

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

**КОВАЛЬОВА ОЛЕНА МИКОЛАЇВНА**

УДК 331.105:658.14:005.334

**ВЕНЧУРНЕ ФІНАНСУВАННЯ НА ЗАСАДАХ ДЕРЖАВНО-ПРИВАТНОГО  
ПАРТНЕРСТВА**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

**АВТОРЕФЕРАТ**  
дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Одеса – 2015

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Одеському національному економічному університеті Міністерства освіти і науки України.

**Науковий керівник:** кандидат економічних наук, доцент  
**Кублікова Тетяна Борисівна,**  
Одеський національний економічний університет,  
проректор з науково-педагогічної роботи

**Офіційні опоненти:** доктор економічних наук, професор  
**Корнєєв Володимир Вікторович,**  
Науково-дослідний економічний інститут  
Міністерства економічного розвитку і торгівлі України,  
завідувач відділу фінансово-бюджетної політики

кандидат економічних наук,  
**Тарасенко Олексій Олександрович**  
Член Національної комісії з цінних паперів та  
фондового ринку

Захист відбудеться «\_\_» березня 2015 року о \_\_\_ годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 41.055.01 у Одеському національному економічному університеті за адресою: 65082, м. Одеса, вул. Преображенська, 8, ауд. 217.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці Одеського національного економічного університету за адресою 65082, м. Одеса, вул. Преображенська, 8, ауд. 211.

Автореферат розісланий «\_\_» лютого 2015 року.

**Вчений секретар**  
спеціалізованої вченої ради

**С.О. Даниліна**

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми дослідження.** Сучасні соціально-економічні процеси характеризуються високою динамічністю і невизначеністю. Ефективність фінансового забезпечення модернізації інфраструктурних галузей національної економіки потребує становлення принципово нових відносин венчурного фінансування на засадах державно-приватного партнерства (ДПП).

ДПП є стратегічним напрямом використання ресурсів та управлінських навичок суб'єктів приватного сектора для соціально-економічних перетворень. Це зумовлює необхідність розробки організаційно-економічних положень взаємодії державних та приватних партнерів в умовах недосконалості нормативно-законодавчої бази, браку дієвих стимулів для приватних партнерів, відсутності практики успішно реалізованих проектів. У цьому контексті надзвичайно актуальним завданням є розробка інструментів та методик залучення коштів венчурних інститутів спільного інвестування (ІСІ), які слід розглядати як найбільш потенційних інвесторів, котрим притаманний динамічний розвиток і які функціонують переважно як кредитно-грошові інститути на українському фінансовому ринку.

Для розвитку інституту ДПП, оцінки та використання інвестиційного потенціалу венчурних ІСІ особливого значення набуває створення сприятливих умов для реалізації концептуальних засад взаємодії держави та венчурних ІСІ, апробації існуючого досвіду в цій сфері з адаптацією до вітчизняних реалій господарювання, розробки нових фінансових інструментів, які відповідають потребам ринку, що свідчить про актуальність теми дослідження.

Дослідженню сутності, принципів, особливостей, форм ДПП присвячені численні праці вітчизняних та зарубіжних вчених, зокрема роботи: О. Азаряна, І. Білої, О. Бойко, В. Варнавського, О. Головінова, С. Грева і Дж. Ходжа, Л. Гриценко, М. Дерябіної, І. Запатріної, М. Зверякова, Д. Корнера, В. Лихачова, А. Мельник, М. Мельника, П. Надолішнього, І. Нейкової, С. Никитенка, К. Павлюк, С. Підгайця, О. Полякової, І. Тараненко, І. Чукаєвої, П. Шилепницького.

Широке коло питань теоретичних та практичних аспектів венчурного фінансування, а також особливостей і специфіки діяльності венчурних ІСІ було висвітлено у працях: Л. Антонюк, О. Амоші, Е. Валеєва, Т. Волкової, Д. Гледстоуна, І. Горшунової, С. Гринкевич, Л. Дмитриченко, Ж. Дюрюфле, Л. Івіної, П. Ковалишина, В. Корнеєва, В. Кублікова, Т. Кублікової, Л. Кузнецової, О. Лапко, І. Мазур, А. Нікконен, А. Поручника, Ю. Правик, О. Тарасенка, Ф. Фабоцці, А. Череп, О. Шевченка та ін.

Однак, незважаючи на теоретичні розробки з даної тематики, недостатньо уваги приділено венчурному фінансуванню в реалізації структурних реформ у стратегічних секторах економіки на засадах ДПП, виходячи зі специфіки венчурного фінансування в Україні. У цьому контексті доцільними є оцінка інвестиційного потенціалу венчурних ІСІ та розробка рекомендацій щодо створення належних умов для його реалізації задля задоволення суспільних потреб, підвищення

конкурентоспроможності національної економіки і забезпечення її розвитку за траєкторією економічного зростання.

На підставі викладеного можна стверджувати, що вдосконалення потребують теоретико-прикладні аспекти венчурного фінансування на засадах ДПП. Відсутність комплексного підходу до окресленої проблематики обумовила актуальність наукового дослідження та вибір теми дисертаційної роботи, визначили її мету та завдання.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота була виконана в межах науково-дослідних робіт кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку Одеського національного економічного університету «Теоретичні і практичні проблеми становлення та розвитку фінансового ринку в Україні» (номер державної реєстрації 0108U011020), де автором було здійснено діагностику сучасного стану венчурного фінансування та запропоновано пріоритети його розвитку через розробку організаційно-економічного забезпечення венчурного фінансування на засадах ДПП. Особистий внесок автора у тему «Проблеми розвитку фінансового ринку України в умовах європейської інтеграції» (номер державної реєстрації 0114U000277) полягає у розробці нового науково-методичного підходу до оцінки інвестиційного потенціалу венчурних ІСІ.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є розкриття теоретичних засад та розробка і обґрунтування практичних рекомендацій щодо венчурного фінансування проектів в сфері інфраструктурних галузей господарства на засадах ДПП за участю венчурних ІСІ в Україні.

Визначена мета дисертаційної роботи обумовила постановку та розв'язання наступних наукових завдань:

- узагальнити теоретичні основи венчурного фінансування та виявити основні особливості в межах моделей, шляхів та етапів його реалізації;
- визначити сучасні форми взаємодії органів влади різного рівня та суб'єктів підприємництва на основі становлення цивілізаційних партнерських відносин;
- узагальнити форми державної участі та стимулювання процесів розвитку венчурного фінансування, партнерства венчурних фондів і держави у світовій економіці;
- виділити потенційні сфери для венчурного фінансування на засадах ДПП та дослідити основні проблеми і шляхи розвитку відносин ДПП;
- проаналізувати стан і динаміку розвитку венчурного фінансування в Україні за участю венчурних ІСІ;
- здійснити оцінку ресурсної складової та розробити науково-методичний підхід до визначення інвестиційного потенціалу венчурних ІСІ;
- розробити концептуальні засади організаційно-економічного забезпечення взаємодії венчурних ІСІ та держави при реалізації проектів у сфері інфраструктурних галузей господарства України;
- розробити та запропонувати вид і характеристики фінансових інструментів реалізації партнерства венчурних фондів та держави;

– обґрунтувати методику оцінки параметрів програмно-цільових облигацій з використанням економетричних методів аналізу.

*Об'єктом дослідження* є процеси формування та використання фінансових ресурсів венчурних ІСІ для реалізації інфраструктурних проектів на засадах ДПП в Україні.

*Предметом дослідження* є сукупність теоретичних засад та практичних положень венчурного фінансування на засадах ДПП.

**Методи дослідження.** У дисертаційній роботі були використані загальнонаукові та спеціальні методи наукових досліджень для досягнення визначеної мети і вирішення окресленого кола супутніх задач: методи наукового абстрагування та узагальнення використано при розгляді й обґрунтуванні понятійного апарату венчурного фінансування та ДПП; аналітичний – при дослідженні особливостей розвитку венчурного фінансування в Україні; порівняльний та графічний методи – для виявлення тенденцій розвитку венчурних ІСІ; методи аналізу та синтезу – при розробці методики оцінки інвестиційного потенціалу венчурних ІСІ; матричний метод – при оцінці інвестиційного потенціалу венчурних ІСІ; метод SWOT-аналізу – при дослідженні особливостей концесійних відносин; методи кореляційно-регресійного аналізу та прогнозування, економетричні методи – при оцінці дохідності програмно-цільової облигації.

*Інформаційною базою* дослідження є нормативно-правові документи, офіційні статистичні дані та аналітична інформація Державної служби статистики України, Національного Банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національного інституту стратегічних досліджень при Президентові України, Української асоціації інвестиційного бізнесу, Світового банку, Організації економічного співробітництва та розвитку, Національної асоціації венчурного капіталу (США), Європейської асоціації венчурного капіталу, відповідні монографічні дослідження та роботи провідних вітчизняних і зарубіжних науковців та практиків у сфері венчурного фінансування, державно-приватного партнерства, фінансового інжинірингу.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає у наступних основних положеннях:

*вперше:*

– розроблено концептуальні засади (мета, принципи, функції, завдання, етапи) створення консорціуму венчурних ІСІ, що надає можливість акумулювати фінансові ресурси задля реалізації проектів у сферах інфраструктурних галузей господарства України на засадах ДПП за допомогою використання нового гібридного фінансового інструменту – програмно-цільової облигації;

*удосконалено:*

– науково-методичний підхід до оцінки кожного з видів активів інвестиційного потенціалу венчурних ІСІ, який дозволяє визначати наявність інвестиційних ресурсів. На відміну від існуючих підходів, він ураховує ймовірність можливості втрати вартості активів, швидкість та критерії ефективності конвертації активів у грошові фонди для інвестування відповідно до певних об'єктів та періодів

часу, а також бере до уваги вплив зобов'язань венчурного фонду на розмір інвестиційного потенціалу;

– класифікацію венчурних ІСІ за ознакою обсягу вартості активів та запропоновано матрицю показників стану венчурних ІСІ, яка, на відміну від існуючих підходів, дозволяє відображати зміни в групах ІСІ за найважливішими критеріями, створює уявлення про ці групи та їх розміри, надає можливість зіставити динаміку груп за звітними періодами та відповідно оцінити ресурсні можливості участі ІСІ у проектах;

– наукові підходи до визначення параметрів програмно-цільової облигації на основі економетричних методів, які дозволяють здійснювати корегування купонних виплат та основної суми боргу із застосуванням положень фінансового інжинірингу й особливостей гібридних цінних паперів і, на відміну від існуючих, надають можливість приймати раціональні рішення щодо залежності виплат за облигацією та збалансувати економічні інтереси інвестора й емітента;

*набуло подальшого розвитку:*

– узагальнення та систематизація наукових підходів до визначення поняття «інвестиційний потенціал венчурного інституту спільного інвестування» на основі ресурсного, результативного та ймовірнісного підходів з урахуванням фактора часу, що дозволяє визначати його як сукупність активів, що є в наявності та можуть бути залучені суб'єктом для використання в певному інвестиційному проекті на конкретну дату оцінки, без втрати прибутковості діяльності з урахуванням показників фінансової незалежності інституту та ринкового попиту на активи;

– методичні підходи до аналізу процесів становлення та розвитку венчурних ІСІ в Україні, які дозволяють оцінити стан впливу даних фінансових інститутів на ринок спільного інвестування, тенденції і протиріччя інвестування в цінні папери за галузевою ознакою, структуру активів та динаміку їх окремих складових, що надає можливість виявити особливості притаманні венчурним ІСІ як суб'єктам ринку венчурного фінансування в Україні;

– систематизація світового досвіду венчурного фінансування та ДПП, що надає можливість його використання при адаптації до реалій сучасної економіки України для здійснення інноваційного розвитку національної економіки та прискорення трансформаційних змін з урахуванням фінансування новітніх технологічних укладів.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає в можливості застосування розроблених теоретичних та методичних положень і рекомендацій, які були отримані в дисертаційному дослідженні, для фінансового забезпечення структурних реформ у стратегічних галузях економіки.

Результати дисертаційного дослідження використовуються в практичній діяльності Департаменту фінансової політики Секретаріату Кабінету Міністрів України (довідка від 08.10.2014 р.), Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (довідка №08/03/18887/НК від 10.10.2014 р.), Української асоціації інвестиційного бізнесу (довідка №256 від 08.10.2014 р.), Фондової біржі Перша фондова торгівельна система (довідка №0749 від 09.10.2014 р.).

Окремі результати дисертаційного дослідження знайшли практичну реалізацію в навчальному процесі Одеського національного економічного університету при викладанні дисциплін «Фінанси», «Ринок фінансових послуг», «Інвестування» (довідка №01-17/1538 від 20.10.2014 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Результати наукових досліджень отримані у дисертаційній роботі автором самостійно. Практичні рекомендації та теоретичні положення, висновки розроблені дисертантом особисто. Особистий внесок здобувача в наукових роботах, що були опубліковані у співавторстві, надано у списку опублікованих наукових праць за темою дисертації.

**Апробація результатів дисертації.** Основні положення дисертаційної роботи були оприлюднені й обговорювалися на всеукраїнських та міжнародних науково-практичних конференціях, зокрема: III Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції «Проблеми ринку та розвитку регіонів України в 21 столітті» (м. Одеса, 2012 р.); Международной научно-практической конференции «Международная практика экономического развития страны» (м. Сімферополь, 2013 р.); Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції «Управління економічними процесами на макро- і мікрорівні: проблеми та перспективи вирішення» (м. Львів, 2014 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Актуальні питання сучасної науки» (м. Харків, 2014 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Актуальні проблеми економіки та управління сучасної України» (м. Ужгород, 2014 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Ефективне управління економікою: процеси, явища, ризики» (м. Черкаси, 2014 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Розвиток бухгалтерського обліку, аналізу і контролю в умовах інтеграційних процесів» (м. Київ, 2014 р.).

**Публікації.** Основні результати та положення дисертаційної роботи були опубліковані автором у 18 наукових працях, у тому числі: підрозділ у колективній монографії, 8 статей у фахових виданнях (із них 1 у співавторстві), 2 статті в міжнародних виданнях (у співавторстві), 7 публікацій за матеріалами конференцій. Загальний обсяг опублікованих робіт складає 7,24 друк. арк., із них особисто автору належить – 6,55 друк. арк.

**Структура та обсяг дисертаційної роботи.** Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Повний обсяг дисертації складає 257 сторінок. Основний зміст дисертації викладено на 188 сторінках комп'ютерного тексту, що містять 39 таблиць, 33 рисунка та формули. Робота має 10 додатків. Список використаних джерел складає 270 найменувань.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми дослідження, його мету й основні завдання, визначено об'єкт, предмет та методи дослідження, висвітлено наукову новизну та практичне значення одержаних результатів, надано інформацію щодо апробації результатів дисертації та опублікованих наукових праць.

У першому розділі «**Теоретичні засади венчурного фінансування проектів державно-приватного партнерства**» було досліджено концептуальні підходи розкриття сутності венчурного фінансування, необхідність та особливості його

використання, розглянуто типологізацію та економічні передумови розвитку державно-приватного партнерства, систематизовано форми участі держави у процесах венчурного фінансування.

Узагальнення існуючих у науковій літературі теоретичних підходів до сутності венчурного фінансування, дозволило сформулювати авторське визначення його як форми довгострокових інвестицій, визначальною метою яких є отримання високої норми прибутку шляхом здійснення матеріальних та інтелектуальних вкладень у ризикові, але перспективні з точки зору капіталізації проекти.

Критичний аналіз існуючих наукових поглядів на основні характеристики венчурного фінансування дозволив дійти висновку про звуження його можливостей для розвитку економіки у випадку виключної орієнтованості на малі підприємства. Обґрунтовано, що венчурне фінансування може використовуватися як джерело інвестицій у інфраструктурні об'єкти за умови отримання високої норми прибутку. У цьому контексті визначені його переваги порівняно з залученням банківського кредиту в частині його беззаставної основи, відсутності необхідності у гарантіях та позитивної кредитної історії з боку компаній-реципієнтів.

Проведене дослідження дозволило визначити і структурувати залежно від суб'єктів цілі та завдання венчурного фінансування. Доведено відповідність державних пріоритетів і цілей венчурних фондів, яка полягає в поєднанні економічних інтересів, з одного боку, держави, а з іншого – інвестора, що дозволяє, по-перше, максимізувати прибуток при наявності високого ризику втрати капіталу; по-друге, сприяти розвиткові науково-технічного прогресу та конкурентоспроможній економіці. Визначено характерні риси існуючих у світовій економіці моделей венчурного фінансування (американської та європейської), які різняться за формами державної участі в цих процесах, форми практичної реалізації моделей венчурного фінансування (в т.ч. синдиковане фінансування); виокремлено проблемні питання розвитку венчурного фінансування з позиції діяльності венчурних фондів, висвітлено порядок залучення компаніями інвестицій.

Проаналізовано функціонування ринку венчурного фінансування та виділено його основних учасників. Установлено, що держава виступає посередником, здійснюючи регулювання ринку, регламентуючи ключові аспекти діяльності економічних суб'єктів, та одночасно партнером, надаючи фінансування шляхом запровадження державних програм з підтримки розвитку венчурного фінансування.

Взаємозв'язок та партнерство суб'єктів венчурного фінансування обумовили розгляд форм ДПП й особливостей їх реалізації з метою формування пропозицій щодо посилення партнерства держави та венчурних фондів в Україні.

На підставі проведеного дослідження та критичного аналізу різних наукових думок щодо визначення сутності поняття «державно-приватне партнерство» виділено основні підходи до змістової складової цієї форми економічних відносин: організаційне об'єднання; довгострокова контрактна угода; конструктивна співпраця державного і приватного секторів; інститут; сукупність правил; широкий спектр бізнес-моделей; механізм реалізації планів та узгодження інтересів.

Доповнено існуючі характеристики особливостей та складу суб'єктів ДПП з огляду на доцільність співробітництва з венчурними фондами, що набуває особливої



актуальності в умовах дефіциту бюджетних коштів, і значного інвестиційного потенціалу даних фінансових інститутів. Обґрунтовано, що врахування інтересів населення та підвищення ступеня довіри і прозорості відносин ДПП можливі за рахунок включення до партнерства широкого кола суб'єктів з огляду на соціально-економічну вагомість проектів у інфраструктурних галузях господарства.

За результатами систематизації форм ДПП виділено їх сутнісні особливості залежно від відповідальності партнерів та рівня фінансових ризиків. Установлено перспективність застосування концесійних угод для реформування потужних інфраструктурних об'єктів та стійкого розвитку економіки на основі узагальнення поглядів відомих учених-економістів, аналізу світового досвіду, здійснення порівняльної характеристики різноманітних форм ДПП.

Виконаний SWOT-аналіз концесії з позицій концесіонера та концесіодавця свідчить про доцільність забезпечення з боку держави сприятливих умов для виконання положень договору концесії його учасниками, що в т.ч. включає розробку заходів зниження витрат концесіонера.

Досліджено способи та узагальнено практику державної участі у венчурному фінансуванні, що дозволило визначити її наступні форми: створення державного венчурного фонду, надання грантів і субсидій, формування фондів спільного інвестування, надання інноваційних ваучерів, імплементація податкових преференцій, інформаційна підтримка венчурного фінансування.

Зазначені ініціативи сприяють розвитку фондового ринку та різноманітних видів цінних паперів (інноваційних ваучерів, гібридних фінансових інструментів), більш чіткої регламентації повноважень і ролі держави у процесах венчурного фінансування, розробці системи критеріїв щодо сфер інвестицій та компаній-реципієнтів, проведенню їх регулярних перевірок з метою зіставлення запланованих і фактичних фінансових результатів, практиці тестування інноваційних концепцій задля підвищення якості проектів, виявленню їх слабких сторін та здійсненню заходів для їх удосконалення, успішного проходження передінвестиційної стадії.

Вищевикладене доводить необхідність розробки організаційно-економічного забезпечення залучення ресурсів венчурних фондів для реалізації інфраструктурних проектів в умовах дефіциту бюджетних коштів.

У другому розділі «**Аналіз стану та пріоритетів розвитку венчурного фінансування на засадах державно-приватного партнерства в Україні**» було проаналізовано тенденції здійснення та реалізації проектів ДПП, становлення та розвитку венчурного фінансування за участю венчурних ІСІ, проведено оцінку їх інвестиційного потенціалу в Україні.

Обґрунтовано перспективні сегменти національної економіки, що потребують застосування ресурсів венчурних ІСІ на засадах ДПП: потужні інфраструктурні об'єкти, паливно-енергетичний комплекс, житлово-комунальне господарство, транспортна інфраструктура.

На основі дослідження процесів розвитку інфраструктурних галузей вітчизняної економіки, констатовано її незадовільний стан, який призводить до поглиблення соціально-економічних проблем та утворення перешкод, що стримують становлення та розвиток конкурентоспроможної ринкової економіки.

Виокремлено стримуючі чинники розвитку ДПП в Україні, зокрема концесії, та запропоновано шляхи їх подолання.

Здійснений аналіз етапів процесів розвитку та становлення венчурного фінансування визначив їх безпосередній зв'язок з нормативно-законодавчими актами. Дослідження довело, що поняття «венчурний фонд» в Україні докорінно відрізняється від загальноприйнятого. Доведено, що доцільно розробити та прийняти окремий законодавчий акт щодо здійснення венчурного фінансування та взаємодії його суб'єктів. Наголошено на необхідності формування Державного венчурного фонду, який сприятиме узгодженню економічних інтересів учасників венчурного фінансування і здійснюватиме консультативну функцію в умовах обмеженості бюджетних і приватних коштів.

Досліджено ключові показники суб'єктів венчурного фінансування в Україні – венчурних ІСІ: дохідність активів, динаміку зміни вартості активів, співвідношення вартості активів венчурних ІСІ та ВВП України. Висновок про стрімкий розвиток даних фінансових інститутів порівняно з іншими учасниками ринку ІСІ підтверджено результатами аналізу. Зіставлення дохідності венчурних ІСІ з іншими фінансовими інструментами довело їх високу інвестиційну привабливість.

У результаті проведеного аналізу активів венчурних ІСІ було доведено, що більша їх частина пов'язана з цінними паперами, грошовими коштами, а також інструментами, що відображають фінансові стосунки венчурного ІСІ та реципієнтів кредитних ресурсів (табл. 1).

Таблиця 1

### Аналіз структури активів венчурних ІСІ

| Активи                           | Станом на 1 січня   |                |                     |                |                     |                | Річні темпи зростання, % |         | Питома вага зміни вартості у загальному прирості, % |         |
|----------------------------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|--------------------------|---------|---|---------|
|                                  | 2012 р.             |                | 2013 р.             |                | 2014 р.             |                | 2012 р.                  | 2013 р. | 2012 р.   | 2013 р. |
|                                  | Вартість, млн. грн. | Питома вага, % | Вартість, млн. грн. | Питома вага, % | Вартість, млн. грн. | Питома вага, % |                          |         |   |         |
| Цінні папери                     | 39334,7             | 33,2           | 47624,2             | 32,0           | 49353,2             | 28,7           | 121,1                    | 103,6   | 27,3  | 7,6     |
| Грошові кошти на рахунку в банку | 4150,0              | 3,5            | 3178,4              | 2,1            | 3887,8              | 2,3            | 76,6                     | 122,3   | -3,2  | 3,1     |
| Банківські метали                | 12,4                | 0,0            | 308,6               | 0,2            | 5,3                 | 0,0            | 2484,3                   | 1,7     | 1,0   | -1,3    |
| Дебіторська заборгованість       | 54440,0             | 46,0           | 73294,2             | 49,3           | 89405,4             | 52,1           | 134,6                    | 122,0   | 62,2  | 70,4    |
| Інші інвестиції                  | 17446,3             | 14,7           | 20822,4             | 14,0           | 24836,2             | 14,5           | 119,4                    | 119,3   | 11,1  | 17,5    |
| Об'єкти нерухомості              | 3080,1              | 2,6            | 3548,4              | 2,4            | 4183,5              | 2,4            | 115,2                    | 117,9   | 1,5   | 2,8     |
| Усього                           | 118463,5            | 100            | 148776,2            | 100            | 171671,4            | 100            | 125,6                    | 115,4   | 100   | 100     |

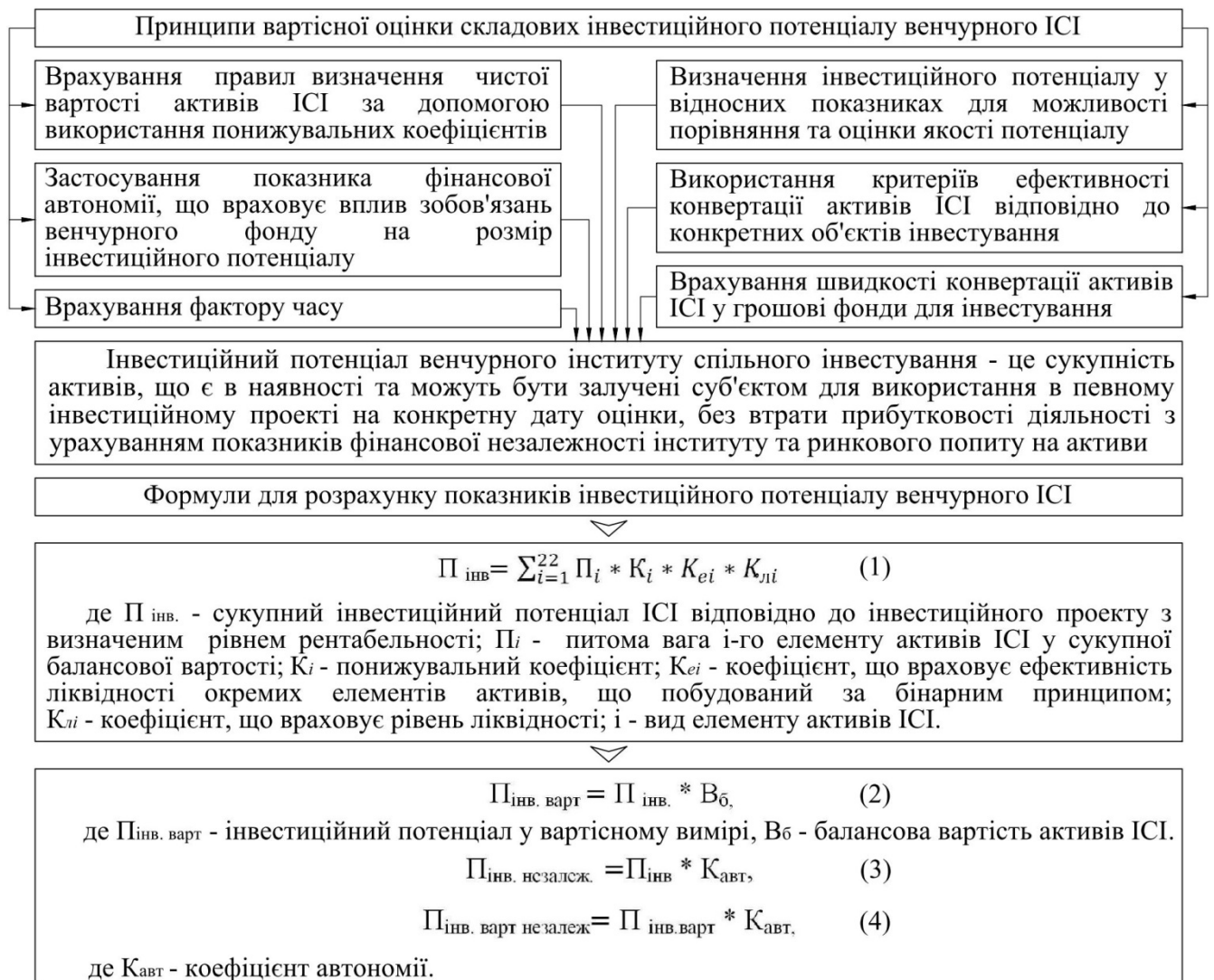
*Джерело: Складено автором за даними річних звітів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2012-2014 рр.*

Запропоновано виділення класифікаційних груп венчурних ІСІ залежно від вартості активів. Дана класифікація дозволила визначити, що кількість венчурних ІСІ з вартістю активів у межах від 10 до 100 млн. грн. охоплює найбільший ринковий сегмент – 34–35 % у 2011–2013 рр. Великі фонди розміром понад 1000 млн. грн. мають позитивну тенденцію до зростання (частка в загальній кількості ІСІ у 2013 р. 3,48%). Визначено, що етапи становлення ринку ІСІ істотно

вплинули на розмір фондів. З метою аналізу стану розвитку венчурних фондів та їх інвестиційного потенціалу було запропоновано використання матриці, побудованої з урахуванням факторів питомої ваги групи за критерієм чисельності фондів, питомої ваги групи в сукупній вартості активів і діапазонів активів фондів.

Аналіз транзакцій, пов'язаних з придбанням цінних паперів венчурними ІСІ у 2011–2013 рр., указує на превалювання операцій з придбання цінних паперів суб'єктів господарської діяльності, які переважно діють у сферах будівництва та виробництва будівельних матеріалів, торгівлі, фінансового посередництва. Отже, значна частка інвестицій українських венчурних фондів припадає на третій і четвертий технологічний уклади, на відміну від загальносвітових тенденцій.

Організаційно-економічне забезпечення венчурного фінансування проектів ДПП передбачає обґрунтування сутності та визначення науково-методичних засад оцінки інвестиційного потенціалу з метою вирішення проблеми акумуляції фінансових ресурсів венчурних ІСІ, що було запропоновано автором на рис. 1.



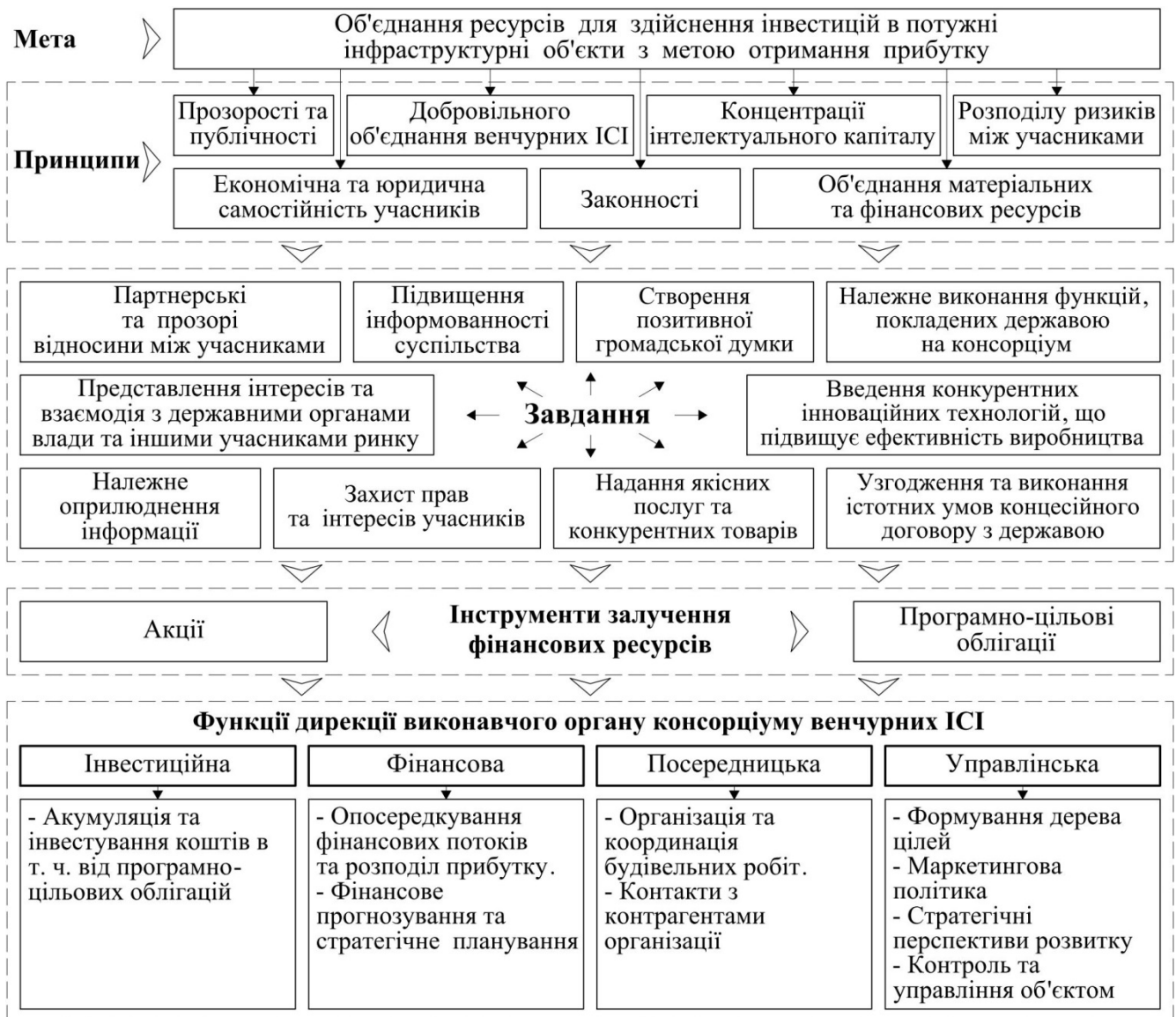
**Рис. 1 Науково-методичний підхід визначення сутності, принципів та оцінки інвестиційного потенціалу венчурного ІСІ**

*Джерело: Складено автором*

Установлено, що використання відносного показника оцінки інвестиційного потенціалу дозволяє порівнювати можливості різних ІСІ щодо інвестування за різними проектами та періодами часу.

Розроблені науково-методичні засади визначення інвестиційного потенціалу венчурних ІСІ створюють умови для оцінки можливостей участі венчурних фондів у певному інвестиційному проекті та застосування цих методичних засад для обґрунтування наукової робочої гіпотези.

У третьому розділі «**Організаційно-економічне забезпечення венчурного фінансування на засадах державно-приватного партнерства**» розроблено теоретичні та практичні засади використання фінансових ресурсів венчурних ІСІ при реалізації інфраструктурних проектів, за допомогою гібридного фінансового інструменту – програмно-цільової облигації, необхідної для акумуляції відповідного обсягу коштів. Згідно з розробленою класифікацією фондів за вартістю активів обґрунтовано доцільність створення консорціуму венчурних ІСІ (рис. 2).



**Рис. 2** Концептуальні засади створення консорціуму венчурних ІСІ  
Джерело: Складено автором

Концесію визначено перспективною та задовольняючою інтереси учасників формою партнерства за результатами розгляду теоретичних засад венчурного фінансування проектів ДПП. Запропоновано етапи реалізації партнерських відносин між венчурними ІСІ та державою в ході реалізації інфраструктурних проектів, заснованих на концесійних засадах, схему взаємодії учасників партнерства при реалізації інфраструктурних проектів, яку наведено на рис. 3.



**Рис. 3** Схема взаємодії учасників фінансування та реалізації проектів ДПП за участю консорціуму венчурних ІСІ

*Джерело: Складено автором*

На першому етапі з метою реалізації інфраструктурних проектів проводиться оголошення концесійного конкурсу, в якому претендентом-концесіонером виступає консорціум венчурних ІСІ. З огляду на можливість консолідації та надання значних обсягів інвестиційних ресурсів консорціум обрано як форму об'єднання, яка має суттєві переваги в отриманні об'єкта у концесію.

На другому етапі, застосовуючи авторський підхід до визначення інвестиційного потенціалу венчурного ІСІ, здійснюється визначення інтегрального показника консорціуму та відповідно до його значення проводиться випуск програмно-цільових облигацій. Доведена доцільність використання даного фінансового інструменту у зв'язку з можливістю задоволення потреб емітентів у мінімізації ризиків залучення коштів та створення конкурентних умов для участі інвесторів. Третій етап полягає в інвестуванні акумульованих та залучених фінансових ресурсів в об'єкт інфраструктури.

Обґрунтована необхідність внесення змін у певні нормативно-законодавчі акти з метою реалізації запропонованих науково-методичних підходів. Зниження витрат концесіонера доцільно здійснити шляхом звільнення консорціуму венчурних ІСІ від сплати концесійного платежу в обсязі, який концесіодавець має компенсувати за здійснені витрати у процесі будівництва, реконструкції, поліпшення або закінчення незавершеного будівництва згідно з укладеним концесійним договором.

Сконструйовано на засадах фінансового інжинірингу новий фінансовий інструмент – програмно-цільову облигацію, яка являє собою гібрид процентних і фондових інструментів, та визначено умови її випуску: обсяг випуску цінних паперів, термін випуску облигацій, платність, порядок погашення основного боргу, забезпечення, валюта облигації, номінал облигації, термін виходу на ринок. Визначено фактори-детермінанти базової відсоткової ставки за програмно-цільовою облигацією. Запропоновано використовувати плаваючу відсоткову ставку з огляду на те, що програмно-цільова облигація – довгострокова.

Рекомендовано використовувати при встановленні ставок купону коллар-опціон. Нижня межа виплати по купону – базова ставка, верхня межа фіксується на визначеному рівні. Ставка, за якою проводяться чергові виплати, розраховується наступним чином:

$$C_{\text{куп } i} = \max [C_{\text{куп баз}} ; C_{\text{куп баз}} * (I_i - I_0)/I_0], \quad (5)$$

де  $C_{\text{куп } i}$  – купонна ставка на момент оплати;  $C_{\text{куп баз}}$  – базова купонна ставка;  $I_i$  – показник індексу коректування на момент оплати;  $I_0$  – показник індексу коректування на момент установлення базової купонної ставки або на момент попередньої оплати по купону;  $i$  – період, на який припадає оплата по купону.

Купонні ставки за корпоративними облігаціями повинні бути конкурентоспроможними порівняно зі ставками по облігаціям внутрішньої державної позики (ОВДП), які менш ризикові та при цьому менш дохідні. Доведена доцільність використання коефіцієнта корегування, що відображає індекс українських облігацій (UB). Для прогнозування та моделювання динаміки індексу UB перевагу віддано моделі ARIMA (Autoregressive integrated moving average) з інтервенцією, яка має похибку прогнозування, що не перевищує 1,1%.

Обґрунтовано пропозицію корегування суми основного боргу на показник дохідності ринку венчурних ІСІ, що буде відображати зв'язок погашення боргових зобов'язань з джерелом покриття. На основі проведеного аналізу парних коефіцієнтів лінійної кореляції прораховано, що існує тісний прямий лінійний кореляційний зв'язок між динамікою зміни індексу Першої фондової торгівельної системи (ПФТС) та динамікою дохідності закритих ІСІ з коефіцієнтом детермінації ( $R^2 = 0,89$ ):

$$d(t) = -0,129 + 0,406p(t), \quad (6)$$

де  $d(t)$  – дохідність (в %);  $p(t)$  – зміна індексу ПФТС на момент часу  $t$ .

Виявлена залежність дохідності фондів від зміни індексу ПФТС підтверджує авторську гіпотезу стосовно можливості використання даного показника фондового ринку в корегуванні суми основного боргу за програмно-цільовими облігаціями.

Обґрунтовано можливість реалізації даних програмно-цільових облігацій на фондовому ринку за умови надання можливості здійснення публічного розміщення цінних паперів ІСІ. Доведено, що параметри облігацій, які змодельовані за методами фінансового інжинірингу, дозволяють розробити як проспекти емісії за конкретними інфраструктурними проектами, так і здійснювати моніторинг та управління їх вторинним обігом.

Розроблені й обґрунтовані теоретичні положення та методичні підходи до венчурного фінансування проектів на засадах ДПП відповідають поставленій меті та завданням дисертаційного дослідження.

## ВИСНОВКИ

Проведене наукове дослідження дозволило отримати наступні науково-теоретичні результати та практичні висновки і пропозиції:

1. На основі аналізу наукових праць дослідників з тематики венчурного фінансування були визначені його основні характеристики та переваги. Доведено превалювання в економічній думці підходу, в основі якого є інвестиційна орієнтація на високотехнологічні компанії невеликого розміру. Однак зазначено, що це обмежує його використання як джерела інвестицій у об'єкти інфраструктури, які, з одного боку, потребують значних капіталовкладень, а з іншого є інвестиційно-привабливими для венчурного інвестора. Виявлені особливості європейської та американської моделей венчурного фінансування дозволили виділити два принципово різних підходи за стадією інвестування, державною політикою, галузевою спрямованістю інвестицій, які можуть слугувати орієнтиром для оцінки стану та перспектив розвитку венчурного фінансування в Україні.

2. У ході дослідження був здійснений аналіз існуючих форм взаємодії органів влади різного рівня та суб'єктів підприємництва в умовах розвитку ДПП. Критичний огляд існуючих класифікацій форм реалізації ДПП дозволив запропонувати до законодавчого визначення і використання такі моделі відповідно до ранжування за рівнем відповідальності та ризиків партнерів: сервісні контракти, контракти на управління, лізинг, концесія. На основі проведення SWOT-аналізу та розгляду нагромадженого зарубіжного досвіду ДПП, обґрунтовано доцільність використання концесії як його основної моделі.

3. Визначені способи й узагальнена практика державної участі у венчурному фінансуванні та світовий досвід партнерства у розвинутих економіках. Цінним для застосування у партнерських відносинах є висування певних вимог до приватних партнерів – венчурних фондів, особливо при здійсненні синдикуваного фінансування (галузева приналежність, розмір фонду, термін існування). Розробка системи критеріїв, що мають висуватися в умовах транзитивної економіки, щодо сфер інвестицій та реципієнтів дозволить активізувати інвестиційні процеси та надасть можливість виступати державі в ролі каталізатора інноваційного розвитку економіки.

Практика надання консультаційних послуг паралельно з фінансовими, попереднього тестування інноваційних концепцій, розширення спектра фінансових інструментів на фондовому ринку дозволить набути позитивної динаміки розвитку партнерства венчурних фондів та держави.

4. Обґрунтовані необхідність та доцільність здійснення венчурного фінансування на засадах ДПП у стратегічних секторах економіки України з метою проведення структурних реформ і здійснення оновлення, модернізації та реконструкції об'єктів інфраструктурної мережі. З огляду на суттєвий рівень зносу об'єктів інфраструктури та незадовільну якість управління доведено, що ресурси венчурних ІСІ першочергового потребують сфери транспортної інфраструктури, житлово-комунального господарства, паливно-енергетичного комплексу. Надані рекомендації щодо подолання стримуючих факторів розвитку ДПП в Україні та використання концесії як перспективної форми реалізації інвестиційних проектів.

5. Проведений аналіз процесів становлення та розвитку венчурних ІСІ на основі певного ряду показників дозволив визначити їх як сегмент ринку ІСІ, для якого характерні динамічний розвиток та переважне функціонування у ролі

фінансово-кредитних установ за рахунок превалювання дебіторської заборгованості в портфелі їх активів. Позитивна динаміка їх розвитку знаходить вираження у зростанні капіталізації венчурних ІСІ та в найбільших показниках дохідності поміж іншими учасниками ринку ІСІ й фінансовими інструментами. З метою сегментації ринку венчурних ІСІ була запропонована класифікація ІСІ відповідно до показника вартості активів, яка доводить необхідність утворення об'єднань ІСІ для участі у крупних інфраструктурних проектах з метою концентрації фінансових ресурсів.

6. Реалізація партнерських проектів потребує коректної оцінки інвестиційних можливостей венчурних ІСІ, що обумовило необхідність формування нового методичного підходу до оцінки та розрахунку інвестиційного потенціалу венчурних ІСІ на основі здійснення моніторингу наявності вільних грошових коштів ІСІ на певну дату й можливості конвертації активів фондів у грошові кошти без втрати їх прибутковості та з певною швидкістю ліквідності. Розроблені принципи оцінки окремих складових інвестиційного потенціалу: врахування правил визначення чистої вартості активів ІСІ, використання відносних показників для можливості порівняння та оцінки якості потенціалу, врахування швидкості конвертації активів ІСІ у грошові фонди для інвестування, показника фінансової автономії фонду, застосування критеріїв ефективності конвертації активів ІСІ відповідно до конкретних об'єктів інвестування, фактора часу. Дана методика визначає можливість і доцільність участі венчурного ІСІ в певному інвестиційному проекті з метою збереження та підвищення дохідності фонду.

7. Для практичного залучення ресурсів венчурних ІСІ у процесі оновлення та модернізації інфраструктури було розроблено організаційно-економічне забезпечення взаємодії венчурних ІСІ та державних органів влади при здійсненні стратегічних реформ. Надані пропозиції щодо практичного об'єднання ресурсів венчурних ІСІ у формі консорціуму, на який покладаються важливі завдання і функції та який у своїй діяльності керується певним колом принципів, що сприяє розбудові відносин венчурного фінансування та реалізації інфраструктурних проектів. Запропоновано заходи щодо корекції деяких нормативно-законодавчих актів з метою акумулювання більшого обсягу активів у розпорядженні венчурних ІСІ.

8. Обґрунтовано доцільність імплементації нового фінансового інструменту – програмно-цільової облигації, яка являє собою гібрид відсоткового та фондового ринків і дозволяє акумулювати додаткові інвестиційні кошти та мінімізувати ризики інвесторів. Змодельовані параметри фінансового інструменту. Визначені фактори-детермінанти базової відсоткової ставки за програмно-цільовою облигацією: внутрішня норма дохідності проекту, середньозважена вартість капіталу венчурних фондів, прибутковість об'єкта концесії, відсотки за депозитами, дохідність інвестицій у банківські метали, ставка ОВДП, облікова ставка НБУ, термін погашення облигації. Запропоновано формулу розрахунку та корегування виплати купонного доходу й основної суми боргу.

9. На основі застосування методу кореляційно-регресійного аналізу був виявлений тісний прямий лінійний зв'язок між динамікою зміни індексу ПФТС та динамікою дохідності закритих ІСІ, що підтверджує гіпотезу стосовно можливості



коректування основної суми боргу, виходячи з принципу фінансового інжинірингу та сутності гібридних цінних паперів. Для прогнозування та моделювання динаміки індексу UB перевагу віддано моделі ARIMA з інтервенцією, яка буде використовуватися для індексування купонної ставки за програмно-цільовою облігацією.

## СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

### *У монографіях:*

1. Теоретичні і практичні проблеми розвитку фінансового ринку в Україні / За ред. В.К. Кублікова: [Монографія]. – Одеса: «Атлант», 2014. (24,52 д.а.) *Особистий внесок здобувача полягає в аналізі сучасного стану та перспектив розвитку венчурного фінансування (0,83 д.а.)*

### *Статті у наукових фахових виданнях:*

2. Ковальова О. М. Проблеми обліку інноваційної діяльності / О. М. Ковальова, В. В. Кірсанова, Т. О. Сухарева // Вісник соціально-економічних досліджень: збірник наукових праць. – Одеса: ОДЕУ. – 2011. – Вип. 41(2). – С.216–222. (0,51 д.а.) *Особистий внесок здобувача: аналіз умов щодо визнання продуктів і продукції інноваційними, обґрунтування основних чинників, які необхідно враховувати при розробці методик оцінки та аналізу інноваційних продуктів і продукції (0,2 д.а.)*

3. Ковальова О. М. Порівняльний аналіз світових моделей венчурного фінансування інноваційної діяльності / О. М. Ковальова // Науковий вісник ОНЕУ. – 2012. – №7(159). – С.218–226. (0,4 д.а.)

4. Ковальова О. М. Інноваційно-інвестиційні аспекти розвитку підприємства / О. М. Ковальова // Науковий вісник ОНЕУ. – 2012. – №12(164). – С.94–102. (0,42 д.а.)

5. Ковалева Е. Н. Тенденции развития венчурных институтов совместного инвестирования в Украине / Е. Н. Ковалева // Вчені записки Університету «КРОК». – Київ: Університет економіки та права «Крок», 2013. – Вип. 33. – С.30–36. (0,44 д.а.)

6. Ковалева Е. Н. Государственно-частное партнерство в сфере инфраструктурных проектов: проблемы и перспективы развития / Е. Н. Ковалева // Науковий журнал «Економіка: реалії часу». – Одеса: ОНПУ, 2013. – №2(7). – С.187–194. (0,82 д.а.)

7. Ковальова О. М. Проблеми розвитку концесійних відносин в Україні / О.М. Ковальова // Науковий вісник ОНЕУ. – 2014. – №1(209). – С.55–65. (0,51 д.а.)

8. Ковальова О.М. Державна участь у венчурному фінансуванні: світовий та український досвід / О.М. Ковальова // Економіка та держава. – Київ: ТОВ «ДКС центр», 2014. – №7. – С.92–95. (0,84 д.а.)

9. Ковальова О.М. Особливості організаційно-економічного забезпечення венчурного фінансування на умовах державно-приватного партнерства в Україні / О.М. Ковальова // Інвестиції: практика та досвід. – Київ: ТОВ «ДКС центр», 2014. – №20. – С.78–82. (0,54 д.а.)

**Публікації в інших виданнях:**

10. Kovalova O. N. Joint venture investment institutions: the modern situation / V. K. Kublikov, O. N. Kovalova, // Экономика и предпринимательство. – 2013. – №6(35). – С.568–570. (0,39 д.а.) *Особистий внесок здобувача: аналіз структури джерел фінансування інноваційних процесів, дослідження галузевої структури інвестицій, порівняння сутності та особливостей венчурного фонду в Україні та закордоном, розгляд нормативно-законодавчої основи процесів венчурного фінансування в Україні (0,2 д.а.)*

11. Kovalova O. N. The overview of models of the public-private partnership and of the spheres of their utilization / T.B. Kublikova, O.N. Kovalova // Austrian Journal of Humanities and Social Sciences. – Vienna, 2014. – № 2. – р.246–250. (0,38 д.а.) *Особистий внесок здобувача: дослідження форм реалізації проектів державно-приватного партнерства та обґрунтування необхідності застосування концесії задля залучення коштів венчурних фондів в Україні для розбудови інфраструктури (0,19 д.а.)*

**Опубліковані праці апробаційного характеру:**

12. Ковальова О.М. Формування венчурного бізнесу в Україні / О.М. Ковальова // Проблеми ринку та розвитку регіонів України в 21 столітті: матеріали III Міжнар. наук.-практ. інтернет-конф., 17-19 травня 2012 р. – Одеса: Вид-во «ВМВ», 2012. – С.18–20. (0,11 д.а.)

13. Ковалева Е.Н. Проблемы становления государственно-частного партнерства в венчурной сфере Украины / Е.Н. Ковалева // Международная практика экономического развития страны: материалы междунар. научно-практ. конф., 24-25 мая 2013 г. – Симферополь: НО «Economics», 2013. – С.42–43. (0,12 д.а.)

14. Ковальова О.М. Особливості процесів венчурного інвестування в Україні / О.М. Ковальова // Управління економічними процесами на макро- і мікрорівні: проблеми та перспективи вирішення: матеріали Міжнар. наук.-практ. інтернет-конф., 11-12 квітня 2014 р. – Львів: Видавництво Львівської політехніки, 2014. – С.247–250. (0,25 д.а.)

15. Ковальова О.М. Прямі та непрямі форми державної підтримки венчурного фінансування / О.М. Ковальова // Актуальні питання сучасної науки: матеріали Міжнар. наук.-практ. конф., 20 квітня 2014 р. – Харків: Центр публікацій наукових робіт, 2014. – С.35–39. (0,11 д.а.)

16. Ковалева Е.Н. Перспективные возможности венчурного финансирования проектов в рамках государственно-частного партнерства / Е.Н. Ковалева // Актуальные проблемы экономики та управління сучасної України: матеріали Міжнар. наук.-практ. конф., 16-17 травня 2014 р. – Ужгород: Видавничий дім «Гельветика», 2014. – С.171–173. (0,16 д.а.)

17. Ковальова О.М. Переваги та недоліки використання облігацій як інструменту фінансування інфраструктурних проектів / О.М. Ковальова // Ефективне управління економікою: процеси, явища, ризики: матеріали Міжнар.

наук.-практ. конф., 13-14 червня 2014 р. – Черкаси: Видавничий дім «Гельветика», 2014. – С.193–195. (0,21 д.а.)

18. Ковальова О.М. Еволюція поглядів економічної теорії на питання співвідношення держави та бізнесу / О.М. Ковальова // Розвиток бухгалтерського обліку, аналізу і контролю в умовах інтеграційних процесів: матеріали Міжнар. наук.-практ. конф., 1-2 серпня 2014 р. – Київ: ГО «Київський економічний науковий центр», – 2014. – С.103–105. (0,2 д.а.)

### **АНОТАЦІЯ**

Ковальова О.М. Венчурне фінансування на засадах державно-приватного партнерства. – На правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Одеський національний економічний університет, Одеса, 2015.

Дисертаційна робота присвячена обґрунтуванню теоретичних і методичних підходів до венчурного фінансування проектів державно-приватного партнерства та створення необхідних інституційних, законодавчо-нормативних засад його реалізації.

Узагальнено та систематизовано досвід венчурного фінансування та партнерства держави і венчурних фондів у країнах з розвинутою і транзитивною економікою, який дозволив сформулювати рекомендації для покладання на державу ролі каталізатора інноваційного оновлення національної економіки. Запропоновано використання значного інвестиційного потенціалу венчурних інститутів спільного інвестування, який був виявлений за допомогою аналізу низки економічних показників та структури активів даних фінансових інститутів, з метою розвитку національної економіки шляхом інвестування в сфері інфраструктурних галузей господарства України. Запропоновано організаційно-економічні засади венчурного фінансування проектів державно-приватного партнерства в Україні, які охоплюють обґрунтування методів акумулювання фінансових ресурсів шляхом створення консорціуму венчурних інститутів спільного інвестування, розробку методичних засад визначення інвестиційного потенціалу даних фінансових інститутів, проектування параметрів гібридного фінансового інструменту (програмно-цільовий облігації).

*Ключові слова:* венчурне фінансування, державно-приватне партнерство, венчурні інститути спільного інвестування, організаційно-економічне забезпечення, облігація, інвестиційний потенціал.

### **АННОТАЦИЯ**

Ковалева Е.Н. Венчурное финансирование на основе государственно-частного партнерства. – На правах рукописи.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08. – деньги, финансы и кредит. – Одесский национальный экономический университет, Одесса, 2015.

Диссертация посвящена теоретическому обоснованию и созданию практических условий привлечения ресурсов венчурных фондов на основах государственно-частного партнерства с целью реализации структурных реформ в инфраструктурных отраслях хозяйства Украины.

Постановка данной научной задачи обусловила исследования теоретических основ венчурного финансирования проектов государственно-частного партнерства. Доказано сочетание интересов, с одной стороны государства, а с другой - инвестора, которое в случае создания надлежащих условий позволит ускорить трансформационные процессы и обеспечить становление конкурентоспособной национальной экономики. Обоснована необходимость привлечения венчурных фондов как одной из сторон государственно-частного партнерства, что обусловило рассмотрение типологизации и научных подходов к определению сущности государственно-частного партнерства. Осуществлено обобщение классификаций моделей государственно-частного партнерства и выделена концессия как наиболее выгодная для двух сторон сотрудничества форма реализации их интересов.

Систематизирован мировой опыт партнерства венчурных фондов и государства, который может быть использован для разработки соответствующих мер и адаптации успешных примеров в национальных экономических условиях. Рассмотрены существующие способы государственной поддержки, в т.ч. функционирующие государственные программы, финансовые инструменты, которые стимулируют венчурное финансирование в развитых странах.

Определены сферы инфраструктурных отраслей хозяйства Украины, которые в первую очередь нуждаются в инвестициях: транспортная инфраструктура, жилищно-коммунальное хозяйство, топливно-энергетический комплекс. Выделен круг проблем, основными из которых являются неэффективный менеджмент на государственных предприятиях, ограниченность финансовых возможностей бюджетов различных уровней, использование преимущественно бюджетных средств для осуществления строительства или реконструкции крупных инфраструктурных объектов. Решение их возможно при помощи использования венчурного финансирования как формы долгосрочных инвестиций.

Осуществлена оценка финансового состояния и динамики развития венчурных ИСИ на основе ряда показателей, таких как динамика изменения стоимости активов венчурных институтов совместного инвестирования, соотношение активов венчурных ИСИ и показателя ВВП Украины. Проведенное исследование позволило определить венчурные ИСИ как сегмент рынка институтов совместного инвестирования, которому присуще динамичное развитие. Учитывая особенности деятельности венчурных ИСИ, преобладание дебиторской задолженности в структуре их активов, было определено, что венчурные ИСИ имеют один из высших уровней порядка в системе потенциалов хозяйствующих субъектов. Выяснено, что подавляющая доля инвестиций украинских венчурных фондов приходится преимущественно на третий и четвертый технологический уклады, что позволяет дать рекомендацию по направлению их финансовых ресурсов в инфраструктурные проекты.

Разработанное автором организационно-экономическое обеспечение венчурного финансирования на основах государственно-частного партнерства позволяет создать надлежащие условия для привлечения финансовых ресурсов венчурных фондов. Проведено исследование инвестиционного потенциала венчурных ИСИ и выделены классификационные группы венчурных ИСИ в соответствии со стоимостью их активов, что позволило построить матрицу показателей данных финансовых институтов, доказало целесообразность предложения создания консорциума венчурных ИСИ, с участием которых возможна реализация инвестиционного проекта на условиях концессии. Покрытие потребностей консорциума в дополнительных средствах предложено компенсировать путем предоставления возможности эмиссии программно-целевых облигаций – гибридных финансовых инструментов, которые создадут конкурентные условия привлечения инвестиционных ресурсов, снизят риск эмитентов и увеличат спектр инструментов фондового рынка. При помощи методов финансового инжиниринга смоделированы параметры облигаций, что позволяет разрабатывать планы эмиссии по конкретным инфраструктурным проектам и осуществлять мониторинг и управление их обращением.

*Ключевые слова:* венчурное финансирование, государственно-частное партнерство, венчурные институты совместного инвестирования, организационно-экономическое обеспечение, облигация, инвестиционный потенциал.

## SUMMARY

Kovalova O.N. Venture financing on the base of the public-private partnership – Manuscript.

The thesis for obtaining the scientific degree of candidate of economic science in speciality 08.00.08 – money, finance and credit. – Odessa National Economic University, Odessa, 2015.

The thesis is devoted to the justification of theoretical and methodological approaches to the venture financing of projects on the base of the public-private partnerships and to the creation of the necessary institutional, legislative framework for its implementation.

Generalized and systematized an experience of venture financing and partnership between the state and venture capital funds in developed and transition economies, which helped to formulate recommendations for laying on the state role of a catalyst of innovative economic renewal.

Proposed use of significant investment potential of the joint venture investment institutions, which was identified through a number of economic indicators and structure of assets of these financial institutions, for the benefit of the national economy by investing in infrastructure sectors of the economy of Ukraine.

Proposed organizational and economic basis of venture financing on the base of public-private partnership in Ukraine, which cover methods of accumulation of financial resources through the creation of a consortium of joint venture investment institutions, development of the methodological bases of determining the investment potential of these

financial institutions, the design parameters of the hybrid financial instrument (target-oriented bonds).

*Keywords:* venture financing, public-private partnership, joint venture investment institutions, organizational and economic basics, bond, investment potential.