

**Захарін С.В.,**  
*к.е.н., с.н.с. Державної установи „Інститут економіки та прогнозування НАН України”*

## **ФІНАНСОВИЙ РИНОК ТА ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ПРОЦЕС: ПРОБЛЕМИ ГАРМОНІЗАЦІЇ І ВЗАЄМОДІЇ**

*Проаналізовано стан реалізації державної інвестиційної політики в частині регулювання фінансового забезпечення інвестиційної діяльності корпоративних структур. Визначено основні проблеми, що гальмують використання сучасного інструментарію формування та ефективного реалізації інвестиційного ресурсу у секторі корпорацій. Розроблені пропозиції щодо удосконалення механізму регулювання фінансового забезпечення інвестиції корпоративних інвестицій.*

*Consisting of realization of public investment policy is analysed of part of adjusting of the financial providing of investment activity of corporate structures. Certainly basic problems which brake the use of modern tool of forming and effective realization of investment resource in the sector of corporations. Suggestions are developed in relation to the improvement of mechanism of adjusting of the financial providing of investments of corporate investments.*

Сучасні умови економічного розвитку України диктують необхідність вироблення засад нарощування інвестиційної активності після тривалої кризи першої половини 90-х років ХХ сторіччя. Проблема інвестиційно-інноваційної діяльності корпоративного сектору наразі трансформується і полягає не тільки у вимірі та підвищенні ефективності використання інвестицій, а й у суттєвому нарощуванні їхнього обсягу на виробництвах вищих технологічних укладів. Ключовим принципом інвестиційної політики стає поєднання інвестицій з інноваціями (інвестиції ефективно реалізуються лише за умов впровадження науково-технічних досягнень, водночас інноваційний розвиток вимагає масштабної інвестиційної підтримки).

Результати низки попередніх досліджень автора<sup>1</sup> дають змо-

<sup>1</sup> Захарін С.В. Стимулювання інноваційної діяльності корпоративного сектору // Фінанси України. – 2006. – № 7. – С. 101-107; Захарін

гу зробити висновок, що система державної підтримки акумуляції фінансових джерел інвестиційної діяльності корпоративного сектору є недосконалою, а тому потребує реформування.

В останні роки вчені активізували наукові розвідки з питань регулювання фінансування інвестиційної діяльності в економіці України<sup>2</sup>. В той же час мають бути розроблені системні пропозиції з удосконалення механізму такого регулювання, з урахуванням глобальних викликів та обмежених можливостей української економіки. Особливо актуальне це питання в контексті розвитку корпоративного сектору, з огляду на те, що саме корпоративні структури, які здатні акумулювати фінансові та інтелектуальні ресурси, визначають траєкторію інвестиційно-інноваційного розвитку держави. З огляду на вказане метою статті є вироблення концептуального підходу з реформування механізму регулювання формування та використання фінансового ресурсу інвестиційної діяльності у корпоративному секторі.

Незважаючи на пожвавлення української економіки, що відбувається в останні роки, її загальний стан усе ще визначається наслідками попереднього тривалого і різкого падіння виробництва й інвестицій. Найбільші руйнування відбулися в галузях наукомісткого виробництва, машинобудуванні і виробництві товарів кінцевого споживання<sup>3</sup>. Особливо тривожить те, що падіння обсягів виробництва супроводжується катастрофічним старінням основних фондів. Внаслідок істотного скорочення виробничих інвестицій ступінь зносу основних фондів вже перевищила критичну позначку у 50%. Середній вік устаткування вдвічі (а в деяких галузях – у 3-4 рази) перевищує відповідні середні показники розвинутих країн.

Головною організаційно-економічною причиною неефективності системи регулювання інвестиційної діяльності є, на наш погляд, “розпорошення” управлінських функцій між

---

С.В. Інвестиційне забезпечення відтворення основних фондів // Економіка України. – 2007. – № 5. – С. 43-51; Захарін С.В. Стимулювання інвестиційної та інноваційної сфер діяльності корпоративних структур // Проблеми науки. – 2007. – № 6. – С. 23-27.

<sup>2</sup> Ванькович Д.В., Демчишак Н.Б. Аналіз фінансових джерел формування інвестиційних ресурсів в Україні // Фінанси України. – 2007. -- № 7. – С. 72-84; Марцин В.С. Стратегія розвитку інвестиційної діяльності в економіці України // Актуальні проблеми економіки. – 2007. -- № 9. – С. 57-65; Шинкарук Л.В. Інституційні засади капіталоутворення в Україні // Економічна теорія. – 2007. – № 3. – С. 72-85.

<sup>3</sup> Роль держави у довгостроковому економічному зростанні / За редакцією д.е.н. Б.Є.Кваснюка. – К.: ІЕПр НАНУ, Х.: Форт, 2003. – 424 с

кількома центральними органами виконавчої влади. Так, більшість функцій управління розвитком інвестиційної сфери зосереджена у Міністерстві економіки України. Проте аналогічні функції виконують й інші органи як “функціональної” (Міністерство фінансів України, Міністерство освіти і науки України, Державне агентство з інвестицій та інновацій), так і “галузевої” (Міністерство промислової політики України, Міністерство аграрної політики України, Міністерство палива та енергетики України, Міністерство транспорту і зв'язку України та ін.) компетенції. Бюджетне фінансування окремих інвестиційних та інноваційної діяльності здійснюють органи Державного казначейства України, а контроль за використанням бюджетних коштів – Рахункова палата України та органи Міністерства фінансів України. Завдання забезпечення реалізації політики в сфері інтелектуальної власності покладено на урядовий орган державного управління – Державний департамент інтелектуальної власності. Виявлення та припинення порушень законодавства з питань інтелектуальної власності здійснюють органи Міністерства внутрішніх справ, Державного митного комітету України, Державної податкової адміністрації України та Антимонопольного комітету України. В окремих випадках на реалізацію інвестиційних проектів впливають рішення юрисдикційних та судових органів, які нерідко діють в інтересах потужних фінансово-промислових груп. Постійного реформування знає і система державних органів виконавчої влади, які розробляють та реалізують державну політику в царині регулювання організації міжнародної інвестиційної взаємодії.

Не викликає сумніву, що проведення цілеспрямованої інвестиційної політики потребує чіткого контролю з боку державних органів влади. На сьогодні в Україні не створено єдиного державного органу, основним завданням якого стала б координація дій всіх учасників інвестиційного процесу на ринкових засадах з метою поліпшення інвестиційного клімату та підвищення інвестиційної активності.

У базовому Законі “Про інвестиційну діяльність” (ст. 12) підкреслюється, що державне регулювання інвестиційної діяльності включає управління державними інвестиціями, а також регулювання умов інвестиційної діяльності. Однак важелі такого регулювання не вказуються. Тому, з нашої точки зору, в Законі слід уточнити ці напрямки. Відчувається також неузгодженість базового Закону України “Про інвестиційну діяльність” з іншими розділами законодавства, насамперед, корпоративного, інвестиційного, податкового, соціального.

Як показує досвід, при прийнятті законів України про державний бюджет України на поточний або наступний роки набула поширення практика ігнорування законодавства, або призупинення дії статей законів, які стосувалися фінансування інвестиційної та інноваційної діяльності (в тому числі і окремих вимог Законів України "Про інвестиційну діяльність" та "Про інноваційну діяльність", а також численної низки "галузевих" Законів). Тому доцільним є введення законодавчої заборони призупинення дії вимог Законів України в частині пріоритетного фінансування інвестиційної та інноваційної діяльності при ухваленні бюджетного законодавства<sup>4</sup>. Важливо не тільки ввести вказану норму, але й виконувати її.

Виходячи з реальних економічних умов, слід більш виважено проаналізувати, обґрунтувати та уточнити окремі основні напрямки державного регулювання інвестиційної діяльності. Державі не слід покладатись лише на саморегулюючу здатність ринку, оскільки в економіці України ринкового конкурентного середовища не існувало і не існує, а тому швидка переорієнтація на новий тип економічних відносин можлива лише за активної державної політики, в тому числі й в інвестиційній сфері.

Регулювання інвестиційної активності в окремих галузях може здійснюватись через держконтракт, який відрізняється від інших форм прямого державного регулювання тим, що він може застосовуватись для суб'єктів корпоративного сектору недержавної форми власності, тоді коли їх продукція необхідна для державного споживання. Ефективним засобом прямого державного регулювання з точки зору залучення приватних інвесторів є часткова участь держави у фінансуванні інвестиційних проектів, які відповідають обраним пріоритетам розвитку. При цьому частка державних коштів у вартості інвестиційних проектів достатня на рівні 40%, а інколи навіть і 20-30%. При формуванні пакету інвестиційних проектів раціонально використовувати конкурсний відбір претендентів на отримання державної підтримки. Основними критеріями для відбору є відповідність пріоритетним напрямкам соціально-економічного розвитку, вартість та економічна ефективність проекту.

Посилення ролі держави в інвестиційній сфері української економіки повинне бути націлене на підвищення ефективності державної інвестиційної політики при збереженні ринкових механізмів і стимулювання корпоративних інвестицій. На основі

<sup>4</sup> Проблеми та пріоритети формування інноваційної моделі розвитку економіки України. Наукова доповідь (за ред. Я.Жаліло). – К.: НІСД, 2005. – 24 с.

цих інвестицій в пріоритетних сферах економіки повинні створюватися нові підприємства, а вже наявні – розширюватися, що, у свою чергу, буде приносити вигоду не тільки “споживачам” інвестицій, їх партнерам по бізнесу і самим інвесторам, але і державі, що одержить від успішно працюючих підприємств більше доходів у виді податкових надходжень. Крім того, за нашими оцінками, протягом кількох років можливо забезпечити зростання промислового виробництва у 1,5 раза тільки за рахунок використання потужностей, що сьогодні простоюють. Даний механізм повинен компенсувати відсутність ефективно працюючого ринкового механізму усередині країни, включаючи і поживлення міжгалузевого переливу капіталу.

Розвиток можливостей фінансового ринку України є головним напрямом підвищення ефективності функціонування вітчизняного фінансового механізму та наближення обсягів наявних фінансових ресурсів до продуктивного потенціалу їх використання на потреби економічного розвитку.

Зокрема, існує потреба розвивати інфраструктуру фінансового ринку. Хоча сьогодні в Україні фінансовий ринок характеризується наявністю усіх необхідних елементів інфраструктури, проте залишається практично нествореним один з ключових сегментів цієї системи – інститут венчурного фінансування потреб економіки інноваційного типу. Значимість цього інституту фінансової системи для цілей фінансування інновацій доведено низкою наукових розвідок<sup>5</sup>. Достатньо звернутися до досвіду США, Канади, Японії, країн Південно-східної Азії, ЄС та інших. Якщо узагальнити досвід розвитку цих країн, то з їхньої різномірної економічної історії можна виділити одну спільну рису: венчурна форма фінансування інвестиційних проєктів, яка ототожнюється за економічним та правовим змістом з інвестиціями, знаходила в усіх цих країнах широку підтримку з боку влади і розповсюдження в ринковому середовищі. Очевидно, що й в Україні ця форма фінансування діяльності інноваторів повинна мати місце. Водночас для надання ґрунтовних висновків у зв'язку з цим необхідно враховувати деякі національні особливості ведення бізнесу, жорсткі об'єктивні умови перехідного та посттрансформаційного періоду.

<sup>5</sup> Інвестування української економіки: монографія / за ред. А.І. Сухорукова. – К.: Національний інститут проблем міжнародної безпеки. – 2005. – 440 с.; Україна в процесах міжнародної інтеграції / за ред. д-ра екон.наук В.Р.Сіденка. – Х.: Вид-во “Форт”, 2003. – 280 с.; Інноваційний розвиток економіки: модель, система управління, державна політика / за ред. д-ра екон.наук, проф. Л.І.Федулової. – К.: Основа, 2005. – 552 с.

Складність вирішення перелічених завдань зумовлюється тим, що в Україні до цього часу не створено належної системи інвестиційного та інноваційного прогнозування, хоча країна має необхідний для цього кадровий потенціал і методологічне забезпечення<sup>6</sup>. Не виконується належною мірою для потреб інвестиційного розвитку норма вітчизняного законодавства щодо використання методу програмно-цільового управління (зокрема, не ведуться розробки інвестиційного забезпечення науково-технічних програм для реалізації обраних пріоритетів)<sup>7</sup>. В той же час кількість загальнодержавних цільових програм, на виконання яких, в ідеалі, мають бути спрямовані обмежені фінансові, інтелектуальні та трудові ресурси, в різні роки коливається в межах від 160 до 300, що лише дискредитує саму ідею розробки таких програм. Справді пріоритетних програм має бути 5-7 (в Росії, приміром, – 10 національних проектів), тоді увага і суспільства, і влади, і "третього сектору" до їхньої реалізації буде адекватною.

Однак навіть за відсутності чітких інвестиційних стратегій і програм державні органи, розуміючи важливість забезпечення ефективності загального інвестиційного процесу, намагаються вживати заходів підтримки інвестиційної діяльності корпоративного сектору. Приміром, у 2007 р. з метою створення сприятливих умов для залучення інвестицій, розроблено та прийнято розпорядження Кабінету Міністрів України від 01.03.2007 № 77 "Про внесення змін у план заходів щодо виконання Програми розвитку інвестиційної діяльності на 2002-2010 роки". В рамках відповідних бюджетних програм із здешевлення кредитів Мінпаливенерго, Мінвуглепром, Мінагрополітики, Мінпромполітики та Мінтрансв'язку та Укравтодором ведуться роботи щодо реалізації інвестиційних проектів. Зазначеними міністерствами та Укравтодором подано плани-графіки проходження всіх процедур щодо затвердження необхідної техніко-економічної документації, ведення переговорного процесу з банківськими структурами та укладання з ними кредитних угод, а також початку і завершення робіт щодо реалізації інвестиційних проектів, виконання яких може бути здійснене в рамках відповідних бюджетних програм із здешевлення кредитів.

<sup>6</sup> Проблеми та пріоритети формування інноваційної моделі розвитку економіки України. Наукова доповідь (за ред. Я.Жаліло). – К.: НІСД, 2005. – 24 с.

<sup>7</sup> Данько М.С. Визначення науково-технологічних пріоритетів як складова політики економічного зростання // Вісник Інституту економічного прогнозування. – 2002. – № 1. – С.40-58.

Проте з метою подальшого вдосконалення державної інвестиційної політики у найближчі часи необхідно ухвалити ряд розроблених і направлених до парламенту проектів законодавчих актів. З метою посилення захисту прав інвесторів Верховною Радою України 15.05.2007 р. прийнято за основу в першому читанні проект Закону України "Про акціонерні товариства". Прийняття цього закону в цілому сприятиме впорядкуванню системи корпоративного управління в Україні та підвищить інвестиційну привабливість корпоративного сектору економіки. Для запровадження спрощеного порядку виділення земельних ділянок для реалізації інвестиційних проектів розроблено проект Закону України "Про внесення змін до деяких законів України щодо сприяння будівництву", який 10.01.2007 прийнято Верховною Радою України за основу в першому читанні. З метою запровадження компенсаційних механізмів для інвесторів у СЕЗ і на ТПР підготовлено законопроекти: "Про внесення змін до Закону України "Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон" та "Про внесення змін до Закону України "Про стимулювання розвитку регіонів". Законопроектами передбачається надання низки стимулів для суб'єктів господарювання у СЕЗ та на ТПР, у тому числі для тих, що уклали договори на реалізацію інвестиційних проектів до 2005 р., коли було скасовано спеціальний режим оподаткування на цих територіях.

У даний час слід готувати зміни до основних Законів України в інвестиційній сфері. В Закон "Про інвестиційну діяльність" мають бути внесені зміни в частині усунення суперечностей у законодавстві щодо органів регулювання інвестиційної діяльності та їхніх повноважень, визначення пріоритетних напрямів і механізмів державного стимулювання, організації забезпечення державної підтримки інвестиційної діяльності, встановлення адміністративної відповідальності посадових осіб за порушення порядку одержання та строків видачі інвесторам документів дозвільного характеру встановлених законодавством. В Закон "Про режим іноземного інвестування" слід внести зміни в частині створення рівних умов діяльності як для національних підприємств-експортерів, так і для підприємств з іноземними інвестиціями та запровадження механізму протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, а саме в частині запровадження механізму запобігання внесенню іноземних інвестицій готівковими коштами, джерела походження яких неможливо підтвердити, а також подальшого удосконалення та упорядкування законодавства у сфері іноземного інвестування.

За весь період реформування не було розроблено чіткої і науково обґрунтованої державної інвестиційно-інноваційної програми індикативного характеру<sup>8</sup>. На нашу думку, розробка такої програми вкрай необхідна, вона надасть можливість раціонально використати обмежені інвестиційні ресурси, визначить умови інвестиційної діяльності, дасть змогу контролювати розвиток економіки та спрямовувати його у потрібне русло в залежності від конкретної кон'юнктури внутрішнього та зовнішнього ринків. У цій програмі можливе виділення трьох напрямків інвестування, які розрізняються між собою ступенем фінансової та адміністративно-правової участі держави у реалізації проєктів.

До першої групи напрямків слід віднести види діяльності, які формують ядро національної економіки. Розвиток цих галузей можна здійснювати через безпосереднє фінансування за рахунок держави як на зворотній (тобто через надання державних кредитів), так і на незворотній основі. Ці галузі повинні стати "точками зростання" економіки. Визначення форми фінансування (на зворотній або незворотній основі) повинно виходити з того, у чийй власності залишиться підприємство після його створення (реконструкції). В залежності від стратегічного значення підприємства, до якого були залучені бюджетні інвестиції, для економіки та безпеки країни, воно може у подальшому змінювати, або не змінювати форму власності. Пряме державне фінансування на незворотній основі можливо використовувати тільки для підприємств, які залишаться в повній державній власності, оскільки держава в цьому випадку повністю контролює його фінансово-господарську діяльність. Підприємства, які у перспективі будуть лише частково належати державі, отримуватимуть лише часткове державне інвестування, при цьому частка державних коштів не повинна перевищувати 40% у загальному обсязі інвестицій. Ця частка може коливатись в залежності від вартості інвестиційного проєкту та подальшої участі держави в управлінні підприємством. Цим фактором визначатимуться і форма участі держави у фінансуванні проєкту: чи безпосереднє фінансування на зворотній основі, чи надання державних гарантій по кредитах комерційним банкам приватному капіталу чи іноземним інвесторам.

До другої групи напрямків державного інвестування можна віднести підприємства, у створенні (реконструкції) яких

---

<sup>8</sup>Марцин В.С. Стратегія розвитку інвестиційної діяльності в економіці України // Актуальні проблеми економіки. – 2007. -- № 9. – С. 57-65.



держава буде брати часткову участь шляхом фінансування на зворотній основі чи надання державних гарантій з подальшим продажем у приватну власність державної частки.

До третьої групи напрямків інвестування будуть належати інвестиційні запити корпоративних структур, які не матимуть прямого бюджетного фінансування, але держава буде включати їх до індикативного плану розвитку і підтримувати непрямыми засобами, а саме через податкові пільги, відповідну грошово-кредитну політику (наприклад, надаючи кредити за пільговими ставками), науково-технічну політику (розробка цільових інноваційних програм та допомога при патентуванні та ліцензуванні) допомогу в розробці інвестиційних проектів, пошуку кредиторів тощо. За економічною сутністю вказані заходи є методами непрямого бюджетного субсидування.

Сприяння поліпшенню інвестиційного клімату в Україні буде забезпечуватись через масштабні комплексні заходи щодо поліпшення умов діяльності інвесторів і розширення механізмів та інструментів здійснення інвестицій та реалізації інвестиційних проектів. В цьому напрямку мають проводитися подальші наукові розвідки з означеної проблематики.