

ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ КАК ИСТОЧНИК ФИНАНСОВОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ИННОВАЦИОННОГО РАЗВИТИЯ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ

С.В. Онышко,

*доктор экономических наук, Национальный университет государственной
налоговой службы Украины,*

А.Н. Вдовиченко,

младший научный сотрудник НУГНСУ (г. Ирпень)

В современных условиях направление финансовых потоков в русло обеспечения устойчивого экономического роста выступает одной из важнейших задач экономической политики государства. При этом первоочередным является не просто увеличение инвестиционных потоков в национальной экономике, но и стимулирование инновационной деятельности. Осуществление инновационного развития в стране зависит от многочисленных факторов. В контексте моделей экономического роста с эндогенным технологическим прогрессом, получивших распространение в последнее время, критической является способность национального финансового рынка перераспределять финансовые потоки в инновационную сферу.

Центральным элементом механизма перераспределения финансовых ресурсов в сферу развития инноваций является венчурный капитал. Роль венчурного капитала и его институциональных проявлений (венчурные фонды различных типов, бизнес-ангелы) в формировании инновационного пути развития экономики, а также оптимальные формы и условия функционирования венчурного капитала исследуются во многих отечественных и зарубежных академических статьях. Проблемными являются вопросы усиления инновационной функции венчурного капитала, а также источников его формирования. Суть проблемы в том, что часто венчурное финансирование воспринимается как финансирование инновационных проектов, а увеличение венчурного капитала – как эк-

вивалент инновационной активности в экономике. Это не так. Название таких специфических финансовых институтов, как венчурные фонды, происходит от английского «venture» (спекуляция, рисковое предприятие). В названии таких фондов отражена, скорее, категория риска, чем инноваций. В то же время в экономической литературе не безосновательно венчурный бизнес постоянно ассоциируется (если не отождествляется) с реализацией инновационных проектов [1–3]. Понятно, что все инновационные проекты являются рисковыми по определению, а значит и любое их финансирование – венчурное. Однако нужно также понимать, что если все инновационные проекты являются рисковыми, то далеко не все рисковые проекты – инновационные. От понимания и реализации экономическими субъектами венчурного капитала как категории инновационного развития или исключительно рисковской категории зависит его влияние на развитие инновационных процессов в стране [4].

Показательным является пример Украины, где на протяжении 2005–2007 гг. наблюдался стремительный рост венчурных фондов, но на инновационной активности это не отражалось. Как показала практика, увеличение капитализации венчурных фондов в Украине не привело к адекватному росту инвестиционных потоков в инновационные секторы экономики: специализация венчурных фондов на инвестициях в новообразованные инновационные компании для Украины является исключитель-

ной. Отечественный венчурный капитал не участвует в инновационных проектах, поскольку: 1) инвестиции в отдельные отрасли традиционной экономики (торговля, услуги в сфере общественного питания, строительство) имеют сверхвысокий уровень доходности за относительно короткий срок инвестирования и при низком уровне риска; 2) деятельность венчурных фондов часто используется для целей снижения налогообложения законным способом [5].

Например, А. Мертенс утверждает, что тезис о том, будто венчурный капитал непременно направляется на развитие инновационных проектов, является несколько утопичным. На самом деле венчурные капиталисты стараются инвестировать в быстрорастущие отрасли, поскольку их главной целью является получение быстрой и большой прибыли. На этапе быстрого роста определенной отрасли многие компании растут вместе с ней. Потом, когда конкуренция станет более жесткой, определятся «победители» и «проигравшие». Но к этому моменту венчурный капиталист уже выйдет из инвестиции. Поэтому ему совсем не обязательно выбирать именно ту компанию, которая выиграет в конкурентной борьбе в долгосрочной перспективе. Необходимо выбирать компанию, которая в состоянии удовлетворять растущий спрос и расти вместе с рынком. Чего венчурные капиталисты обычно избегают, так это стагнирующих отраслей, а также тех сегментов рынка, которые не подтвердили свой потенциал роста [6]. Однако, если в развитых рыночных экономиках быстрорастущими секторами рынка являются именно инновационные отрасли (в силу самой природы инноваций и общей насыщенности рынка), то в странах с развивающимися рынками такие отрасли часто далеки от инновационной деятельности. Именно поэтому в академической литературе большое внимание уделяется связи между инновационной активностью и наличием венчурного капитала, а также институциональными особенностями той или иной страны (законодательство, система образования, регуляторная политика и т. д.).

Наиболее авторитетными учеными в вопросах функционирования венчурного

капитала являются профессора Гарвардского университета Джош Лернер (Josh Lerner) и Пол Гомперс (Paul Gompers), а также профессор Чикагского университета Самуэль Кортум (Samuel Kortum). В своих работах они уделяют внимание истории становления и природе венчурного капитала [7], детерминантам его накопления [8], роли государства в функционировании венчурного капитала [9] и непосредственно влиянию венчурного капитала на инновации [10].

Последняя из перечисленных выше работ представляет особенный интерес в контексте данной статьи. Кортум и Лернер исследуют динамику влияния венчурного финансирования на инновационную активность в США с учетом тех изменений, которые происходили в правовой и рыночной среде данной страны. При этом они анализируют производственную функцию для патентов (Patent Production Function), где количество патентов (объектов интеллектуальной собственности) ставится в зависимость от венчурного финансирования и финансирования исследований и внедрений (Research and Development – R&D) за счет корпораций. Таким образом, индикатором инновационной активности в исследовании выступает количество патентов. Данный подход, по нашему мнению, является несколько ограниченным, поскольку количество объектов интеллектуальной собственности не может отражать инновационную активность в комплексе.

Что касается Украины, то по показателям интеллектуальной собственности, и в частности количеству патентных заявок на миллион населения, она стоит в одном ряду с такими странами, как Франция и Великобритания, но, тем не менее, это не отображает реальной картины развития инноваций в стране [11]. Справедливости ради нужно заметить, что Кортум и Лернер ставят вопрос о возможной несостоятельности трактовки количества патентов как индикатора инновационной активности, но не по причине ограниченности данного показателя, а из-за возможной самообусловленности патентной активности в случае венчурного финансирования. Для проверки своих результатов ученые изуча-

ют эконометрические модели с другими показателями инновационной активности: количество ссылок на патенты, степень продления патентов, вовлечение фирм в судебные разбирательства по делам интеллектуальной собственности [10]. Как видим, все индикаторы инновационной активности тем или иным образом увязаны с объектами интеллектуальной собственности, что не снимает проблему ограниченности оценок, отмеченную ранее. В данной статье мы постараемся решить эту проблему, используя комплексный показатель инновационной активности.

Следует также обратить внимание, что разница между исследованиями, которые анализируют связь венчурного финансирования и инновационной активности на примере отдельно взятой страны и на примере некоей выборки стран, достаточно велика. Те закономерности, которые выявлены в развитых странах, совсем не обязательно будут срабатывать в странах с развивающимися рынками ввиду разной практики найма рабочих, регуляторной политики или неодинаковых условий торговли ценными бумагами, на что также обращают внимание Кортум и Лернер [10; 12. С. 11]*. Поэтому выявление общих мировых тенденций в связи венчурного капитала с инновационной активностью может представлять научный интерес, но к разработке конкретных программ для отдельно взятых стран нужно подходить с учетом особенностей национальных рынков, законодательств, правительств, истории, менталитета.

Более пристальное внимание в данной статье мы уделяем источникам финансирования инновационной активности. А точнее, каким из них следует отдавать предпочтение – правительственным, внешним или частным. Исследуя данный вопрос, зарубежные ученые приходят к выводам, что путь финансирования инновационной деятельности правительством имеет долгую

историю проб и ошибок, где ошибки преобладают. Функция государства должна состоять, скорее, в развитии образования и стимулировании предпринимательства через регуляторные рычаги, чем в прямом финансировании инновационных проектов. Также исследователи сходятся на мысли о важности внешних источников финансирования, поскольку венчурный капитал уже давно стал категорией глобальной [12; 14]. Практика венчурного финансирования насчитывает множество институциональных форм, через которые финансовые потоки могут направляться в сферу инновационной деятельности. Однако, по большому счету, их можно разделить на те, которые иницируются благодаря правительственным программам, и те, которые существуют вследствие функционирования и развития финансовых рынков. Научный интерес представляет влияние разных форм венчурного капитала, правительственной и частной, на инновационную активность.

Цель данной статьи – выявить связь между уровнем развития национального финансового рынка, доступностью венчурного финансирования и уровнем инновационного развития на основе межстрановых наблюдений. А также, что более важно, определить те источники венчурного капитала, которые наиболее способствуют инновационному развитию. Надеемся, что приведенные результаты, благодаря использованию комплексного показателя инновационного развития, внесут свою лепту в общее понимание функционирования венчурного капитала на глобальном уровне. А также помогут определить приоритетность источников финансирования инноваций.

Реализация финансового потенциала государства в целях обеспечения экономического роста невозможна без развития финансового рынка. В свою очередь, развитый финансовый рынок характеризуется широким доступом к венчурному финансированию. Если за агрегированный показатель развития взять *уровень совершенства финансового рынка (Financial market sophistication)*, который рассчитывается как субиндекс к *индексу глобальной конкурентоспособности стран (The Global Competitiveness Index)* [15], то знаковым

* В одном из своих интервью на вопрос журналистки о том, какое влияние возрастание венчурных фондов окажет на инновации, Джош Лернер ответил: «Существует историческая взаимосвязь. Возможно существование некоего добродетельного цикла, в котором бы венчурная активность стимулировала инновации и создавала большие возможности. Но вообще то, трудно сказать» [13].

окажется тот факт, что одной из составляющих развития финансового посредничества является уровень доступности венчурного капитала. Следовательно, развитой финансовый рынок не только поглощает сбережения, но и характеризуется значительными объемами венчурного финансирования. На примере стран, которые входят в индекс глобальной конкурентоспособности, исследуем связь между развитием финансового посредничества, доступностью венчурного финансирования и степенью развития инноваций. За целевые агрегаты возьмем показатели, которые приводятся в ежегодном «Отчете по глобальной конкурентоспособности» (*The Global Competitiveness Report*): уже упоминавшийся субиндекс совершенства финансового рынка (*financial market sophistication – FMS*), субиндекс доступности венчурного капитала (*venture capital availability – VCA*) и субиндекс инноваций (II) [15]. Построим матрицу частичных корреляций отмеченных показателей на основе данных для 134 стран мира, которые входят в исследование глобальной конкурентоспособности (табл. 1).

Результаты расчетов свидетельствуют, что фактор доступности венчурного капитала оказывает сильное, статистически значимое влияние на развитие инноваций в стране (табл. 1). То, что общее развитие финансового рынка (FMS) тесно связано с объемами венчурного финансирования (VCA), следует и из экономической логики, и из статистической, ведь сам показатель доступности венчурного капитала вхо-

дит в структуру расчета субиндекса развития финансового рынка. При этом обратим внимание на то, что вклад фактора VCA в субиндекс FMS по методике расчета последнего составляет лишь 8%. Нас не должно вводить в заблуждение низкое значение коэффициента корреляции между развитием инноваций и развитием национального финансового рынка. Если будет учтено количество степеней свободы (расчеты проводились на основе 134 наблюдений), то окажется, что полученное нами значение коэффициента корреляции ($r = 0,18$) приблизительно равняется критическому значению коэффициента корреляции Пирсона (при $a = 0,05$). Некоторая связь все же существует, хотя она и намного слабее, чем непосредственно между доступностью венчурного капитала и развитием инноваций в стране. Следовательно, основным выводом из проведенных расчетов должно быть то, что финансовый рынок влияет на инновационную активность главным образом через облегчение доступа к венчурному капиталу.

Рассмотрим влияние венчурного капитала на развитие инноваций в стране в сравнении с другими источниками финансирования. В международной статистике агрегированно выделяют 3 источника финансирования. Финансирование инноваций за счет венчурного капитала принадлежит в большинстве своем к частным источникам. Поэтому попробуем проанализировать соответствующие данные исследований и внедрений (*R&D*): предпринимательский сектор (*Business enterprise sector*), правительственный сектор (*Government sector*) и внешние источники (*Abroad*) [16]. Международная статистика по источникам финансирования инноваций и значения субиндекса инноваций (II) для соответствующих стран приведены в табл. 2. Расчет коэффициента корреляции между отдельными источниками финансирования исследований и внедрений и субиндексом инноваций свидетельствует о том, что именно финансирование из источников частного сектора оказывает весомое позитивное влияние на развитие инноваций в стране.

Связь между отмеченными показателями достаточно хорошо описывается ли-

Таблица 1

Матрица частных корреляций между уровнем развития национального финансового рынка, инновациями и доступностью венчурного капитала

	FMS	II	VCA
FMS	1		
II	0,18	1	
VCA	0,61	0,5387	1

Источник. Рассчитано на основе данных [15].

Показатели структуры и источники финансирования исследований и внедрений (R&D), объемы венчурного финансирования и значения субиндекса инноваций для разных стран мира, 2007 г.

Регион, страна	Источники R&D			Взвешенный коэффициент структуры финансирования R&D (F_{WKFS})	Венчурные инвестиции, % к ВВП	Индекс инноваций (II)
	Предприн. сектор, %	Правит. сектор, %	Внешние источники, %			
	1	2	3			
ЕС-27	54,5	34,2	9,0	1,499	----	----
ЕС-15	54,8	33,8	9,0	1,494	----	----
Еврозона (15 стран)	56,6	35,1	6,9	1,475	----	----
Австрия	45,7	36,2	17,7	1,712	0,03	4,68
Бельгия	59,7	27,7	12,4	1,523	0,13	4,69
Болгария	27,8	63,9	7,6	1,784	----	2,91
Хорватия	34,3	58,1	2,6	1,583	----	3,41
Кипр	16,8	67,0	10,9	1,835	----	3,53
Чехия	54,1	40,9	4,0	1,479	0,01	3,98
Дания	59,5	27,6	10,1	1,45	0,09	5,09
Эстония	38,5	43,5	17,1	1,768	----	3,74
Финляндия	66,9	25,7	6,3	1,372	0,21	5,57
Франция	51,9	38,6	7,5	1,516	0,08	4,67
Германия	67,6	28,4	3,7	1,355	0,05	5,22
Греция	31,1	46,8	19,0	1,817	0,008	3,18
Венгрия	39,4	49,4	10,7	1,703	0,011	3,45
Исландия	48,0	40,5	11,2	1,626	----	4,62
Ирландия	57,4	32,0	8,6	1,472	0,06	4,39
Италия	39,7	50,7	8,0	1,651	0,02	3,38
Япония	76,1	16,8	0,3	1,106	----	5,52
Латвия	34,3	46,0	18,5	1,818	----	2,94
Литва	20,8	62,7	10,5	1,777	----	3,35
Люксембург	79,7	16,6	3,6	1,237	----	4,15
Мальта	49,4	24,6	25,5	1,751	----	3,25
Нидерланды	51,0	36,0	11,0	1,56	0,11	4,82
Норвегия	46,4	44,0	8,0	1,584	0,15	4,6
Польша	33,4	57,7	5,7	1,659	0,025	3,17
Португалия	36,3	55,2	4,7	1,608	0,07	3,66
Румыния	37,2	53,5	5,3	1,601	0,06	3,14
Словакия	36,6	57,0	6,0	1,686	----	3,28
Словения	54,8	37,2	7,3	1,511	----	3,72
Испания	46,3	43,0	5,7	1,494	0,12	3,61
Швеция	65,7	23,2	7,7	1,352	0,27	5,42
Швейцария	70,0	22,5	7,5	1,375	0,15	5,54
Турция	43,3	50,1	0,8	1,459	----	3,16
Великобритания	42,1	32,7	19,3	1,654	0,34	4,66
США	64,0	30,4	1,0	1,278	0,16	5,84
Коэффициент корреляции между показателем и индексом инноваций	0,77	-0,75	-0,21	-0,72	0,6	----

Источник. Разработано на основе данных [15; 16].

нейным аппроксимирующим уравнением; субиндекс инноваций является растущей функцией от объемов финансирования из частного сектора экономики (рис.1).

На первый взгляд, можно обнаружить некоторые недостатки в построении доказательств относительно исключительной важности венчурного капитала как части финансирования исследований и внедрений из частных источников для развития инновационной сферы экономики. Приведем недостатки в том виде, как они представляются нам.

Во-первых, финансирование инноваций из частных источников включает не только (а во многих странах не столько) венчурное финансирование, но также собственные средства предприятий и заемные (или инвестиционные) ресурсы институциональных финансовых посредников, которые формально не являются венчурным капиталом. Внешние и правительственные источники финансирования также могут содержать венчурный капитал, поэтому целесообразнее была бы ориентация именно на венчурное финансирование, а не на достаточно размытый (агрегированный) показатель финансирования из частного сектора.

Во-вторых, отрицательные значения коэффициентов корреляции между субиндексом инноваций и другими источниками финансирования, кроме частных

(табл. 2), могут объясняться «взаимовытеснением». То есть увеличение доли финансирования из одного вида источников автоматически ведет к уменьшению доли, по крайней мере, одного из остальных, поскольку:

$$B + G + A + O = 1, \quad (1)$$

где B – удельный вес финансирования из частных источников;

G – удельный вес финансирования из правительственных источников;

A – удельный вес финансирования из внешних источников;

O – удельный вес финансирования из других источников (данные источники обычно не учитываются из-за их незначительности).

Для того чтобы нивелировать влияние приведенных недостатков, произведем дополнительные расчеты. Начнем со второго замечания. Во избежание эффекта вытеснения нам необходимо ввести интегральный показатель, который мог бы изменяться в некотором интервале и отображать структуру финансирования исследований и внедрений для каждой страны. Применим средневзвешенный показатель, в котором весами будут выступать удельные доли одного из источников в общей структуре финансирования. В данном случае рассчитаем взвешенный коэффициент структуры финансирования исследований

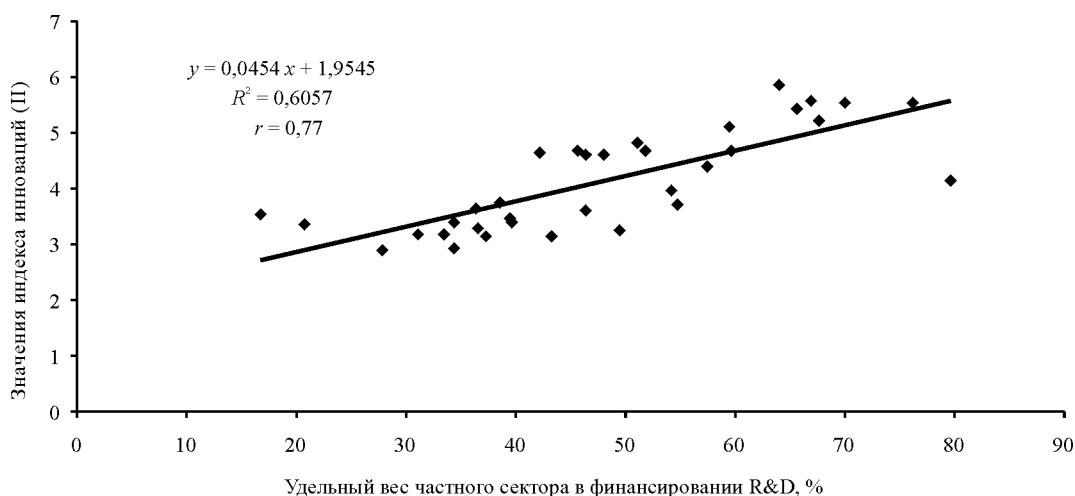


Рис. 1. Рассеивание значений субиндекса инноваций и удельный вес финансирования исследований и внедрений из частных источников.

Источник. Построено на основе данных [15; 16].

и внедрений, который определяется по формуле:

$$F_{WKFS}^n = \sum_{i=1}^n w_i^n \times f_i, \quad (2)$$

где w_i^n – доля, которая приходится на определенный источник финансирования исследований и внедрений (i) для определенной страны (n);

f_i – условный номер источника финансирования исследований и внедрений.

Если присвоить условные номера источникам финансирования в том виде, как это представлено в табл. 2, тогда $F_{WKFS} \in [1;3]$.

То есть, если взвешенный коэффициент структуры финансирования R&D составляет 1, то весь объем финансирования осуществляется из частных источников; если же он равняется 3, то – из внешних источников, что происходит очень редко и является маловероятным. Результаты расчетов взвешенного коэффициента структуры финансирования R&D и степень его связи с субиндексом инноваций приведены в табл. 2. Достаточно значительный коэффициент корреляции ($-0,72$) свидетельствует о том, что чем ниже коэффициент (т. е. чем больше доля финансирования из частных источников), тем выше субиндекс инноваций.

Перейдем к другому замечанию. Данные об объемах венчурного финансирования в международной статистике достаточно ограничены. Это обусловлено прежде всего тем, что венчурное финансирование – это специфический вид финансовой деятельности. Она осуществляется ограниченным кругом стран с развитым или стремительно растущим финансовым сектором. Статистика по венчурным инвестициям относительно ВВП содержит меньший массив данных (табл. 2). Однако расчет коэффициента корреляции также свидетельствует о позитивной связи между объемами таких инвестиций и субиндексом инноваций, что подтверждает полученные выше результаты.

В рамках данной статьи особый интерес представляет теснота связи между степенью привлечения финансовых ресурсов в систему финансового посредничества, развитием национального финансового

рынка, уровнем инновационного развития и уровнем дохода. Для эмпирического установления такой связи проведем кластерный анализ для 100 стран мира на основе следующих показателей: уровень ВВП на душу населения [17]; отношение денежного агрегата M0 к ВВП (в роли индикатора финансовых ресурсов, не задействованных в инвестиционных процессах [18]); значение субиндекса инноваций (II); значение субиндекса развития финансового рынка (FMS); субиндекс уровня доступности венчурного капитала (VCA) [15]. Применим метод Уарда (*Ward's method*), при этом выделим три кластера (сразу же отметим, что другие методы расчета дают подобные результаты) (табл. 3).

Проведенные расчеты демонстрируют следующее:

- к первому кластеру относятся страны, которые находятся в нижней половине ранжированных субиндексов FMS и VCA. По уровню ВВП на душу населения эти страны можно классифицировать как страны с доходами от среднего до низкого, субиндекс развития инноваций (II) в них сравнительно низкий (почти в 2 раза ниже аналогичного показателя для стран из третьего кластера), а отношение M0/ВВП наивысшее среди других кластеров;

- второй кластер включает страны, которые входят в верхние части ранжированных по субиндексам FMS и VCA (но не в первые двадцатки). По уровню ВВП на душу населения они относятся к странам с высокими или доходами выше средних, имеют посредственные показатели субиндекса II и отношения M0/ВВП;

- в третий кластер входят страны с высокими доходами из первой двадцатки ранжированных по субиндексам FMS и VCA, они имеют высокие показатели субиндекса II и сравнительно низкие соотношения M0/ВВП (табл. 3).

Украина и Беларусь принадлежат к первому кластеру, содержащему достаточно «разноцветную публику»: в одной группе оказались как Замбия с Эфиопией, так и Хорватия с Китаем. Это означает, что развивающиеся страны характеризуются теми же проблемами, что и бедные: неразвитость финансового рынка, неспособность исполь-

Центроиды* для соответствующих показателей разных кластеров

Кластер	FMS	ВВП на душу населения, долл. США	П	М0/ВВП, %	VCA	Количество стран
1	0,655	4666,43	2,9712	9,1	0,658	56
2	0,275	16166,1	3,614	7,7	0,27	22
3	0,126	48830,0	4,915	5,3	0,121	22

*Центроид – точка, координаты которой являются средними значениями всех других точек в группе.

Источник. Рассчитано на основе данных [15; 17].

зовать внутренний финансовый потенциал и, как следствие, коллапс (или значительное осложнение) инвестиционно-инновационных процессов, что является фундаментом низкого уровня развития.

Согласно проведенным расчетам, с достаточной большой уверенностью можно утверждать следующее: высокая степень доступности венчурного капитала характерна для стран с развитым финансовым сектором; развитие финансовых институтов и доступ к венчурному финансированию содействуют значительному распространению инноваций в национальной экономике. Не менее важным вопросом является не только развитие венчурных фондов, но и обеспечение их адекватности возложенным на них функциям. В странах с транзитивной экономикой такие фонды обычно не выполняют инновационную функцию, что имеет критическое значение при реформировании их деятельности. Для усиления влияния венчурного финансирования на инновационную деятельность необходимо делать акцент на частных источниках фи-

нансирования, финансовые ресурсы должны перераспределяться через финансовые рынки. Для этого правительствам, кроме принятия мер по улучшению предпринимательской среды, необходимо вести политику по развитию инфраструктуры национального финансового рынка, повышению его капитализации, обеспечению прозрачности и интеграции в глобальное финансовое пространство.

Проведенный анализ также подтверждает, что более эффективное использование финансовых ресурсов присуще странам с высоким доходом на душу населения; страны, пытающиеся в полной мере использовать финансовый потенциал, имеют развитый финансовый рынок; развитость финансовых институтов и доступ к венчурному финансированию способствуют значительному развитию инноваций в национальной экономике. Этим очерчиваются и направления, способные обеспечить на данном этапе – восстановительный, а в последующем – устойчивый рост национальных экономик.

Таблица 4

Распределение стран по кластерам

Кластер	Страны
1	Албания, Алжир, Аргентина, Армения, Азербайджан, Бангладеш, Беларусь, Босния, Бразилия, Болгария, Бурунди, Камбоджа, Китай, Хорватия, Египет, Эфиопия, Гамбия, Грузия, Гана, Гватемала, Гондурас, Венгрия, Индонезия, Италия, Ямайка, Казахстан, Кыргызстан, Латвия, Ливия, Македония, Малави, Мальта, Мавритания, Мексика, Молдова, Монголия, Марокко, Мозамбик, Непал, Нигерия, Пакистан, Перу, Филиппины, Румыния, Россия, Саудовская Аравия, Сербия, Шри-Ланка, Суринам, Таджикистан, Танзания, Тринидад и Тобаго, Турция, Уганда, Украина, Уругвай, Замбия
2	Бахрейн, Барбадос, Кипр, Чехия, Эстония, Гонконг, Индия, Кения, Литва, Малайзия, Новая Зеландия, Оман, Польша, Португалия, Словакия, Словения, ЮАР, Испания, Таиланд, Тунис, ОАЭ
3	Австралия, Австрия, Бельгия, Канада, Финляндия, Дания, Франция, Германия, Исландия, Ирландия, Израиль, Япония, Люксембург, Нидерланды, Норвегия, Сингапур, Катар, Швеция, Швейцария, Тайвань, Великобритания, США

ЛИТЕРАТУРА

1. *Пересада А.А., Коваленко Ю.М.* Фінансові інвестиції: Підручник. К.:КНЕУ, 2006.
2. *Пересада А.А., Майорова Т.В., Ляхова О.О.* Проектне фінансування: Підручник. К.: КНЕУ, 2005.
3. *Поручник А.М., Антонюк Л.Л.* Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні: Монографія. К.:КНЕУ, 2000.
4. *Вдовиченко А.М.* Функціонування венчурних фондів в Україні // Вісник НБУ. 2009. № 10 (164).
5. *Інформаційно-аналітична довідка до засідання Громадської ради при Держінвестицій «Питання модернізації ринків капіталу в Україні».* Режим доступу: <http://www.in.gov.ua>
6. *Мертенс А.* Венчурные фонды и инвестиции – как это работает // Финансовый директор. 2005. № 1.
7. *Gompers P.* The Venture Capital Revolution / P. Gompers, J. Lerner // Journal of Economic Perspectives. 2001. Vol. 15. Issue 2.
8. *Gompers P.A.* What Drives Venture Capital Fundraising / P. Gompers, J. Lerner // NBER Working Paper. 1998. No. 6906.
9. *Lerner J.* The Government As Venture Capitalist: The Long-Run Impact Of The SBIR Program // NBER Working Paper. 1996. No. 5753.
10. *Kortum S. and Lerner J.* Does Venture Capital Spur Innovation? // NBER Working Paper. 1998. No. 6846.
11. *Данилов А. Д., Вдовиченко А. Н.* Оценка уровня развития инновационной сферы экономики Украины с помощью обобщенного инновационного индекса // Белорусский экономический журнал. 2008. №2.
12. *Lerner J.* Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to Do About It (The Kauffman Foundation Series on Innovation and Entrepreneurship). Princeton University Press, 2009.
13. *Duff A. B.* Harvard's Josh Lerner On Venture Capital And Innovation // Investor's Business Daily. 1999. June 22.
14. *Avnimelech G.* Evolutionary interpretation of venture capital policy in Israel, Germany, UK and Scotland / G. Avnimelech, A. Rosiello, M. Teubal // Science and Public Policy. March 2010. 37(2).
15. *The Global Competitiveness Report 2008–2009* [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.weforum.org/en/initiatives/gcp/Global%20Competitiveness%20Report/index.htm>
16. *Данные Евростата* [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
17. *World Economic Outlook Database for October 2007* [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.imf.org>
18. *Данілов О. Д.* Фінансовий потенціал населення України: теоретичне визначення та оцінка / О. Д. Данілов, А. М. Вдовиченко // Науковий вісник Національного університету ДПС України. 2007. № 3 (38).



Матеріал посту́пил 14.04.2010 г.

□□□□□□□□ □□□□□□□□ □□□□□□□□ □□□□□□□□. □□□□□□□□.
□□□□□□□□ □□□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□ □□□□□□□□. □□□□□□□□.

BSEU Belarus State Economic University. Library.
<http://www.bseu.by> elib@bseu.by