через відсутність надійних гарантій повернення інвестицій.

Емісія облігацій місцевих позик забезпечує можливість зниження вартості обслуговування внутрішнього боргу, залучення в економіку регіону коштів інституційних інвесторів (у тому числі іноземних) та, що більш важливо, сприяє трансформації заощаджень населення в інвестиції.

Структура та обсяги випуску муніципальних позик залежить від грошової та фінансової ситуації, а також від загального соціально-економічного стану країни.

Крім емітентів (місцевих органів влади), зацікавленими учасниками ринку виступають інвестори та посередники, включаючи інфраструктурні структури – депозитарії, біржі, торговельні системи.

Розвиток ринку муніципальних облігацій повинен бути націленим на пріоритетне використання ресурсів, малодоступних для недержавного сектора коштів фізичних осіб і нерезидентів, що повинно забезпечити максимізацію ефекту приватних інвестицій, служити стимулом зростання внутрішньої норми нагромадження. Зрозуміло, що розвиток ринку муніципальних запозичень взаємопов'язаний з поліпшенням інвестиційного клімату регіонів для внутрішніх та іноземних інвесторів.

Привабливі риси облігаційної форми муніципального запозичення:

- зниження вартості запозичень (емісія облігацій дозволяє знижувати відсоткові ставки щодо запозичених ресурсів, мобілізуючи на внутрішньому фінансовому ринку вільні кошти нерезидентів, фізичних осіб і небанківських установ для покриття дефіцитів і тимчасових касових розривів місцевих бюджетів, фінансування сезонних робіт. Широке коло інвесторів забезпечує можливість

- запозичення на більш привабливих умовах порівняно із залученням на ці цілі прямих кредитів комерційних банків);
- фінансування виробничих інноваційно-інвестиційних проектів (велика надійність і ліквідність муніципальних облігацій дозволяє зробити їх оптимальним інструментом залучення інвестицій у виробництво, зокрема через інститути спільного інвестування. Також емісія конвертованих муніципальних облігацій, призначених для фінансування конкретних виробничих проектів, дозволяє забезпечити страхування прямих іноземних інвестицій);
 - удосконалення інфраструктури регіональних фондових ринків (успішне проведення позик відіграє важливу роль у поліпшенні інвестиційного клімату в регіоні, створює потужний імпульс розвитку інфраструктури регіональних фондових ринків);
 - сприяння міжрегіональному руху капіталів (емісія муніципальних облігацій дозволяє вирішити гостру проблему залучення капіталу зі столиці до регіонів. Активи в комерційних банках Києва, де проживає 5 % населення країни, складають біля 82 % сукупних активів українських комерційних банків. Процес доступу регіонів до столичних фінансових ресурсів ускладнюється через відносну слабкість філіальної мережі київських комерційних банків. При цьому ринок міжбанківських кредитів також не в змозі повністю забезпечити доступ регіонів до сконцентрованих у Києві грошових ресурсів через низькі ліміти міжбанківського кредитування, встановленого для переважної більшості регіональних комерційних банків. Прискорений розвиток ринку емісійних боргових цінних паперів стає необхідною умовою ефективного міжрегіонального руху капіталу);
 - сприяння трансформації заощаджень населення в інвестиції (емісія муніципальних облігацій дозволяє вирішити проблему трансформації заощаджень населення в інвестиції).

Емісія облігацій місцевої позики має шанс стати тим інструментом фондового ринку України, що: дозволить профінансувати створення та розвиток реального сектору економіки; дасть поштовх до подальшого розвитку фондового ринку та ІСІ.

Також світова практика свідчить, що єдино виправданим може бути тільки використання засобів позики у виробничих інноваційних проектах, що матимуть конкретну економічну віддачу і відіграють важливу роль у соціально-економічному розвитку регіону.

Облігації місцевих позик можуть частково замінити ОВДП при переорієнтації Мінфіну на залучення грошей з інших джерел. При цьому кошти будуть спрямовані на

конкретні програми (інноваційно-інвестиційні проекти; дешеві кредити працюючим підприємствам; будівництво нових підприємств тощо), що сприятиме створенню нових робочих місць, збільшенню податкових надходжень, зменшенню соціальної напруги та розвитку інфраструктури ринку цінних паперів.

Відсутність інформаційної відкритості ринку муніципальних облігацій, а також недорозвиненість ринкової інфраструктури уповільнює розвиток та перешкоджає процесу інтеграції регіональних фондових ринків і створенню єдиного загальноукраїнського ринку муніципальних облігацій.

Низькі обсяги муніципальних облігацій в активах ІСІ свідчать про наявність проблем на ринку облігацій місцевих позик, зокрема: неможливість для учасників ринку централізованого доступу до проспектів емісії муніципальних облігацій; недоступність для учасників ринку інформації про кількісні результати проведення емісії муніципальних цінних паперів. Також слід відмітити й недостатність наукових досліджень, присвячених проблемам розвитку і функціонування ринку муніципальних цінних паперів в Україні і за кордоном.

Підводячи підсумки вищевикладеному зазначимо, що подальше становлення та розвиток ринку муніципальних цінних паперів в Україні потребує здійснення загальносистемних заходів державної політики. Також доцільно стимулювати підвищення попиту на муніципальні цінні папери шляхом стимулювання потенційних інвесторів (ІСІ, банки, пенсійні фонди, страхові компанії, домогосподарства тощо).

Для посилення інвестиційного потенціалу ІСІ доцільно здійснити:

- удосконалення інституційної складової ринку спільного інвестування, шляхом створення сприятливих організаційно-правових умов для суттєвого нарощення обсягів діяльності ІСІ, насамперед розвиток фондів, орієнтованих на інвестування в окремі класи фінансових інструментів (фондів боргових цінних паперів);
- посилення контролю за діяльністю емітентів, обігу цінних паперів на організованому ринку, з метою підвищення якості активів;
- розширення переліку фінансових інструментів для інвестування активів ІСІ;
- запровадження пільгового оподаткування інвесторів, що вкладають кошти в ІСІ на тривалий термін, або зменшення ставки оподаткування інвестиційного доходу;
- вдосконалення методології розрахунку вартості чистих активів ІСІ;
- спрощення процедури оформлення придбання цінних паперів ІСІ;
- проведення популяризації ІСІ (інформаційно-роз'яснювальної роботи) серед населення України стосовно здійснення інвестицій.

3.4. Напрями розвитку венчурного інвестування

Зазначимо, що впродовж довгого часу в Україні не було сприятливих умов для розвитку венчурного інвестування. Головними причинами були, по-перше, стагнація на вітчизняному фондовому ринку, який є дуже важливим компонентом обігу венчурного капіталу. По-друге, брак інвестиційних ресурсів на внутрішньому ринку. Крім того, низький розвиток венчурних механізмів підтримки бізнесу в Україні зумовлений низькою інформаційною прозорістю вітчизняного ринку інтелектуальної власності. Й, з рештою, найважливіша проблема – до недавнього часу практично повна відсутність законодавчої бази, яка б регулювала діяльність венчурної індустрії. Тривалий час у діючому законодавстві було відсутнє навіть поняття «венчурне інвестування».

В Україні не так давно почали складатися базові умови для розвитку венчурного бізнесу. Головним нормативним актом, що регулює відносини пов'язані з венчурними інноваційними фондами є Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 року. Даний нормативний акт надає правові основи для роботи фондів³⁷.

У 2005 році було створено Державне агентство України з інвестицій та розвитку (з червня 2010 року – Державне агентство України з інвестицій та інновацій). Даний орган є центральним органом виконавчої влади у сфері інвестиційної діяльності. Як зазначають представники Державного агентства України з інвестицій та інновацій, було прийнято ряд рішень Президента України, РНБО, Кабінету Міністрів України щодо вивчення європейських практик та директив у цьому напрямі та було розроблено концепцію державної цільової економічної програми спрямованої на модернізацію ринків капіталу. З урахуванням міжнародного досвіду Агентством було розроблено проект «Стратегії інноваційного розвитку України на 2009 – 2018 роки та на період до 2039 року» та ряд проектів розпоряджень Кабінету Міністрів України щодо «Концепції розвитку національної інноваційної системи». На превеликий жаль, багато з розроблених проектів не були реалізовані³⁸.

За даними опитування, проведеного УАІБ, венчурні фонди спрямовують свої інвестиції в такі галузі, як сільське господарство (рослинництво і тваринництво), будівництво (будівельні роботи, виробництво будівельних матеріалів, інженерні і архітектурні послуги), фінансові послуги (банківський сектор, страхування, лізинг,

³⁷ Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): закон України від 15.03.2001 № 2299-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.

³⁸ Европейские стандарты – основной ориентир государственной политики стимулирования инвестиций в Украине / Государственное агентство Украины по инвестициям и инновациям. – 2008. - [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.in.gov.ua/index.php?lang=ru&get=1&id=1140>

фінансові брокери, транспорт, машинобудування, оптова торгівля, енергетика (видобуток і переробка нафти, вугілля і газу), хімічні матеріали, розвиток металургії та легкої промисловості. Практично немає компаній, яким була б цікава тільки одна галузь інвестування. Активи венчурних фондів розміщені переважно в акції підприємств, облігації підприємств за популярністю наступні, також цікавими для інвестора є корпоративні права. Водночас, слід зауважити, що найбільш популярними на початковому етапі розвитку венчурного бізнесу стали фінансовий сектор та сектор будівництва. Саме будівництво дало сильний поштовх розвитку галузі, забезпечивши рекордну доходність схемам інвестування у нерухомість.

З огляду на значне подорожчання енергоносіїв і необхідність утримати конкурентні переваги експортно-орієнтованих галузей, в найближчому майбутньому венчурні бізнесмени залучатимуться до фінансування інноваційних розробок у сфері енергозбереження. При досить інтенсивному темпі зростання галузі, інвестиційна активність в Україні ще не є високою і не розповсюджується на нові компанії, а радше на ті, що перебувають на ринку давно. Не буде перебільшенням зауважити, що наразі венчурні схеми забезпечують обслуговування інтересів фінансово-промислових груп і тому сфера прикладання їхнього капіталу значною мірою визначається інвестиційними інтересами великого бізнесу. Така ситуація є певною мірою закономірною, адже венчурні капіталісти прагнуть мінімізувати ризик та накладні видатки, пов'язані з пошуком інвестиційних проектів за межами знайомого бізнесу. Але ця тенденція викликає питання: чи потребує прибутковий стабільний бізнес венчурних грошей? Іншими словами, чи таке використання механізмів ризикового фінансування є виправданим з позиції забезпечення вигід для національної економіки? Адже гостра потреба у фінансуванні виникає саме на початковій стадії розвитку інноваційної діяльності. Проте сьогодні інтерес венчурних фондів до молодих компаній не є великим.

На сучасному етапі майбутнє індустрії венчурного інвестування залежить від врегулювання таких проблем:

- недостатньо розвинена інфраструктура, що здатна забезпечити появу в науково-технічній сфері нових та розвиток існуючих малих та середніх швидкозростаючих технологічних інноваційних підприємств. Саме такі підприємства є привабливими для прямого (венчурного) інвестування;
- брак внутрішніх джерел фінансування венчурної індустрії, яке є одним з основних факторів привабливості країни для зарубіжних інвесторів;
- недостатній розвиток фондового ринку, якому належить найважливіше місце в венчурному механізмі як інструменту вільного виходу венчурних фондів з

проінвестованих підприємств. Без розвиненого фондового ринку й, зокрема досить специфічної його складової, пов'язаної з розміщенням та обігом цінних паперів поза лістингом, неможливо забезпечити адекватну ліквідність венчурних інвестицій;

- відсутність економічних стимулів для залучення прямих інвестицій у підприємства високотехнологічного сектору, що забезпечують прийнятний ризик для венчурних інвесторів;
- недостатня інформаційна підтримка венчурної галузі;
- брак кваліфікованих керуючих венчурними фондами, низький рівень інвестиційної культури, і зокрема, низький престиж підприємницької діяльності в сфері малого наукоміського бізнесу.

Для підтримки належного поступу в розвитку ризикового інвестування, яке могло б зробити нашу країну експортером технологій, потрібна зважена та добре скоординована державна політика, спрямована на сприяння залучення приватних інвестицій до наукоміського виробництва.

Світовий досвід свідчить, що венчурне інвестування практично в усіх країнах користувалася державною підтримкою, яка надавалася на тому чи іншому етапі розвитку та набувала різних форм. Країни з найдавнішою венчурною історією втручалися в розвиток галузі у разі уповільнення темпів або ризику її занепаду і таким чином розробляли свої непрямі прийоми регулювання. У державах, де венчурні механізми набули розповсюдження на пізніших стадіях, держава займала більш активну позицію і брала на себе роль каталізатора.

Вочевидь Україні, яка знаходиться на початковому етапі, доведеться застосувати ще потужніші прийоми активізації венчурного ринку. Підхід до розробки цих прийомів має спиратися на уроки та успіх інших країн, але при цьому враховувати необхідність вирішити зазначені вище проблеми базового та системного характеру.

На нашу думку, державні ініціативи в сфері активізації механізмів венчурного фінансування мають зосереджуватися на таких головних напрямках:

- подальший розвиток правової основи діяльності венчурних фондів;
- підтримка розвитку консультаційних послуг малим підприємствам науково-технічної сфери;
- забезпечення прозорості, а також економічних стимулів для інвесторів, що вкладають кошти в підприємства, які не котируються на фондовій біржі;
- активізація вторинного фондового ринку з метою забезпечення ліквідності венчурних інвестицій;

- подальший поступ у зниженні відсоткових ставок, оскільки інвестування в венчурній галузі стає більш привабливим за низьких відсоткових ставок, які сприяють підвищенню вартості акціонерного капіталу й збільшують винагороду;
- розвиток інформаційного середовища, сприяння покращанню освіти у галузі венчурної діяльності, виховання венчурної культури серед підприємців;
- посилення контролю в питаннях патентування і гарантування прав інтелектуальної власності, яка стає рушієм і необхідним компонентом інвестиційної сфери;
- проведення єдиної політики кредитування малих та середніх підприємств через різні фінансові інститути з наданням державної підтримки для реалізації проектів з технологічного оновлення та модернізації підприємств;
- розробка нових схем комерціалізації технологій, які б забезпечували підтримку в проведенні різноманітних маркетингових досліджень як внутрішнього, так і зарубіжного ринку, і сприяли трансферту нових технологій на малі та середні підприємства;
- сприяння більш рівномірному розподілу активності ризикового капіталу по регіонах.

В цілому ж вищезазначені зусилля держави мають завершуватися налагодженням організаційно-економічного механізму становлення та розвитку венчурного інвестування в Україні. Він являє собою комплексну узгоджену систему інститутів, а також організаційних, економічних та нормативних заходів регулювання ринку венчурного капіталу.

Задача організаційно-економічного механізму венчурного інвестування полягає у сприянні формуванню економіко-правового середовища, сприятливого для функціонування венчурного капіталу та розвитку високотехнологічного інноваційного бізнесу. Такий механізм, на нашу думку, має містити п'ять елементів: 1) *нормативний*; 2) *організаційний*; 3) *управлінський*; 4) *фінансовий*; 5) *інформаційний*.

Нормативний елемент організаційно-економічного механізму містить комплекс заходів нормативного регулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності. Його основу становлять законодавчі акти та нормативні документи, а також мережа спеціалізованих правових інститутів і група спеціалістів, які забезпечують практичне застосування нормативно-правової бази. Цей елемент в Україні є досить оформленим. Він має усі необхідні складові, хоча, на нашу думку, потребує вдосконалення.

З метою забезпечення більшої прозорості венчурної галузі, вимоги до розкриття інформації щодо діяльності венчурних фондів мають бути посилені. Венчурний бізнес в усьому світі користується меншим ступенем зарегульованості, аніж інші форми схем колективного фінансування, проте це стосується передусім інвестиційної діяльності. Вітчизняне ж законодавство є досить м'яким і в питаннях розкриття інформації про власників та об'єкти інвестування. Саме це і сприяє широкому розповсюдженню практики внутрішнього кептивного фінансування. При цьому податкові стимули, які мали б сприяти розвитку інноваційного інвестування, використовуються для оптимізації грошових потоків фінансово-промислових груп. Отже жорсткіші вимоги щодо оприлюднення інформації про учасників та об'єкти венчурних схем фінансування зробили б цей ринок прозорішим та більш привабливим для зарубіжних інвесторів, які воліють спиратися на існуючу практику та накопичений досвід.

Важливим лишається удосконалення податкового регулювання та стимулювання інновацій, зокрема на стадіях розробки та експериментального впровадження нових продуктів і технологій.

Під **організаційною** складовою організаційно-економічного механізму венчурного інвестування треба розуміти сукупність організаційних процедур і структур приватного та державного секторів, які індивідуально та у взаємодії один з одним обумовлюють нормальне функціонування та розвиток венчурного інвестування. Для розробки, інвестування та запровадження інновацій у мале підприємництво необхідна наявність основних елементів організаційних процедур: бізнес-шкіл; агентств, фондів і центрів підтримки малого підприємництва; науково-технічних парків, інноваційно-технологічних центрів; саморегулювних організацій; інформаційно-аналітичних та консультаційних центрів тощо.

Деякі з цих елементів мають місце в українській практиці. Але досвід їхнього функціонування не дає змоги стверджувати про напрацювання відповідної маси ефективних моделей інноваційного підприємництва. В багатьох випадках між стадією розвитку, на яку виводять, наприклад, технопарки, та виникненням передумов для залучення венчурного капіталу існує значна відстань. Однією з причин є те, що принципи побудови і налагодження роботи більшості з них розроблялися без належного партнерства між наукою та бізнесом. У їх побудові бракує, на наш погляд, акценту на потенціал комерціалізації розробок. Зокрема, недостатньо опрацьований етап бізнес-інкубації – допомоги малим високотехнологічним компаніям на початкових стадіях розвитку.

Відтак, існуючі організаційні утворення потребують змін, що мають напрацьовуватися та запроваджуватися у тісній співпраці з підприємницьким сектором. Крім того, наявний в Україні перелік елементів організаційної складової важливо поповнювати новими схемами підтримки новаторських ініціатив малого бізнесу, таких як, наприклад аутсорсинг, шляхом якого малі та середні підприємства беруть на себе певні функції з обслуговування великих компаній.

Суттєвим недоліком організаційної складової механізму венчурного інвестування в Україні є той факт, що існуюча сукупність організаційних процедур і структур приватного та державного секторів в Україні не розглядається в контексті єдиної політики зміцнення потенціалу інноваційного підприємництва в Україні. Державна політика у сфері розвитку науки та наукомістких технологій, підтримки малого бізнесу, покращання інвестиційного клімату, зміцнення ринків капіталу - усі ці напрями зазвичай розвиваються розрізнено без системного бачення впливу кожного з них на досягнення кінцевої мети. Вони формуються і впроваджуються різними інституціями і не є добре скоординованими.

Як свідчать перші роки роботи венчурної індустрії, її введення також не було ув'язане з цілісною політикою підтримки інноваційного розвитку. Самого упорядкування правового поля не достатньо для того, щоб венчурні капітали попрямували у малий високотехнологічний бізнес. На додачу до правового регулювання, успіх венчурних схем і їх економічний ефект залежить тепер від заходів державної політики, спрямованих на розвиток та поширення дослідницьких ініціатив, а також створення стимулів і сприятливого середовища для підтримки таких ініціатив приватними інвесторами.

Важливим аспектом є налагодження сталого діалогу з потенційними інвесторами та професійними венчурними капіталістами. У зв'язку з цим, особливої ролі набувають саморегулівні організації. Ефективне управління венчурними інвестиціями передбачає чітку спеціалізацію менеджерів, від яких вимагаються певні специфічні знання, навички та інтуїція. З огляду на таку специфічність бізнесу в міжнародній практиці венчурні фонди утворюють професійні об'єднання окремо від інших ІСІ. На наш погляд, такий підхід є ознакою зрілості галузі. Виділення венчурів у окрему саморегулівну організацію поки що не відбулося в Україні. Проте це, ймовірно, станеться, коли галузь набуде більшої самодостатності й досвіду, а також буде спроможна визначити спільні узгоджені пріоритети подальшого розвитку.

Отже, в цілому, існуючий в Україні перелік організаційних процедур та структур є прийнятною базою для ефективного функціонування венчурного капіталу. Однак необхідний системний підхід держави щодо визначення ролей наявних інституцій,

механізмів їх взаємодії та об'єднання навколо єдиної стратегії розвитку високотехнологічного інноваційного бізнесу.

Управлінський аспект венчурного інвестування інноваційної діяльності набуває актуальності у зв'язку з високими вимогами до професіоналізму інноваційних менеджерів і менеджерів, які керують інвестиційними активами. Організація венчурного інвестування високотехнологічної діяльності та управління інноваційними проектами – досить складні процеси. В розвинутих ринкових економіках управління діяльністю, в т. ч. інноваціями, давно визнано спеціальною галуззю знань, в межах якої розробляється методологічна та теоретична база, існують наукові школи, функціонує комплекс різноманітних інститутів навчання та підготовки менеджерів. Високим попитом користуються кваліфіковані управляючі та консультанти з управління.

Для України є важливим зміцнювати культуру підприємництва та надавати в цьому аспекті широкі можливості набуття професійної освіти. Обмежений спектр об'єктів фінансування сучасних українських венчурних фондів багато в чому зумовлений браком знань і досвіду для ідентифікації проектів і підприємств з високим потенціалом зростання. Зміна бізнес парадигми нашої країни тісно пов'язана з якісною підготовкою теперішніх і майбутніх менеджерів. Тому розвиток навчальної бази підготовки професійних менеджерів для венчурного бізнесу є вкрай важливим чинником успіху галузі.

З іншого боку, підприємці та дослідники не вміють "продавати" свої ідеї та продукти, не можуть адекватно оцінити перспективи комерціалізації власних ідей та розробок. Відтак навчальний процес підприємців має концентруватися на питаннях структури власності компанії, відносин її засновників та їх участі в капіталі (видів товариств), практики корпоративного управління, міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та звітності, правил оподаткування тощо. Таким чином, розробники ідей виходитимуть на ринок підготовлені для залучення та сприйняття венчурних інвестицій.

Фінансова інфраструктура венчурного інвестування інноваційного бізнесу, з урахуванням міжнародного досвіду, має будуватися на базі високорозвинутих фінансово-кредитних механізмів сучасного ринку, які забезпечують ресурсами підприємницьку економіку. Структура фінансового забезпечення інноваційної діяльності охоплює банки, інвестиційні організації (страхові компанії, пенсійні фонди, фонди компаній, університетів, державні та приватні інвестиційні фонди тощо), індивідуальних інвесторів, і, власне, венчурні фонди.

В Україні має бути створена система державної підтримки комерціалізації результатів інтелектуальної діяльності як невід'ємний компонент урядової політики

сприяння інноваційному розвитку країни. Як свідчить європейський досвід, венчурний бізнес у цьому регіоні не є схильним до найризикованіших форм фінансування - підтримки ідеї та започаткування підприємства. Відтак заповнення цієї ніші має взяти на себе держава, допомагаючи виведенню ідей та дослідних зразків на етап комерціалізації та стимулюючи залучення венчурних капіталістів до ранніх форм фінансування. Для цього варто скористатися багатим досвідом європейських країн, а саме схемами, де діють державні фонди гарантій та програми грантів на підтримку розвитку малого бізнесу з великим потенціалом зростання. Слід наголосити, що навіть в межах такого роду державної підтримки вагома роль має відводитися представникам приватного сектору. Саме вони здатні найкращим чином оцінити перспективи бізнесу та визначити його життєздатність.

Інформаційне забезпечення венчурного інвестування інноваційного бізнесу – це довідникова, патентна, аналітична, технічна та рекламна інформація, постійно представлена в традиційних та електронних інформаційних системах, разових і періодичних виданнях. Вона накопичується в базах даних, регулярно оновлюється та узагальнюється багаточисельними інформаційними інституціями та спеціалізованими організаціями і надається користувачам за допомогою різноманітних каналів.

В Україні на державному рівні (наприклад на базі Державного агентства з інвестицій та інновацій) слід створити загальнонаціональну венчурну форум-програму - прозоре та незаангажоване місце обміну інформацією як про існуючий стан справ на ринку венчурного інвестування так про потенційні можливості, що їх пропонує вітчизняний інноваційний бізнес. На базі такої організованої інформаційної площадки можна побудувати мережу потенційних об'єктів прикладання венчурного капіталу та в подальшому згенерувати потік венчурних угод. Для того, щоб така програма дійсно набула статусу загальнонаціонального професійного форуму і викликала довіру потенційних інвесторів, важливо забезпечити належний контроль якості проєктів, включно з елементами патентування та сертифікації, а також базовими маркетинговими дослідженнями. Пізніше важливо поширити формат форуму на регіональний рівень для забезпечення більш рівномірного розподілу активності ризикового капіталу по областях України.

У свою чергу, вважаємо за доцільне розглянути моделі фінансової підтримки інвестиційних проєктів, які можна використати в процесі удосконалення нормативно-правової бази в частині механізмів фінансування.

Модель фінансової підтримки інвестиційної діяльності з державного бюджету.
Регуляторний вплив держави на збільшення фінансових ресурсів та підвищення

ефективності їх використання передбачає використання інструменту бюджетних інвестицій. Провідні вітчизняні економісти визначають необхідність закріплення за державою ролі ініціатора економічних перетворень, що дозволять реформування існуючої моделі відносин в економіці.

Існують різні способи спрямування бюджетних ресурсів для інвестування суб'єктів підприємницької діяльності, застосування яких дає можливість вирішувати різноманітні завдання. За цією ознакою бюджетні інвестиції, що спрямовуються в реальний сектор економіки, можна класифікувати: на *капітальні трансферти* (компенсація втрат на пошкодження основних фондів суб'єктів підприємницької діяльності внаслідок стихійного лиха, техногенних катастроф та інших форс-мажорних обставин; забезпечення простого та розширеного відтворення основних фондів державних та комунальних підприємств, які не спроможні забезпечити його самофінансування; вирішення інших пріоритетних завдань, які не мають альтернативних джерел фінансування); *внески до статутних фондів* (створення державних та комунальних підприємств, якщо ринкових стимулів не достатньо для виробництва суспільно важливих благ; створення державних та комунальних підприємств, які повинні виробляти суспільно важливі товари з більшою ефективністю, ніж підприємства інших форм власності; розширення частки держави та органів місцевого самоврядування в статутних фондах підприємств); *інвестиційні кредити* (підтримка пріоритетних інвестиційних проектів з тривалим періодом окупності; стимулювання інноваційних інвестицій суб'єктів господарювання; зниження енергоємності підприємств; подолання депресивності окремих територій; сприяння створенню та розширенню імпортозамінних виробництв; вирішення інших важливих питань, які вимагають залучення позикових ресурсів).

Особливості кожної форми дозволяють застосувати індивідуальні підходи до оцінки доцільності інвестицій, що сприятиме підвищенню прозорості та ефективності бюджетних видатків.

Модель іноземного кредитування. До основних джерел отримання Україною іноземних коштів відносяться: Міжнародний валютний фонд (МВФ); Світовий банк (СБ); Європейський банк реконструкції і розвитку (ЄБРР); іноземні держави; державні цінні папери у вигляді облігацій при реалізації на зовнішньому і внутрішньому ринку, при придбанні їх нерезидентами; гранти і субсидії у вигляді науково-технічної допомоги від міжнародних фінансових організацій.

Процес іноземного кредитування відображає модель, котра відтворює основні етапи оформлення кредиту. Існують три види іноземного інвестиційного кредиту: *державний кредит, що надається на двосторонній і багатосторонній основі, включаючи позички*

міжнародних організацій; банківський кредит, пов'язаний з кредитними відносинами між банками різних країн; комерційний кредит, що безпосередньо обслуговує інвестиційний процес підприємств (фірм).

Залучення іноземних інвестиційних кредитів на фінансування пріоритетних напрямів модернізації економіки здійснюється під гарантії Уряду України. Юридичні особи, які одержують іноземні кредити під гарантії Уряду мають пройти відповідні етапи: *попередній розгляд питання про видачу державних гарантій; остаточний розгляд заявок про отримання гарантій; ухвалення попереднього рішення про надання державних гарантій; остаточне рішення про надання державних гарантій.*

Модель проектного фінансування. Переважаючою тенденцією розвитку проектного фінансування в промислово розвинених країнах є: *проектне фінансування, що здійснюється за рахунок коштів самого промислового підприємства; проектне фінансування, що здійснюється за рахунок банківських кредитів; проектне фінансування, що здійснюється за рахунок інвестицій (розміщення акцій на первинному ринку, пайові внески); проектне фінансування, що здійснюється за рахунок облігаційних позик; проектне фінансування, що здійснюється за рахунок лізингу.*

Банківська практика розрізняє такі форми проектного фінансування: *фінансування без права будь-якого регресу на позичальника*, при якому банк-кредитор бере на себе всі ризики, пов'язані з реалізацією проекту, аналізуючи тільки грошові потоки, що генеруються проектом і спрямовуються на погашення кредиту; *фінансування з обмеженим правом регресу на позичальника* передбачає розподіл ризиків проекту між його учасниками таким чином, щоб кожний учасник брав на себе ті ризики, які від нього залежать; *фінансування з повним регресом на позичальника*, коли кредитор не бере на себе жодних ризиків, пов'язаних з проектом, обмежуючи свою участь у реалізації проекту тільки наданням коштів в обмін на гарантії організаторів проекту або третіх осіб.

Також банківська практика проектного фінансування виділяє:

Проектне фінансування з паралельним фінансуванням. У практиці банківського кредитування цей тип проектного фінансування ще називається «спільним фінансуванням». Ця назва пов'язана з тим, що для здійснення великих проектів, як правило, потрібні значні кошти. Надання великих за розміром кредитів, з одного боку, є дуже ризикованою операцією, а, з іншого боку, не кожен банк має в своєму розпорядженні такі кредитні ресурси. У цьому випадку декілька банків надають кредити для реалізації такого інвестиційного проекту, що дозволяє їм вкладатися в нормативи гранично припустимих розмірів кредитів та суттєво знижувати свої кредитні ризики.

Проектне фінансування з послідовним фінансуванням. Механізм дії цієї моделі полягає в наступному. У банківському бізнесі завжди є певний великий банк з високою репутацією, який має в своєму розпорядженні першокласних спеціалістів з експертизи інвестиційних проектів та значний кредитний потенціал. Як висококласний банк, він одержує велику кількість заявок на кредитування проектів, серед яких буває чимало привабливих. Проте навіть великі банки не мають можливості профінансувати всі проекти. Тому такі банки в багатьох випадках виступають у ролі ініціаторів кредитних угод. Після надання позики підприємству ініціатор (банк-організатор) передає свої вимоги щодо заборгованості іншому кредитору (іншим кредиторам), тим самим знімаючи зі свого балансу дебіторську заборгованість.

Податкова модель фінансування. Податкова модель фінансування інвестиційних проектів забезпечується через інструменти податкової політики держави. За допомогою податків держава може впливати на інвестиційний процес у двох напрямках. *По-перше*, опосередковано – через вплив на рівень приватних заощаджень. Так, зниження загального рівня оподаткування перерозподіляє ВВП на користь приватного сектора економіки, створюючи передумови для збільшення тієї частки сукупного доходу, яка зберігається домогосподарствами і підприємствами, для перетворення в інвестиції. *По-друге*, держава може безпосередньо впливати на інвестиційний процес за допомогою податкових стимулів, що надаються домогосподарствам і підприємствам на певних умовах для вирішення певних інвестиційних задач.

Зокрема, проектом Податкового кодексу України передбачається зниження ставки податку на прибуток, що узгоджується з теорією «економіки пропозиції», згідно з якою зниження податків в цілому і податку на прибуток зокрема збільшує приватні заощадження, що трансформуються в інвестиції. Крім того, зниження податку підвищує прибутковість інвестиційних проектів і збільшує попит на інвестиції. У короткостроковому періоді приріст приватних інвестицій підвищує сукупний попит, а в довгостроковому – сукупну пропозицію, що зрештою забезпечує економічне зростання.

Світова практика податкового стимулювання інвестиційної активності володіє багатьма методами інвестиційної спрямованості оподаткування підприємств. Серед них наступні: зниження ставок оподаткування прибутку підприємств, податкові канікули, інвестиційна податкова знижка (пільга), прискорена амортизація, відміна податків на реінвестований прибуток, інвестиційний податковий кредит, регресивна шкала оподаткування підприємницького прибутку тощо.

Враховуючи обмежені можливості використання бюджетних коштів для фінансової підтримки інвестиційної діяльності підприємств, перевагу слід надавати таким

податковим стимулам, застосування яких не спричиняє втрат податкових надходжень до бюджету. Іншими словами, механізм податкового стимулювання інвестиційної активності має погоджувати між собою стимулюючу і фіскальну функції податків. Втім цього можна досягти лише за умов удосконалення надання підприємствам інвестиційних податкових пільг.

На нашу думку, за своєю природою податкові пільги інвестиційної спрямованості не можуть бути трансфертами, тобто вони не повинні надаватися на безповоротних умовах. На трансфертних умовах можуть надаватися податкові пільги тільки для вирішення соціальних проблем.

Насамкінець зауважимо, що запровадження вищезазначеного організаційно-економічного механізму становлення та розвитку венчурного інвестування у комплексі з іншими заходами державної політики стимулювання підприємницької ініціативи (використання різних моделей фінансування інвестиційно-інноваційних проектів), а також певна комерціалізація результатів інтелектуальної діяльності дасть змогу налагодити партнерство бізнесу і держави для розвитку інноваційної складової економіки та спрямування коштів венчурних фондів в реальний сектор економіки на реалізацію високотехнологічних проектів.

3.5. Запровадження фінансових інновацій в систему державних фінансів

Двадцять перше століття по праву може бути названо віком інновацій. Водночас, це твердження справедливо далеко не для кожної країни Європи. Ситуація в Україні демонструє ситуацію, коли ніби то сформовано потужний багаж наукових досліджень, розроблено і прийнято низку законодавчих актів, концепцій і програм у галузі переведення економіки України у русло інноваційного розвитку, створено кілька спрямованих на інвестування інновацій інституцій, однак стабільних тенденцій до інноваційної діяльності не помітно практично ні в якій галузі економіки³⁹.

Не зупиняючись на розкритті багатьох факторів, які спричинили ці явища, визначимо лише один: в державі не відбувається адекватних процесів виявлення, оцінки та вимірювання інноваційної діяльності, результативності її впливу на соціально-економічний розвиток країни.

³⁹ Іваницька О.М. Вимірювання впливу інновацій на національну економіку // Матеріали Міжнародного симпозіуму «Інноваційна політика та законодавство в Європейському Союзі та Україні: Формування, досвід, напрямки наближення» (XXIU Київський міжнародний симпозіум з наукознавства та науково-технічного прогнозування, м. Київ, Україна, 2-3 червня 2011 р.). — К.: Фенікс, 2011. — С.41-42.

У систему показників, які подаються в Кабінет Міністрів України і Верховну Раду України, входять такі, як: обсяг інноваційних капіталовкладень відносно до річного рівня амортизаційних відрахувань; розмір доходу від інноваційних капіталовкладень за рік у співвідношенні до обсягу інноваційних капіталовкладень; розмір сукупного фінансування розвитку науки і техніки у розрахунку до річного рівня ВВП; обсяг продажу новоствореної продукції за рік відносно до річного загального обсягу продажів товарів (послуг); кількість винаходів на 1 мільйон населення; кількість впроваджених за рік винаходів у співвідношенні до їх загальної кількості. Водночас, відсутні факторні складові вимірювання, які б визначали можливості економіки та інноваційний соціально-культурний потенціал держави.

Зауважимо, що існують численні розробки щодо оцінки інноваційного потенціалу і результативності інновацій, на які можна було б орієнтуватись Україні.

Зокрема, напрочуд велику увагу цим питанням приділяють у США. У 2008 р., коли країна відчувала досить болісні удари фінансової кризи, уряд країни не лише обмірковував плани щодо виходу з кризи, а й поставив питання щодо якісніших процесів вимірювання інноваційного потенціалу. Зокрема, серед завдань ідентифікації та вимірювання впливу інновацій на економіку зазначались такі: удосконалення системи національних рахунків (National Income and Product Accounts – NIPAs); створення додаткового рахунку для вимірювання інновацій; удосконалення збирання даних щодо сектора послуг; поліпшення процесу вимірювання нематеріальних активів (зокрема, продуктів інтелектуальної власності та вимірювання активності отримання технологічних ліцензій)⁴⁰. Серед інших задач, які ставилися, були: розширення доступу до інформації для полегшення подальших інноваційних розробок; залучення бізнесу у процес вимірювання та збору даних щодо інновацій, посилення міжнародної взаємодії із зазначених питань тощо.

В Європі для оцінки впливу інновацій на соціально-економічний стан країн регіону сформовано Європейське інноваційне табло — систему [показників](#) науково-технічного розвитку країн Європи. На початку вимірювання впровадження інновацій розраховувалось сімнадцять індикаторів. Після 2007 р. деталізувались деякі показники, зокрема, посилилась увага до інновацій у сфері послуг, нетехнологічних аспектів, а також до оцінки віддачі від інновацій. Отже, на 2008-2010 рр. вимірювання інноваційності велось за 29 індикаторами, які згруповано таким чином:

⁴⁰ Innovation measurement: Tracking the state of Innovation in American Economy //A Report to the Secretary of Commerce by the Advisory Committee on Measuring Innovation in the 21st Century Economy, January 2008. — 20 pp., с.7.

- «рушійні сили інновацій» — індикатори, які відображають стан та структуру інноваційного потенціалу, зокрема людські ресурси, фінанси та підтримку;
- діяльність фірм — індикатори, які розкривають інноваційну діяльність суб'єктів підприємництва: інвестиції фірм, зв'язки та підприємництво, продуктивність;
- результативність інновацій — індикатори, які показують віддачу від інновацій — число «інноваторів», економічний ефект⁴¹.

Отже, в Україні має бути обов'язково оцінений інноваційний потенціал та віддача від інновацій низкою показників, які зараз не вираховуються або оцінюються недосконало. Зокрема, потребують подальшого удосконалення методика оцінки венчурних капітальних інвестицій; впровадження наукових досліджень, проведених у рамках підготовки кандидатських і докторських дисертацій, у практику з визначенням реального результату; визначення «підтягуючого» та «підштовхуючого» ефектів в системі послідовності навчального процесу (школа – університет – аспірантура – докторантура); оцінка стабільності інноваційного процесу щодо економічних стресових ситуацій, зокрема, криз.

Особливої уваги потребує філософсько-етичне осмислення дій у сфері інновацій, що є тією платформою, яке дозволить застосовувати інструментарій інновацій на благо нації. І, хоча саме цей аспект дуже важко вимірювати, саме оцінка та стимулювання творчого підходу до вирішення численних суспільно значимих проблем, визначення числа творчих особистостей, починаючи із шкільної лави, та бережливе ставлення до них протягом всього їх життя зможе сприяти інноваційному розвитку українського суспільства.

Ганна Миколаївна! Я уважніше переглянула статтю Карпенко-Данькевич. На жаль, вона також не підходить – з неї можна взяти не більше 3-х сторінок. Назва параграфу — інновації в сфері державних фінансів!!! Тому, напевно, будемо відмовлятися від цього параграфу.

*****далі — текст Гайдук Л.А. Його не потрібно редагувати. Поки що.

⁴¹ Comparative Analysis Of Innovation Performance// European Innovation Scoreboard 2008, January 2009. — 58 pp., с.7

На сучасному етапі розвитку фінансового ринку України актуальним є запровадження нових та інноваційне поєднання існуючих інструментів фінансового ринку, що дозволить моделювати інноваційні фінансові продукти з метою збільшення прибутковості, залучення інвестиційних ресурсів, страхування можливих фінансових і інноваційних ризиків.

Економічна категорія «інновація» має пряму залежність від таких складових фінансового ринку, як ринок капіталу, ринок інвестицій, фінансові ризики, фінансові ресурси. Залежно від ступеня взаємодії інноваційних продуктів з даними категоріями, можна говорити про напрями реалізації цих продуктів на фінансових ринках. Розглянемо дві групи інновацій, що реалізуються на фінансових ринках:

1. Запровадження нових інструментів на фінансові ринки, а саме: свопів, ф'ючерсів, форвардів, – а також фінансових деривативів – свопціонів, кредитних деривативів, інноваційних лізингових опціонів тощо.

2. Інноваційне поєднання інструментів фінансового ринку, що дозволяє конструювати різні інноваційні фінансові продукти з метою збільшення прибутковості, залучення інвестиційних ресурсів, страхування можливих фінансових і інноваційних ризиків. Прикладом такого поєднання є інноваційний лізинг, венчурне фінансування, форфейтинг, франчайзинг, випуск спеціалізованих цінних паперів та інші.

Фінансова діяльність є багатоплановою сукупністю взаємопов'язаних напрямів, пріоритетним з яких, у стратегічній перспективі, є моделювання і реалізація різних фінансових продуктів, що забезпечують збільшення ринкової вартості, посилення фінансової стійкості суб'єктів господарювання. Фінансові інструменти розуміються у вітчизняній і зарубіжній теорії і практиці як засіб вкладення, придбання і розподілу капіталу, як платіжний засіб і як засіб кредиту. Фінансовий інструмент – це будь-який договір, в результаті якого одночасно виникають актив у однієї організації і фінансове зобов'язання різного характеру у іншої, тобто їх вибір, зрештою, впливає на активи і зобов'язання організацій⁴².

Під фінансовою інновацією розуміється фінансовий інструмент або технологія, які, поки що, не набули поширення на конкретному ринку, але забезпечують своїм користувачам більш ефективний перерозподіл фінансових ресурсів, доходності, ризиків, ліквідності та інформації з метою отримання додаткового прибутку. Зарубіжна наука досліджує чотири складові фінансових інновацій:

⁴² Аюпов, А.А. Конструирование и реализация инновационных финансовых продуктов / А.А. Аюпов. – М.: NOTA BENE, 2007. – 220 с.

- цінні папери будь-якого ступеня структурованості і складності;
- фінансові інструменти споживчого типу (фонди муніципальних облігацій, взаємні фонди грошового ринку, ф'ючерси «на навчання» тощо);
- фінансові процеси («реєстрація на полиці», тобто надання дозволу на випуск цінних паперів, що може буде відкладений на строк до трьох років; електронна торгівля цінними паперами, публічний продаж цінних паперів тощо);
- фінансові стратегії та рішення корпорацій (проектне фінансування, обмін боргу на борг, реструктуризація тощо).

Наведена класифікація фінансових інновацій наочно відображає ступінь універсальності їх застосування. Так, групи цінних паперів та фінансових інструментів є такими, що найлегше тиражуються, оскільки правила торгівлі та юридичні відносини сторін угоди стандартизовані і споживачам простіше оцінити переваги цих інновацій. Фінансові процеси є значно складнішими, а фінансові стратегії та рішення, у свою чергу, є ще більш індивідуальними і передбачають багато нюансів у кожному конкретному випадку.

Просування нових фінансових інструментів пов'язано з деякими специфічними проблемами, однією з яких є початкова неліквідність їх ринків, що, у свою чергу, не дозволяє визначити їх реальну ціну та обсяги ринкового попиту. Певним чином це пояснюється складністю фінансових продуктів для потенційних інвесторів з точки зору переваг та недоліків. На наш погляд, з наукової точки зору, інноваційні фінансові інструменти слід віднести до, так званих, «експериментальних благ», якості яких проявляються у процесі використання.

Інновації на фінансових ринках доцільно поділяти на автономні та індуковані. Автономні інновації мають спонтанне походження, тобто спочатку з'являється певна схема або ідея, яку потім намагаються ефективно застосувати. В іншому випадку, спочатку виникає проблемна ситуація, а інновація стає результатом пошуку виходу з неї. Індуковані інновації можуть бути реакцією на зміну умов ринку або зовнішніх умов функціонування, наприклад, вимог державних регулюючих органів або системи оподаткування. Як свідчить практика, більшість фінансових інновацій є індукованими.

Основою класифікації фінансових інструментів є природа відносин клієнта та оферента, сегмент ринку, на якому обертається інструмент, строк поставки тощо. Ми погоджуємося із науковою позицією, що для вітчизняного фінансового ринку доцільно в якості класифікаційних ознак обрати ціноутворення на фінансовий інструмент та строк виконання контрактів. Виходячи із першої ознаки, фінансові інструменти класифікуються на реальні (основні, базові), ціни або курси на які визначаються на ринку через взаємодію

попиту і пропозиції, та похідні, ціни на які є похідними від цін базового активу (derivative instruments). За другою ознакою – фінансові інструменти поділяються на інструменти з негайною поставкою – касові або спотові (spot, cash) та строкові інструменти (termine instruments), оскільки є контрактами на купівлю-продаж базових фінансових інструментів у майбутньому за цінами або курсами, погодженими у момент укладання таких контрактів⁴³.

Ефективне запровадження інноваційних фінансових інструментів на фінансові ринки України та розширення можливостей їх ефективного використання пов'язані з необхідністю підвищення інвестиційної привабливості корпоративних цінних паперів, удосконалення правового оформлення відносин між емітентами (позичальниками) та інвесторами (кредиторами), сек'юритизації боргових зобов'язань, зниження інвестиційних та кредитних ризиків на ринках капіталу та підвищення рівня захисту прав інвесторів і кредиторів, удосконалення корпоративного управління, запровадження надійних фінансових інструментів для інвестування пенсійних активів та розміщення приватних коштів громадян, зміцнення довіри населення до фінансової системи та елементів її інфраструктури.

Інновації впливають на основні макроекономічні показники будь-якої держави, тим самим підвищують її конкурентоспроможність і впливають на економіку. Але інновації тягнуть за собою значні витрати, особливо на початкових стадіях розробки, а також характеризуються невизначеністю результатів і тривалістю процесу отримання віддачі, тому для їх впровадження необхідна державна підтримка і стимулювання.

На сьогоднішній день проблема пільгового оподаткування в інноваційній сфері України остаточно не вирішена. Пропонується розглянути таке рішення даної проблеми: податкові пільги доцільно надавати за видами витрат на науково-дослідні і дослідно-конструкторські роботи (далі НДДКР), враховуючи види інноваційної діяльності, види НДДКР і пріоритетні напрями.

У зв'язку з цим, велику цінність має досвід країн Західної Європи, де тривалий час використовують результати ефективної податкової політики з метою стимулювання інноваційного розвитку. Наприклад, у Великобританії податкові пільги на НДДКР діють відносно наступного переліку витрат:

- на оплату персоналу, залученого до проведення НДДКР;
- на оплату фахівця з підбору персоналу – за підібраний для компанії персонал, залучений до проведення НДДКР;

⁴³ Сохацька О.М. Біржова справа: Підручник. – 2-ге вид. змін. й доп. – Тернопіль: Карт-бланш, К.: Кондор, 2008. – 632 с.

- на витратні або переробні матеріали, що використовуються безпосередньо при проведенні НДДКР (у широкому розумінні, фізичні матеріали, що витрачаються в процесі виконання НДДКР);
- на електроенергію, воду, паливо і програмне забезпечення, що використовуються безпосередньо при проведенні НДДКР.

Для кожного типу підприємств (тобто для малих, середніх і великих компаній) встановлені свої правила відносно витрат на проведення субпідрядних НДДКР. Існують також правила, відповідно до яких обсяг витрат на НДДКР, відносно яких діють податкові пільги, може бути скорочений [1].

У Росії введені нові правила обліку витрат на НДДКР. Поправки внесені Федеральним законом від 07.06.2011 №132-ФЗ, для підприємств, які для власних потреб проводять наукові дослідження, удосконалюють методи управління організацією, створюють бази даних, власне програмне забезпечення або мають намір зайнятися цією діяльністю:

- витратами на НДДКР можна визнавати витрати на поліпшення методів організації виробництва і управління (управлінські витрати);
- списати витрати на НДДКР в зменшення прибутку можна буде швидше. Витрати на наукові роботи можна буде списувати відразу, як тільки дослідження будуть завершені – не важливо, успішно чи ні (п. 4 ст. 262 НК РФ);
- затверджений перелік витрат на НДДКР. З 2012 року для витрат на НДДКР затверджений окремий закритий перелік (п. 2 ст. 262 НК РФ в редакції 2012 року). З погляду податкового планування, перелік відкриває перед підприємствами нові можливості для оптимізації податків.

Тепер до витрат на НДДКР в Росії відносять:

- суми амортизації по основних засобах і нематеріальних активах (за винятком будівель і споруд), що використовуються виключно для виконання НДДКР;
- суми витрат на оплату праці працівників, що беруть участь у виконанні НДДКР;
- матеріальні витрати, безпосередньо пов'язані з виконанням НДДКР;
- інші витрати, безпосередньо пов'язані з виконанням НДДКР, в сумі не більше 75% суми витрат на оплату праці, що враховується у складі витрат на НДДКР;
- вартість робіт по договорах на НДДКР із сторонніми організаціями;
- відрахування до офіційно зареєстрованих фондів НДДКР в сумі не більше 1,5% доходів від реалізації, що визначаються статтею 249 НК РФ.

4. Списати витрати на НДДКР можна буде ще швидше за допомогою резерву. У Податковому кодексі Росії з'явилася стаття 267.2 «Витрати на формування резервів майбутніх витрат на НДДКР». Відрахування в резерв зменшуватимуть прибуток оподаткування до моменту закінчення розробок, тому створення резерву однозначно принесе податкову вигоду компанії [2].

У США існують два основні механізми стимулювання інноваційної діяльності. Перший механізм – вирахування витрат з прибутку оподаткування, витрати на науково-дослідну діяльність, будучи капіталізованими у формі основного засобу або нематеріального активу, можуть бути відшкодовані тільки за допомогою амортизаційних відрахувань. У разі нематеріального активу, відшкодування витрат ще більш ускладнюється тим, що даний вид активу часто не має певного терміну корисного використання. Тому моментальне вирахування витрат на інноваційну діяльність є діючим стимулом до проведення досліджень, залишаючись при цьому відносно недорогим механізмом з погляду бюджетного наповнення. Так, за даними Об'єднаного Комітету Конгресу США з Оподаткування, оцінювана вартість дії статті 174 Податкові Кодекси, що стосується надання корпораціям податкового вирахування по витратах на науково-дослідну діяльність, складала: \$2 млрд. в 2006 р.; \$3,7 млрд. в 2007 р.; \$5,5 млрд. в 2008 р.; \$6 млрд. в 2009 р. та \$5,8 млрд. в 2010 р. [3].

Другий механізм податкового стимулювання інноваційної діяльності є податковою знижкою, що надається економічним агентам, залученим в процес створення інноваційних продуктів. У загальному випадку, податкова знижка є дозволим законом прямим вирахуванням певних витрат, зазвичай соціально мотивованих або суспільно важливих, із загальної суми податкових зобов'язань (на відміну від вирахувань, що зменшують базу оподаткування). Податкове законодавство США надає знижку платникам податків, залученим в науково-дослідну діяльність (стаття 41 Податкового Кодексу США) [4].

Податкова знижка розраховується роздільно для трьох складових науково-дослідної діяльності:

- Податкова знижка у розмірі 20% надається платникові податків в об'ємі перевищення ним витрат на науково-дослідну діяльність над об'ємом витрат базового періоду на дану діяльність («the incremental credit»).
- Податкова знижка у розмірі 20% надається в об'ємі перевищення витрат на фундаментальні дослідження із залученням сертифікованого дослідницького консорціуму – над фундаментальними дослідженнями із залученням сертифікованого дослідницького консорціуму в базовому періоді («the credit for basic research payments»).

– Податкова знижка у розмірі 20% надається в рамках платежів в енергетичний консорціум («the credit for payments to an energy consortium») [5].

З огляду на обмеженість бюджетних коштів та потреби фіскального збалансування, запровадження інноваційних пілг вимагає визначення пріоритетів, яким має відповідати діяльність підприємств, а саме:

- досягнення світового технологічного рівня та міжнародної конкурентоспроможності, вихід на світові ринки інноваційної продукції (включаючи впровадження інформаційно-комунікаційних технологій);
- забезпечення ресурсозбереження;
- удосконалення організаційної структури суб'єктів господарювання: створення фінансово-промислових груп, горизонтальних та вертикальних холдингових компаній, науково-технічних центрів, технополісів, технопарків, регіональних інноваційних центрів, які повинні стати основою науково-технологічного та інноваційного процесу;
- розвиток продуктивної зайнятості, підвищення гнучкості ринку праці, створення робочих місць для працівників високої кваліфікації;
- розвиток системи науково-технічних комунікацій і трансферу технологій [3; 4; 7; 8].

Довгострокова ефективність використання отриманих пілг має бути ретельно оцінюваною та відстежуваною, тобто слід забезпечити цільовий характер використання коштів, отриманих внаслідок податкових пілг, встановити відповідальність отримувачів у разі порушення умов їх надання.

Ефективність фінансування технологічних інновацій повинна мати прояв у показниках економічного розвитку України. У цьому зв'язку, підвищення ефективності фінансування технологічних інновацій потребує реалізації наступних інструментів:

1) встановлення певного нормативу витрат на науку і науково-технічну діяльність з витратної частини бюджету країни зі щорічним збільшенням цього нормативу у міру стабілізації економіки до рівня, притаманного високорозвиненим країнам. Зазначений норматив має бути відображений у основоположних фінансово-економічних і програмних документах (центральному та регіональних бюджетах, державних цільових програмах);

2) забезпечення стійкого державного фінансування провідних наукових інституцій країни: академій наук, університетів за науково-дослідними програмами, наукових бібліотек, інших об'єктів наукової інфраструктури;

3) формування конкурентних умов розподілу коштів на наукові програми і проекти у межах програмно-цільового фінансування науки, забезпечення відкритості прийняття рішень, залучення наукової спільноти до контролю за використанням коштів;

4) сприяння диверсифікації джерел фінансування наукових і науково-технічних робіт за рахунок активної підтримки цільових державних фондів (зокрема, Державного фонду фундаментальних досліджень);

5) налагодження державно-приватного партнерства щодо фінансування сфери науки та інновацій для прискорення передачі у господарський обіг науково-технічних результатів, одержаних за рахунок бюджету;

6) цільове спрямування бюджетних коштів для забезпечення наукового супроводу найважливіших інноваційних проектів державної ваги;

7) залучення нових фінансових інструментів забезпечення розвитку інноваційних секторів економіки. Зокрема, сприяння перерозподілу інвестиційних потоків за посередництва венчурних фондів інноваційного розвитку, створення необхідних інституційних передумов (прийняття та запровадження в дію Закону України «Про венчурні фонди інноваційного розвитку»);

8) стимулювання розвитку лізингу, кредитування та страхування ризиків наукомістких проектів, а також підтримки на конкурсній основі науково-технічних та інноваційних проектів;

9) стимулювання діяльності благодійних організацій та інших некомерційних структур, спрямованої на фінансування науково-технічної та інноваційної діяльності;

10) модернізація ринків капіталу на підставі законодавчого та інституційного забезпечення діяльності інвестиційних компаній, інститутів спільного інвестування, пенсійних фондів та страхових компаній для акумуляції сукупних національних накопичень та їх спрямування у інноваційний розвиток реального сектору економіки;

11) сприяння розвитку ринків капіталів з метою забезпечення потреб суспільства у інноваційній модернізації виробничого потенціалу країни за рахунок інститутів прямого державного інвестування зі спеціальних фондів – стабілізаційних, інвестиційних тощо;

12) створення сприятливих умов оподаткування для залучення у науку коштів промислових підприємств, банків, іноземних замовників і приватних осіб;

13) розширення дії податкових і митних пільг щодо стимулювання і підтримки наукової та інноваційної діяльності не тільки на наукові інституції, але і на суб'єктів технологічної інфраструктури (технологічних парків тощо);

14) створення фінансових передумов участі науковців країни у міжнародних науково-технічних та інноваційних проектах.

Україна має всі ланки господарського механізму, здатного забезпечити країні міжнародні конкурентні позиції через випуск і реалізацію високотехнологічної інноваційної продукції, проте існують проблеми, які стримують інноваційний розвиток, а саме:

- неузгодженість законодавства в інноваційній сфері, насамперед з корпоративним, інвестиційним, податковим, соціальним законодавством, відсутність супроводження прогресивних норм законів відповідними підзаконними актами, які б забезпечили їх практичне введення в дію;
- непослідовність дій держави щодо підтримки суб'єктів інноваційної діяльності;
- значне зниження інноваційної активності підприємств та загальне погіршення інноваційної культури суспільства;
- неефективність механізмів правового захисту інтелектуальної власності;
- відсутність системи прогнозування науково-технологічного та інноваційного розвитку.

Великі корпоративні структури розвинутих країн історично склалися як найважливіші елементи національних інноваційних систем. Саме вони, одночасно фінансуючи дослідження і втілюючи в реальні продукти і технології наукові результати і винаходи, беруть на себе економічну відповідальність за основні напрямки технологічного розвитку, на них припадає велика частина фінансування науки.

Підприємницький сектор є і залишиться в перспективі найбільшим виконавцем прикладних НДДКР як за обсягом коштів, що витрачаються, так і за кількістю зайнятих науковими дослідженнями вчених і інженерів.

В Україні основним джерелом фінансування технологічних інновацій протягом 2000-2008 років залишалися власні кошти підприємств, при цьому витрати державного бюджету на фінансування технологічних інновацій збільшувалися (таблиця 1).

Слід зазначити, що економічне і технологічне домінування США, Японії і країн Європейської Співдружності засновано на наукомістких і високотехнологічних галузях промисловості і забезпечує цим країнам політичне панування у світі. Усвідомлюючи важливість і виняткове значення інноваційної сфери діяльності, уряди цих держав перейшли до агресивної інноваційної політики за допомогою державної підтримки і спеціальних державних програм. Це дозволить зробити могутній технологічний ривок компаніям, що мають місце базування в цих державах, і забезпечить ще більший розрив по всіх макроекономічних показниках у цих країнах у порівнянні з іншими. У зв'язку з цим стратегічне значення державної політики здобуває інноваційна діяльність компаній,

змістом якої є розробка і виведення на ринок нових товарів, розробка і впровадження нових технологій, створення і застосування нових знань [11].

Вітчизняний механізм фінансування технологічних інновацій потребує запровадження нових форм фінансової підтримки інноваційного бізнесу та формування системи податкового стимулювання інновацій.

Зауважимо, що важливим механізмом забезпечення результативності процесу дослідження, розробок та впровадження конкурентоспроможних розробок в рамках відповідних інноваційних проектів для вітчизняних суб'єктів науково-технічної діяльності має стати запровадження пільгового оподаткування пріоритетних видів інноваційної діяльності. Це є дієвим інструментом, який широко використовується в розвинених країнах світу. Податкова система повинна виступати в ролі одного із важливих інструментів інвестиційного забезпечення засад інноваційної моделі розвитку в Україні.

Таблиця 4.

Джерела фінансування технологічних інновацій [8].

Рік	Загальна сума витрат	У тому числі за рахунок коштів			
		Власних	державного бюджету	іноземних інвесторів	інші джерела
	млн. грн.				
2000	1757,1	1399,3	7,7	133,1	217,0
2001	1971,4	1654,0	55,8	58,5	203,1
2002	3013,8	2141,8	45,5	264,1	562,4
2003	3059,8	2148,4	93,0	130,0	688,4
2004	4534,6	3501,5	63,4	112,4	857,3
2005	5751,6	5045,4	28,1	157,9	520,2
2006	6160,0	5211,4	114,4	176,2	658,0
2007	10850,9	7999,6	144,8	321,8	2384,7
2008	11994,2	7264,0	336,9	115,4	4277,9

Слід звернути увагу на те, що постіндустріальний господарський уклад передбачає, що основну частку свого багатства країна створює не за рахунок матеріального виробництва, а за рахунок виробництва нових знань (технологій, ноу-хау, способів організації діяльності, дизайну, проектування і т. ін.), та наступної реалізації цих знань в сферах виробництва, послуг. При цьому власні потреби в продукції матеріального виробництва постіндустріальні системи здійснюють в більшій мірі за рахунок кооперування з господарськими системами решти світу. В останнє десятиріччя XX ст. все більш виразно формувалися нові відносини країн на світовому ринку. Так, якщо в

попередній період (до 70-х років XX ст.) розвинуті індустріальні країни, в основному, самостійно забезпечували свої внутрішні потреби в індустріальній продукції і були основними її постачальниками на світовому ринку, то в кінці XX ст. Міжнародні ринки індустріальної продукції все помітніше стають полем діяльності нових індустріальних держав, в той час як традиційні лідери все виразніше концентруються на експорті особливо складної продукції матеріального виробництва.

Одночасно змінюється і характер конкуренції: у зв'язку із зростанням ролі ТНК та олігополізацією ринків, конкуренція переходить із сфери суперництва кінцевих продуктів в сферу конкуренції за інвестиції, а також в сферу боротьби за промислові стандарти. У виробництві найбільш складних, наукомістких видів продукції конкуренція все в більшій мірі замінюється координацією і співробітництвом компаній та фірм, що входять у створені ТНК конгломерати, учасники яких пов'язані між собою технологічною та господарською стратегією.

За цих умов чітко проступають такі світові тенденції розвитку інноваційної діяльності:

- проблеми освоєння технологічних інновацій в промисловості є ключовими для більшості розвинутих країн;
- інтелектуальний продукт досліджень є першоосновою виробничих інновацій, тобто сформувався вид товару як результат інтелектуальної діяльності;
- розвивається ринок технологій і ліцензій, а система охорони промислової діяльності є обов'язковим атрибутом розвинутих держав;
- виробничо-технологічний сектор світової економіки та промисловість, особливо в сфері високих технологій, стають за своїм змістом глобальними;
- розробка високих технологій, виробництво на їх основі високотехнологічної продукції (товарів, послуг), вихід з нею на світові ринки, розширення міжнародної інтеграції в цій сфері стали для більшості промислово розвинутих країн Західної Європи, США, Японії та країн Південно-Східної Азії важливою стратегічною моделлю і «локомотивом» економічного зростання [11].

В Україні зниження рівня фінансування науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт (НДДКР) призвело до занепаду багатьох наукових шкіл, стрімкої деградації матеріально-технічної бази наукових та науково-технологічних досліджень, переважного впровадження в Україні запозичених технологій не найкращої якості, зростання ролі іноземних інвесторів, що відповідним чином відобразилося на стані впровадження інновацій на промислових підприємствах (таблиця 2).

Насиченість ринків, глобальний характер пропозиції товарів та послуг спрямовують головні інструменти завоювання ринків у площину динамічної технологічної та організаційної конкуренції на основі інновацій, що знижують усі види трансформаційних і трансакційних витрат, а також створюють можливість економити ресурси в процесі експлуатації чи споживання.

Окрім того, інновації дозволяють створювати нові ринки у випадку, якщо в процесі їх реалізації вдається задовольнити нові, раніше не усвідомлені потреби. Інституційна динаміка розвинених країн у цілому формує стимули, що заохочують інвестування в нові знання та технології, що приносить економічну вигоду. Ключовим елементом інституціонального розвитку з позицій заохочення нововведень стало створення умов для розширення конкуренції як у національному, так і в глобальному масштабі. Вирішальну роль у становленні сучасного суспільства відіграла епохальна інновація – становлення в авангардних країнах і цивілізаціях постіндустріального технологічного способу виробництва. Сьогодні процес технологічної інтеграції продовжується ще більш високими темпами і перетворюється із стійкої тенденції в глобальне економічне явище. Причини цього процесу:

- формування глобального фінансового і фондового ринку;
- загострення міжнародної конкуренції та посилення її глобального характеру;
- зростання масштабів економічної діяльності ТНК;
- вдосконалення і подальший розвиток засобів зв'язку, в тому числі, створення глобальної мережі Інтернет, застосування оптоволоконних ліній та запуск спеціальних штучних супутників Землі.

Таблиця 2.

Впровадження інновацій на промислових підприємствах [8].

Рік	Питома вага підприємств, що впроваджували інновації, %	Впроваджено нових технологічних процесів	у тому числі маловідходні, ресурсозберігаючі	Освоєно виробництво нових видів продукції, найменувань	з них нові види техніки	Питома вага реалізованої інноваційної продукції в обсязі промислової, %
2000	14,8	1403	430	15323	631	—
2001	14,3	1421	469	19484	610	6,8
2002	14,6	1142	430	22847	520	7,0

2003	11,5	1482	606	7416	710	5,6
2004	10,0	1727	645	3978	769	5,8
2005	8,2	1808	690	3152	657	6,5
2006	10,0	1145	424	2408	786	6,7
2007	11,5	1419	634	2526	881	6,7
2008	10,8	1647	680	2446	758	5,9

Застосування інноваційних чинників при формуванні стратегії розвитку в розвинутих країнах світу набуло першочергового значення, що викликано впливом наступних сучасних тенденцій розвитку світової економіки:

- якісний людський капітал стає найважливішою характеристикою світового інноваційного розвитку сприяючи підвищенню рівня конкурентоспроможності;
- роль інформаційних технологій у процесі поширення знань стає усе більш актуальною для подальшого зростання інноваційної активності;
- глобалізація змушує компанії конкурувати на усе більш високих рівнях технологій і в той же час стимулює процеси спеціалізації і локалізації інновацій;
- країни, що реалізували концепцію національної інноваційної системи (НІС) зуміли за короткий історичний період часу створити ефективні інноваційні економіки, що включають у себе механізми взаємодії держави, бізнесу, науки й освіти і досягти збільшення загальної наукомісткості ВВП.

Зокрема, нові індустріальні країни збільшили наукомісткість ВВП у півтора-два рази і наближаються до показників європейських країн і США; новітньою тенденцією є скорочення частки держсектора в умовах стабілізації або скорочення «державного замовлення» науці з національних бюджетів. Наукові підрозділи великих корпорацій, дрібні і середні наукомісткі фірми підсилюють свої позиції в національному науково-технологічному розвитку, спираючись на створену за допомогою держави систему освіти, інфраструктуру і деякі пільги економічного характеру.

Висновки. Поточна ситуація в інноваційній сфері актуалізує необхідність розробки та реалізації державної політики, яка забезпечить вплив інновацій на прискорене економічне зростання та посилення міжнародних конкурентних позицій України.

Стимулювання технологічного розвитку економіки України доцільно здійснювати через концентрацію фінансових потоків в межах невеликої кількості великомасштабних цільових проектів, що забезпечують впровадження у виробництво новітніх технологій, машин, матеріалів, інформаційних систем. При розробці нормативно-правових актів щодо стимулювання інноваційної діяльності першочергові преференції слід надавати заохоченню створення партнерств, альянсів та інших організаційних структур, що поєднують науку, вищу освіту, виробництво, розробку і реалізацію великомасштабних

міжгалузевих проектів по створенню і освоєнню виробництва високотехнологічної продукції.

Вплив інноваційного фактору на реальний сектор економіки України матиме суттєвий прояв за умови узгодженості інноваційної політики з науково-технічною, бюджетно-фінансовою, грошово-кредитною, промисловою та зовнішньоторговельною політикою, за умови єдності інтересів суспільства, держави, влади, бізнесу та інших громадських і наукових інституцій.

Висновки. Для розвитку фінансових ринків і системи державного регулювання фінансової сфери важливим є визначення причин кризи, основних напрямів і тенденцій у процесах її подолання і внесення пропозицій щодо можливих змін у державному регулюванні фінансових ринків.

Державне регулювання фінансових ринків повинно базуватися на новій доктрині використання стратегічних підходів і технологій проектного та ризик-менеджменту, моніторингу, пруденційному нагляді та контролі усього фінансового ринку як єдиного цілого.