

До Спеціалізованої вченої Ради Д 26.883.01  
ДВНЗ «Університет банківської справи»  
Міністерства освіти і науки України

**ВІДГУК  
ОФІЦІЙНОГО ОПОНЕНТА**

на дисертаційну роботу Пилипенка Бориса Григоровича на тему  
«Венчурний капітал як джерело фінансування інноваційних процесів»,  
продану на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за  
спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

**1. Актуальність теми дослідження**

Актуальність теми дисертаційного дослідження визначається потребою вирішення комплексу завдань, пов'язаних із реалізацією забезпечення прискореного переходу економіки України на інноваційний шлях розвитку та обґрунтуванням додаткових джерел фінансування малих інноваційних підприємств, що забезпечують такий розвиток за рахунок власної активності та мобільності в реалізації пріоритетних науково-дослідних проектів.

Тематика проведеного дисертаційного дослідження є досить складною: з одного боку, відсутнє законодавче забезпечення функціонування венчурного капіталу в Україні. Інноваційні пріоритети національної економіки розпорошені, що спричиняє неможливість концентрації різних структур інноваційного бізнесу на дійсно «проривних» інноваційних процесах в умовах недостатнього рівня їх фінансування, орієнтацію на низькоукладні галузі. З іншого боку, останнє спричиняє відсутність зацікавленості зарубіжних венчурних інвесторів до інноваційних розробок в Україні, які стосуються значною мірою традиційних галузей – аграрної сфери, будівництва, видобувних підприємств.

Тому дисертаційна робота Пилипенка Б.Г., яка присвячена подальшому розвитку наукових положень щодо вирішення проблеми залучення венчурного капіталу в інноваційну сферу економіки України, є вельми актуальною, об'єктивно обумовленою існуючими потребами, що стосуються активізації інноваційної діяльності в Україні.

Дисертаційна робота виконана відповідно до тематики науково-дослідних робіт Університету банківської справи Національного банку України, зокрема, у НДТ «Аналіз та моделювання впливу монетарних режимів на інноваційний розвиток України» (номер державної реєстрації 1110U000077), де досліджено особливості функціонування венчурного капіталу в Україні. У науково-дослідній роботі Черкаського східноєвропейського університету економіки і менеджменту «Наукові засади підвищення життєздатності фінансової системи країни та її складових» (номер державної реєстрації 0114U005422), де на засадах аналізу досвіду венчурного інвестування в країнах світу розроблено кореляційно-регресійну модель, що містить в якості факторних показників

відношення витрат на науково-дослідницькі та дослідно-конструкторські роботи до ВВП, частку трудових ресурсів з вищою освітою та відсоток по інноваційному кредиту, за допомогою якої можна визначити параметри схильності національної економіки до венчурного інвестування, що дозволить визначити способи залучення венчурних інвесторів до фінансування інноваційних проектів в Україні.

## **2. Основні наукові результати, що одержані автором**

В теоретичній частині роботи (розділ 1) уточнено понятійний апарат досліджуваних питань, а саме – сутність венчурного капіталу та результатів його функціонування; перелік суб'єктів ринку венчурного капіталу та їхні функціональні особливості; принципи і пріоритети венчурного фінансування; роль венчурного капіталу серед інших джерел фінансування інноваційних процесів.

До теоретичних здобутків дослідження можна віднести обґрунтовані автором принципи венчурного фінансування інноваційних процесів, уточнення функціональних особливостей учасників венчурного ринку та специфічних проблем ризиковості інвестицій в інноваційні проекти.

В аналітичній частині роботи виконано дослідження щодо світового ринку венчурного капіталу та особливостей венчурного інвестування в Україні.

З аналізу зарубіжного досвіду, виконаного автором, позитивно можна оцінити заходи і висновки щодо необхідності створення сприятливого для венчурного капіталу інвестиційного клімату, а саме – пропозиції автора стосовно встановлення системи пільг для венчурних інвесторів та венчурних компаній на національному ринку, якщо вони реально інвестують в інноваційні процеси.

Вельми корисними є наведені авторські моделі оцінювання системного ризику щодо розвитку венчурного інвестування в Україні та прогнозування потреби у венчурних інвестиціях.

Заслугує на увагу також запропонований дисертантом методичний підхід щодо розрахунку ефективності венчурного інвестування.

**Наукова новизна результатів** дисертаційної роботи полягає у наступному:

*удосконалено:*

— визначення поняття «венчурний капітал», яке поєднує у взаємодії фінансовий та інтелектуальний капітал. Обґрунтовано, що венчурний капітал лише тоді можна вважати джерелом фінансування інноваційних процесів, коли він перетворюється у венчурні інвестиції, тобто переходить у стадію функціонування. На відміну від існуючих, це авторське визначення є комплексним та фокусується на капіталотворчій функції венчурного капіталу, що реалізується через механізм якісного розвитку вже існуючого пайового капіталу інвестиційних компаній, який спрямовується на фінансування малих та середніх інноваційних підприємств з метою прискорення комерціалізації інновацій та зростання їх вартості;

— механізм визначення параметрів схильності національної економіки до венчурного інвестування, що ґрунтується на використанні розробленої кореляційно-регресійної моделі впливу прямих ознак ефективного функціонування венчурного капіталу на макроекономічну ситуацію країни, в якій враховані такі фактори, як витрати на НДДКР (сукупні державні та приватні витрати на НДДКР комплексно характеризують ставлення всіх суб'єктів господарювання до розвитку науки і техніки); рівень освіти населення (частка населення з вищою освітою розглядається як фактор впливу інтелектуального капіталу, що є важливою складовою венчурного капіталу); відсотки за інноваційний кредит (середнє значення ставки кредитування характеризує доступність грошових ресурсів для інноваційних підприємств – потенційних реципієнтів венчурних інвестицій);

— методичний підхід до розрахунку ефективності венчурного інвестування інноваційних проектів, що ґрунтується на аналізі вартості частки інвестора в інноваційному проекті, методах DCF, ROV та дискретного фінансування з використанням показників чистої поточної вартості, внутрішньої ставки прибутковості, середньозваженої вартості капіталу, який ураховує фактор їх довгостроковості, обумовленій необхідністю доведення інноваційної ідеї через етапи наукових досліджень до практичного впровадження та використовує методи економіко-математичного моделювання (модель Блек-Шоулза та біноміальну модель для розрахунків ефективності проектів венчурного інвестування);

*дістали подальшого розвитку:*

— механізми стимулювання залучення венчурного капіталу до інноваційних процесів вітчизняної економіки, а саме – до фінансування інноваційних малих підприємств, наслідком чого є розроблення нових продуктів або технологій, матеріалів, освоєння нових ринків та інформаційно-комунікаційних і управлінських технологій, інших високотехнологічних послуг, що є реалізацією функції інтелектуального капіталу, яка покладена в основу технологічних змін у структурі економіки. Механізми стимулювання мають реалізовуватись через заходи державного регулювання (сприяння створенню інноваційної інфраструктури) та шляхом стимулювання розміщення надлишкових коштів індивідуальних венчурних інвесторів у «неформальному секторі» ринку венчурного капіталу компаній, що працюють на зарубіжних фінансових ринках, и це дозволяє активізувати інноваційні процеси у високотехнологічній сфері малого інноваційного бізнесу;

— теоретичні засади функціонування ринку венчурного капіталу, - зокрема, уточнено його учасників. Обґрунтовано, що *суб'єктами* ринку венчурного капіталу є: 1) венчурні інвестори (інституціональні, представлені приватними та державними інвестиційними та страховими компаніями, фондами розвитку, недержавними пенсійними фондами тощо, та індивідуальні інвестори (домогосподарства), які через компанії венчурного бізнесу (венчурні компанії) інвестують власні кошти у венчурні фонди, які витрачають їх на розвиток інноваційних підприємств чи фінансування ризикових інноваційних проектів;

2) компанії венчурного капіталу (венчурні компанії) – компанії з управління коштами інвесторів, що розміщують їх в різні інноваційні проекти чи інноваційні компанії високотехнологічного бізнесу, які мають великі перспективи для економічного зростання, а відповідно й підвищення рівня капіталізації. Діяльність венчурних компаній відбувається по схемі: збір коштів інвесторів – пошук відповідних компаній і інвестиції в них – формування доданої вартості в компанії – вихід з компанії і повернення грошей інвесторам;

3) інноваційні підприємства (реципієнти ризикового капіталу) – малі та середні високотехнологічні підприємства пріоритетних сфер діяльності, які мають високий потенціал розвитку та фінансуються венчурним капіталом;

— методологічний підхід до податкової мотивації активізації інвестиційної діяльності в пріоритетних сферах інноваційної діяльності в цілому та венчурного інвестування зокрема, а саме - систематизовано податкові заходи, спрямовані на стимулювання розвитку науки та інноваційної діяльності, які можна поділити на заходи горизонтального впливу, що забезпечують створення сприятливого інноваційного клімату в компанії, та диференційовані заходи, покликані стимулювати інноваційні процеси в пріоритетних галузях або виробництвах.

### **3. Теоретичне значення і практична цінність отриманих результатів дослідження**

Наукові висновки, що містяться в дисертаційній роботі, доведені до рівня конкретних пропозицій і рекомендацій щодо визначення схильності вітчизняного бізнесу до високоризикових інвестицій в інноваційній сфері та обґрунтування заходів державної політики щодо мотивації ризикових інвестицій.

Результати дослідження використано Національним інститутом стратегічних досліджень при Президенті України при підготовці наукових доповідей та аналітичних записок щодо інноваційного розвитку економіки (довідка від 20 листопада 2015 р. № 293/1181).

Методичні підходи щодо дослідження ефективності венчурного фінансування з метою оптимізації витрат використано ТОВ "Сіпіджі Асест Менеджмент" (довідка від 4 лютого 2013 року №12/2). Рекомендовані автором підходи щодо визначення функцій учасників ринку венчурного капіталу та напрямів їх діяльності при репрофілюванні діяльності компанії на інноваційну використано ТОВ "Фінансова інвестиційна компанія "Амантіс" (довідка від 19 травня 2015 року №8/12/1).

Теоретичні засади функціонування венчурного капіталу, методи аналізу ефективності венчурного бізнесу, особливості функціонування венчурних компаній в Україні використано у навчальному процесі Університету сучасних знань (довідка від 8 квітня 2015 року № 23-1) при методичному забезпеченні викладання дисципліни «Інноваційний розвиток підприємств» та «Фінансове посередництво».

#### **4. Ступінь обґрунтованості і достовірності наукових положень і висновків, що містяться в дисертації**

Результати, висновки і рекомендації дисертаційної роботи Пилипенка Б.Г. є обґрунтованими і достовірними, тому що отримані в результаті аналізу широкого кола вітчизняних та зарубіжних спеціальних літературних джерел й аналітичних звітів, а саме: законодавчі і нормативно-правові акти України та інших країн світу, міждержавних організацій з питань розвитку венчурного інвестування, монографії, наукові статті, наукові доповіді та аналітичні записки провідних вітчизняних та іноземних фахівців; вітчизняна та зарубіжна офіційна статистична звітність, зокрема – матеріали Державної служби статистики України, аналітичні огляди і звіти міжнародних фінансових і консалтингових компаній, Європейської Асоціації венчурного бізнесу.

Теоретичними дослідженнями та критичним аналізом значного обсягу наукових праць провідних вчених світу та України, а також використанням законодавчих і нормативних документів стосовно проблеми дослідження, а саме:

аналізом сучасного стану інноваційних процесів та тенденцій розвитку венчурного інвестування;

використанням інформаційно-статистичної бази щодо венчурного фінансування за тривалий період часу;

публікацією і апробацією наукових положень, висновків і рекомендацій дисертації у наукових виданнях та практичним впровадженням у сферу венчурного інвестування та навчальний процес.

Обґрунтованість та достовірність одержаних результатів обумовлює також використання наукових методів дослідження: логічного узагальнення, системно-структурного аналізу, аналізу та синтезу, порівняльного та статистичного аналізу, економіко-математичного моделювання та прогнозування. Достовірність отриманих результатів підтверджується їх апробацією на міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференціях і семінарах, висвітленням у публікаціях автора у наукових фахових виданнях.

#### **5. Відповідність дисертації встановленим вимогам**

Повнота викладу результатів дослідження знайшла своє відображення в опублікованих наукових працях. Основні наукові ідеї, положення, розробки і практичні результати дисертації опубліковані в 15 наукових працях, із них 9 - у фахових наукових виданнях, з яких 2 публікації – у журналах, що внесені до міжнародних наукометричних баз та 1 публікація – в періодичному виданні Болгарії. Загальний обсяг публікацій складає 7,4 ум.-друк. арк., з яких особисто автору належить 5,3 ум.-друк. арк. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновку, списку використаних літературних джерел із 246 найменувань і додатків. Основний текст роботи включає 37 таблиць, з яких 3

займають повні сторінки та 35 рисунків, з яких 3 займають окремі повні сторінки.

Стиль викладення матеріалу дисертації якісний і послідовний, текст її є логічним.

Автореферат відображає основний зміст дисертації повною мірою. Оформлення дисертації та автореферату відповідає необхідним вимогам до дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата наук.

### **6.Недоліки та дискусійні положення**

Незважаючи на вирішення складного наукового завдання, в дисертаційній роботі є низка недоліків та дискусійних моментів, а саме:

1. Розкриваючи сутність учасників ринку венчурного капіталу (п.1.2), автор зосередився лише на суб'єктах цього ринку. Втім, в авторефераті при визначенні елементів наукової новизни (с.5 перший абзац) знайшли визначення також об'єкти ринку венчурного капіталу, які в основному тексті дисертації відсутні. На наш погляд, об'єкти венчурного ринку також належать до складу його учасників, тому цей важливий момент потребує свого пояснення.

2. Потребують додаткового обґрунтування наведені автором середні значення очікуваної прибутковості залежно від напряму інвестування (венчурні програми – 30%, нова продукція – 30%, розширення функціонуючого бізнесу – 15%, традиційна технологія – 10% тощо, с.26). Не зрозуміло, чи це результати дослідження автора, чи в основі наведених цифрових значень – інше джерело інформації.

3. При аналізі світового ринку венчурного капіталу використано цифровий матеріал, що обмежується даними за 2011 рік (табл. 2.5, рис. 2.2, 2.3).

4. За логікою дослідження, п.3.3 «Прогнозування розвитку венчурного інвестування та його впливу на інноваційні процеси» слід було би наводити в розділі 2, а розділ 3 присвятити вдосконаленню розвитку венчурного інвестування в Україні. Втім, це зауваження носить скоріше рекомендаційний характер.

5. Висновки за результатами дослідження подано дещо узагальнено, що обмежує доведення до широкого наукового загалу результатів дослідження.

Не зважаючи на вказані зауваження, дисертаційну роботу здобувача Пилипенка Б.Г. можна охарактеризувати як закінчену наукову працю, у якій вирішується важливе науково-прикладне завдання – обґрунтування теоретико-методологічних засад та розробка науково-практичних рекомендацій щодо становлення та розвитку венчурного капіталу як джерела фінансування інноваційних процесів

### **7. Загальний висновок і оцінка дисертації**

Дисертаційна робота Пилипенка Б.Г. є завершеною науковою працею на актуальну тему, в якій на основі виконаних автором досліджень сформовані та обґрунтовані власні наукові положення, висновки та рекомендації. На підставі викладеного вище можна зробити загальний висновок про те, що подане до захисту дисертаційне дослідження на тему: «Венчурний капітал як джерело фінансування інноваційних процесів», відповідає вимогам пп. 9, 11, 13, 14 «Порядку присудження наукових ступенів і присвоєння вченого звання старшого наукового співробітника», затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 24 липня 2013 року № 567, а його автор Пилипенко Борис Григорович заслуговує на присудження йому наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

#### **Офіційний опонент:**

**Провідний науковий співробітник  
ГО «Інститут економічних досліджень  
та політичних консультацій»,  
кандидат економічних наук,  
старший науковий співробітник**

**Красовська О.В.**

**Підпис О.В. Красовської  
засвідчую  
Академічний директор  
ГО «Інститут економічних досліджень  
та політичних консультацій»**



**Мовчан В.М.**