

РЕЄСТРАЦІЙНА ФОРМА

№	Назва поля	Вміст поля
1.	Назва роботи	Магістерська робота
2.	УДК	УДК 330.341.2:336.763.2(4)
3.	Автор (ПІБ)	Гудзь Олексій Васильович
4.	Дата захисту (рік, місяць, день)	05.12.2021р.
5.	Факультет (ІНІ)	Економічний
6.	Кафедра (цифр, назва)	11.07 Кафедра фінансів
7.	Спеціальність	Фінанси банківська справа та страхування
8.	Спеціалізація	
9.	Програма підготовки	Фінанси і кредит
10.	Форма навчання	денна
11.	Магістерська програма	Корпоративні фінанси
12.	Тема випускної магістерської роботи	Венчурний капітал як джерело фінансування інноваційних процесів
13.	Керівник (ПІБ, науковий ступінь, вчене звання)	Давиденко Надія Миколаївна
14.	Консультант	
15.	Ключові слова (до 10 слів)	венчурний капітал, венчурне підприємство, венчурні проекти, венчурне фінансування
16.	Анотація (до 300 символів)	В першому розділі магістерської роботи розкриті теоретичні основи венчурних інвестицій. В другому розділі виконана оцінка впливу венчурного інвестування на інноваційні процеси в економіці України. В третьому розділі магістерської роботи визначено шляхи удосконалення розвитку венчурного інвестування в Україні.

Керівник магістерської роботи

Давиденко Н.М.

(підпис)

(ПІБ)

НУБІП України

НУБІП України

НУБІП України

МАГІСТЕРСЬКА КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА

11.07 - МР. 1739 «С» 2020.11.12. 004. ПЗ

ГУДЗЬ ОЛЕКСІЙ ВАСИЛЬОВИЧ

2021 р.

НУБІП України

НУБІП України

НУБІП України

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
 НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ БІОРЕСУРСІВ
 І ПРИРОДОКОРИСТУВАННЯ УКРАЇНИ

Економічний факультет

ДУПУСКАЄТЬСЯ ДО ЗАХИСТУ
 Завідувач кафедри фінансів

Давиденко Н.М.

(підпис)

2021 р.

МАГІСТЕРСЬКА КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА

на тему
 «Венчурний капітал як джерело фінансування інноваційних процесів»

Спеціальність (напрямок підготовки) 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

(код і назва)

Гарант освітньої програми
 д.е.н., професор

Худолій Л.М.

(підпис)

(ПІБ)

Давиденко Н.М.
 (ПІБ)

Керівник магістерської роботи
 д.е.н., професор
 (науковий ступінь та вчене звання)

(підпис)

Виконав

Гудзь О.В.

(підпис)

(ПІБ студента)

Київ – 2021

НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ БІОРЕСУРСІВ
І ПРИРОДОКОРИСТУВАННЯ УКРАЇНИ
Економічний факультет

ЗАТВЕРДЖУЮ

Завідувач кафедри фінансів

д.е.н., проф. О. Давиденко Н.М.
(науковий ступінь, вчене звання) (підпис) (ІНБ)

2020 р.

ЗАВДАННЯ

на виконання магістерської кваліфікаційної роботи студенту

Гудзю Олексію Васильовичу

(прізвище, ім'я, по-батькові)

Спеціальність (напрямок підготовки) 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

(код і назва)

Тема випускної магістерської роботи: «Венчурний капітал як джерело фінансування інноваційних процесів»

Затверджена наказом ректора НУБіП України від 12 лютого 2020 р. № 1739 "С"

Термін подання завершеної роботи на кафедру 2021.11.15

(рік, місяць, число)

Вихідні дані до випускної магістерської роботи:

наукові дослідження та розробки вітчизняних й іноземних вчених, статистичні дані

Перелік питань, що підлягають дослідженню:

1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ІСНУВАННЯ ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ
2. ОЦІНКА ВПЛИВУ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ НА ІННОВАЦІЙНІ ПРОЦЕСИ В ЕКОНОМІЦІ
3. ВДОСКОНАЛЕННЯ РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ

Дата видачі завдання «15» лютого 2021 р.

Керівник випускної
магістерської роботи
Завдання прийняв до
виконання

(підпис)

(підпис)

Давиденко Н.М.
(прізвище та ініціали)

Гудзь О.В.

(прізвище та ініціали студента)

РЕФЕРАТ

Магістерська робота на тему «**Венчурний капітал як джерело фінансування інноваційних процесів**» викладена на 106 сторінках комп'ютерного тексту, містить 21 таблицю, 11 рисунків. Для написання магістерської роботи було використано 73 літературних джерела.

Метою магістерської роботи є розробка методичних засад і практичних рекомендацій, які могли б забезпечити швидкий та стабільний розвиток ринку венчурних інвестицій в інноваційні об'єкти в Україні, використовуючи досвід Євросоюзу з урахуванням особливостей інвестиційної діяльності України.

Об'єктом магістерської роботи є процес розвитку ринку венчурного капіталу України в порівнянні із розвитком ринку Євросоюзу, та формування ефективних методів його вдосконалення, для забезпечення стабільного економічного росту країни загалом.

Предметом магістерської роботи було визначено теоретичні, методичні та організаційні засади функціонування та розвитку ринку венчурного інвестування України і ЄС.

Методи дослідження. В ході написання цієї наукової роботи було використано загальнонаукові та спеціальні методи, такі як: методи аналізу, синтезу, дедукції, індукції, що були використані для формування теоретичних основ сутності венчурного капіталу; для дослідження загальних тенденцій та стану ринків венчурного капіталу Євросоюзу та України; а також графічні методи для наочного представлення результатів досліджень у вигляді графіків, таблиць та рисунків.

Інформаційно-теоретичну базу даної роботи є наукові дослідження та розробки вітчизняних й іноземних вчених, статистичні дані.

В першому розділі магістерської роботи розкриті теоретичні основи венчурних інвестицій. В другому розділі виконана оцінка впливу венчурного інвестування на інноваційні процеси в економіці України. В третьому розділі магістерської роботи визначено шляхи удосконалення розвитку венчурного інвестування в Україні.

Ключові слова: венчурний капітал, венчурне підприємство, венчурні проекти, венчурне фінансування.

НУБІП України

ЗМІСТ

ВСТУП.....5

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ІСНУВАННЯ ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ.....8

1.1. Сутність венчурного капіталу, його особливості та функції.....8

1.2. Джерела і принципи венчурного фінансування.....18

1.3. Методичні засади оцінки венчурних проєктів.....25

РОЗДІЛ II. ОЦІНКА ВПЛИВУ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ НА ІННОВАЦІЙНІ ПРОЦЕСИ В ЕКОНОМІЦІ.....36

2.1. Світовий ринок венчурного капіталу.....36

2.2. Аналіз становлення венчурного підприємства.....46

2.3. Особливості венчурного інвестування в Україні.....53

РОЗДІЛ III. ВДОСКОНАЛЕННЯ РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ.....71

3.1. Оцінка системного ризику щодо розвитку венчурного інвестування в Україні.....71

3.2. Удосконалення інституційного середовища та державного регулювання венчурного інвестування.....79

3.3. Податкове стимулювання розвитку венчурного інвестування в Україні..87

ВИСНОВКИ.....95

СПИСОК ЛІТЕРАТУРНИХ ДЖЕРЕЛ.....99

НУБІП України

ВСТУП

Інноваційна діяльність завжди була основою технологічного прогресу суспільства, а рівень технологічного розвитку є одним із основних механізмів та оцінки економічного росту й ефективності економіки держави. Бо саме розвиток технологій дозволяє постійно проводити оптимізацію процесу виробництва.

Сьогодні ж можна спостерігати світову тенденцію до автоматизації виробництва, відома також іще як Четверта технологічна революція (Industry 4.0). Саме зараз, відбувається сильний підйом у кількості нових стартапів, проєктів тощо. І країни з розвинутою економікою приділяють їм особливу увагу.

Світовий досвід показує, що стабільний потік вкладень та трансфертів у нові технології отримують значні переваги у стабільному економічному підйомі економіки країни.

Виходячи з цього дослідження природи венчурного капіталу як бази інвестування в інноваційні проєкти є гостро актуальним. Особливо для України як країни, що розвивається, переживає глибоку і тривалу стагнацію, і питання залучення інвестицій з-за кордону є основоположним для виходу з цього стану.

Основними об'єктами, куди спрямовується венчурний капітал є розвиток високотехнологічних, високо ризикованих, нових галузей, що формує певну специфіку його функціонування. Це потребує детального вивчення, що забезпечить повне розуміння природи венчурного капіталу і дозволить правильно і ефективно ним оперувати.

Метою магістерської роботи є розробка методичних засад і практичних рекомендацій, які могли б забезпечити швидкий та стабільний розвиток ринку венчурних інвестицій в інноваційні об'єкти в Україні, використовуючи досвід Євросоюзу з урахуванням особливостей інвестиційної діяльності України.

Завданнями було визначено:

НУБІП УКРАЇНИ

- Дослідження сутності й природи існування феномену «венчурний капітал»;

- Вивчення принципів функціонування венчурного капіталу;

- Порівняння венчурного капіталу із альтернативними джерелами

інвестування;

НУБІП УКРАЇНИ

- Обґрунтування методологічних основ оцінки ефективності вкладення венчурного капіталу;

- Дослідження ринків венчурного капіталу Європейського союзу та

України. Визначення їх тенденцій розвитку, ефективності венчурного інвестування та їх порівняння;

НУБІП УКРАЇНИ

- Розробка рекомендацій щодо удосконалення функціонування українського ринку венчурного капіталу, зокрема інституційного середовища

та державного регулювання.

НУБІП УКРАЇНИ

Предметом магістерської роботи було визначено теоретичні, методичні та організаційні засади функціонування та розвитку ринку венчурного інвестування України і ЄС.

Об'єктом магістерської роботи є процес розвитку ринку венчурного капіталу України в порівнянні із розвитком ринку Євросоюзу, та формування ефективних методів його вдосконалення, для забезпечення стабільного економічного росту країни загалом.

НУБІП УКРАЇНИ

Методи дослідження. В ході написання цієї наукової роботи було використано загальнонаукові та спеціальні методи, такі як: методи аналізу,

НУБІП УКРАЇНИ

синтезу, дедукції, індукції, що були використані для формування теоретичних основ сутності венчурного капіталу; для дослідження загальних тенденцій та стану ринків венчурного капіталу Євросоюзу та України; а також графічні методи для наочного представлення результатів досліджень у вигляді графіків, таблиць та рисунків.

НУБІП УКРАЇНИ

Інформаційно-теоретичну базу даної роботи є наукові дослідження та розробки вітчизняних й іноземних вчених, статистичні дані.

НУБІП УКРАЇНИ

Практичне значення отриманих результатів полягає в можливості їх використання суб'єктами господарювання та органів державної влади в процесі розробки стратегічних рішень щодо забезпечення росту інвестиційної привабливості України та українських інноваційних проєктів, а також в довгостроковій перспективі стабільного економічного росту України.

НУБІП УКРАЇНИ

НУБІП УКРАЇНИ

НУБІП УКРАЇНИ

НУБІП УКРАЇНИ

НУБІП УКРАЇНИ

НУБІП УКРАЇНИ

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ІСНУВАННЯ ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ

1.1. Сутність венчурного капіталу, його особливості та функції

Венчурний капітал є складовою більш широкого поняття «приватний акціонерний капітал» (private equity). І якщо останнє вперше почало з'являтися, ще у 19 столітті, то венчурний капітал як окрема гілка почав розвиватись тільки в період після Другої Світової Війни.

Джорджа Доріота, професора Гарвардської школи бізнесу, називають «батьком венчурного капіталу». У 1946 році він разом з Ральфом Фландрієм, Мерріллом Грісволдом і Карлом Комптоном заснував Американську корпорацію з досліджень та розробок (ARD) з фондом у розмірі 3,5 млн. USD для інвестування у компанії, що комерціалізують розробки і винаходи, створені під час Другої Світової Війни. ARD була першою компанією, що інвестувала у технологію рентгенівських досліджень для лікування раку. [1]

Визначення поняттю «венчурний капітал» дали багато авторів. Проте через те, що різні асоціації, центральні банки та науковці мають кожен власний підхід, залежно від того, де вони оперують, дати одного конкретного визначення не можливо. (табл. 1.1.)

Наприклад, «європейський» концепт пропонує розділити приватний акціонерний капітал і венчурний капітал, в залежності від життєвого циклу компанії. Тобто венчурний капітал вноситься для започаткування стартапу, або на ранніх періодах діяльності бізнесу. В протилегу «американському» визначенню «європейське» не охоплює фазу розширення бізнесу, розглядаючи її як частину венчурного інвестування, проте більш автономну.

[2]

В свою ж чергу, Американська асоціація венчурного капіталу розглядає венчурний капітал не лише на етапі зародження компанії а на всіх етапах життєвого циклу, окрім Зрілості (Ідеї, Розвитку та Росту) старт-апу. [3]

Таблиця 1.1

Визначення поняттю «венчурний капітал»

Автор	Визначення
Європейська асоціація венчурного капіталу (EVCA)	Це підмножина акціонерного капіталу, що відноситься до капітальних інвестицій з ціллю розпочати бізнес, розвинути його на ранніх стадіях, розширити. [4]
Національна асоціація венчурного капіталу (NVCA, США)	Це довгострокові ризикові інвестиції, що покликані створити, розвинути і підтримати найбільш інноваційні та перспективні компанії. [3]
Джеймс Чен	Це форма приватного акціонерного капіталу і тип фінансування інвесторами старт-апів та дрібних компаній, що мають довгостроковий потенціал росту. [1]
В.Ф. Савченко, Д.В. Шатирко	Це акціонерний капітал, що представляє собою комбінацію фінансових, людських та інтелектуальних ресурсів, орієнтований на отримання надприбутків у результаті швидкого зростання інвестованої (інноваційної) компанії, що характеризується високим ступенем ризику. [5]

Джерело: згруповано Автором.

Щодо України, українським законодавством досі не визначено і не передбачено існування венчурного капіталу, інвестицій і фондів, що показує про відсутність належного законодавчого регулювання цієї сфери. Проте досить багато вчених, як вітчизняних, так і зарубіжних досліджували феномен венчурного капіталу. Та станом на написання цієї роботи Уряд України відкрив дискусію про законодавче регулювання та узаконення однієї із актуальних форм такого капіталу, криптовалюти.

Підсумовуючи вищевведені визначення поняттю венчурного капіталу можна сказати, що капітал може набувати різних форм, а в умовах орієнтованого на інновації розвитку економіки як глобальної, так і національної, він є венчурним капіталом. Який, в свою чергу, являє собою інноваційно-орієнтовану довгострокову форму його функціонування, що характеризується надвисоким рівнем ризиків та співвідношенням ризику до

прибутку – це співвідношення, що показує наскільки потенційний прибуток вищий за потенційний збиток за умови реалізації ризику. [6]

І саме ризиковість як одна із основних характеристик венчурного капіталу стає бар'єром розвитку об'єкту венчурного капіталу, тобто проекту,

інновації, стартапу. Це пояснюється тим, що інституціональні кредитори здебільшого не бажають брати на себе надмірний ризик до певної міри, або взагалі. Тому досить важливу роль відіграє саме держава. Урядом

створюються програми, що фінансують венчурні проекти з державного бюджету. Таким чином венчурний капітал стає суспільним капіталом. Так як

формується він і перерозподіляється саме за активної участі держави. Але слід також зазначити, що високий ризик не є самоціллю венчурного інвестування.

Такий ризик знаходиться у прямій залежності від кінцевого результату, не залежно від того в економічній формі, реальній, інтелектуальній чи суспільній. [6, 7]

Тому не менш важливою особливістю венчурного капіталу є його інноваційна орієнтованість.

Для реалізації потенціалу венчурного капіталу важливим є не тільки сам результат інноваційної діяльності, а ще й фінансовий результат, що такий

результат принесе. А прибуток від венчурного інвестування напряму залежить від унікальності продукту і рівня попиту на нього. Тому пріоритетними

галузями для венчурного капіталу є ті, які мають великий ринок збуту і експортний потенціал.

Й. Шумпетер відзначав, що результатом венчурного інвестування може бути не тільки інноваційний продукт, а й інновації технології виробництва та

його організації, суспільні інновації [8]. Виробничі, організаційні й суспільні вважаються інноваціями із внутрішніх підприємницьких областей, які, за

умови їх успішності, можуть бути виведені на зовнішні ринки. Тобто, наприклад, новий метод виготовлення продукції є такою ж інновацією, як і

сам новий продукт. [7]

В свою чергу професор К. Кристенсен розділив інновації на 2 види. «вибухові» та поліпшуючі. Під «вибуховими» маються на увазі ті інновації, що стають основою змін цілих секторів економіки, індустрій. А поліпшуючі – це ті інновації, що вдосконалюють вже існуючі процеси та продукти і не спричиняють стрибків у розвитку промисловості. [9]

Дослідження вищевказаного професора показують, що малі інноваційні компанії, що розробили у свій час вибухові інновації, згодом змогли зайняти вагомий сегмент ринку, або створити свій власний ринок. [7] Прикладом можуть слугувати такі компанії як Google, Apple, Intel тощо. Ці компанії в кінці 90-х років минулого століття та на початку цього століття розробили, запровадили та розповсюдили свої інновації в секторі інформаційних технологій. А у другій декаді 21 століття стали незаперечними лідерами ринку. Проте слід зауважити, що таких компаній одиниці, а переважна більшість зазнають невдач на різних стадіях реалізації проектів. Це повертає нас до питання ризиковості венчурного капіталу.

Наступною особливістю венчурного капіталу є поєднання фінансових та інтелектуальних ресурсів. На думку Є. В. Чернева саме інтелектуальний капітал людини формує основу ринку венчурного капіталу та інвестицій. І саме через це венчурний капітал був названий “smart money” (в перекладі з англійської «розумні гроші»). [7]

Раніше було підкреслено, що переважна більшість інноваційних компаній та проектів зазнають невдач та збитків. За даними Startup Genome Report близько 92% вже запущених проектів зазнають краху, половина закриваються у перші 5 років існування [10]. Пов'язано це не тільки із ризиком того, що інновація не буде до кінця розроблена, і попит на неї буде покривати первинні вкладення, а ще й через незадовільну маркетингову програму, а що ще важливіше склад команди проекту є несумісним. За даними вищенаведеного ресурсу, близько 40% проектів провалюються саме через цю причину. І найбільша проблема формування команди стартапу чи проекту, що

неможливо заздалегідь сказати, чи буде вона в певному складі працювати ефективно.

Тому у власника венчурного капіталу зміщується фокус з фінансового аспекту також на менторську та інфраструктурну підтримку проекту, що виконується в обмін на частку в капіталі компанії.

Венчурний капітал слід розглядати як синергію фінансового та інтелектуального капіталів, що мають ефект на ділову активність суб'єктів господарювання, шляхом розвитку в них інноваційної діяльності. Це дає підґрунтя сприймати венчурний капітал як особливу форму впливу на інноваційне економічне зростання і доповнення різних господарських систем інноваційним розвитком, ефективного структурного оновлення економіки.

Досить важливою характеристикою венчурного капіталу є часові рамки.

За SMART методом постановки цілей, будь-який проект має свій етап зародження та реалізації, навіть якщо після останнього етапу він продовжує своє існування. Як правило, в середньому такий період не перевищує 7 років. Після реалізації проекту інвестиції повертаються шляхом продажу компанії або виходу її акцій на ринок IPO (з англ. – первинна публічна пропозиція).

І останньою характеристикою венчурного капіталу є його орієнтованість не на отримання процентів або дивідендів, а на направленість на зростання ринкової капіталізації компанії. [7]

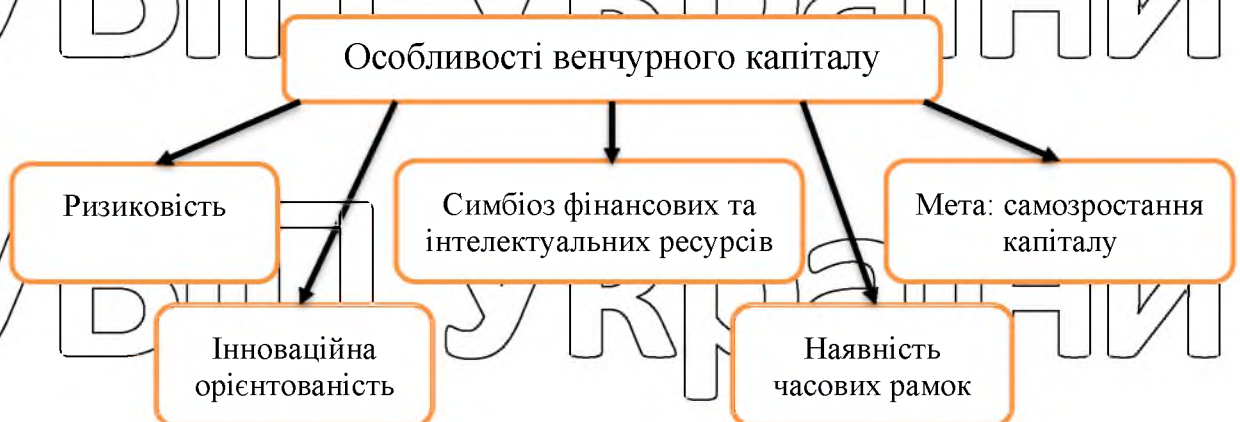


Рис. 1.1. Особливості венчурного капіталу

Джерело: створено Автором.

Підсумовуючи всі вищенаведені факти можна виокремити наступні особливості венчурного капіталу, що пояснюють його сутність (рис. 1.1)

Слід зазначити, віддаючи належне науковцям, що досліджують феномен венчурного капіталу, що питання функцій венчурного капіталу і його ролі в інноваційному процесі розвитку національної й глобальної економіки не вирішене на достатньому рівні та потребує подальших досліджень.

Раніше згадані В. Савченко і Д. Шатирко у своїй роботі визначають венчурний капітал як особливий ресурс, що виконує роль особливого інвестиційного чинника, спонукаючи економіку до науково-технічної та інноваційної діяльності в процесі суспільного відтворення [11]

М. Ільїна відзначає, що основна роль венчурного капіталу – це забезпечення на початкових етапах інноваційного процесу взаємодії суб'єктів цього процесу. Важливою особливістю венчурного капіталу є нівелювання розривів між з одного боку власними та державними коштами, а з другого – джерелами реального сектору економіки. [12]

Згідно досліджень С. Мятя, значення венчурного капіталу полягає в наступному:

1. Акумуляція фінансових ресурсів фізичних і юридичних осіб. По-перше, це дає можливість залучити фінансові ресурси в науковій галузі. А по-друге – вилучити частину фінансових ресурсів з товарного і грошового ринку, зменшивши тим самим тиск на них, що допомагає стабілізувати національну валюту.

2. Рівень прибутковості венчурного капіталу вищий, ніж в середньому в економіці. Це дозволяє активніше залучати іноземний та національний капітал.

3. Суб'єкти венчурного капіталу беруть участь у формуванні доходів бюджету за рахунок податків від венчурної діяльності і частки вартості компанії, що належить державі.

4. Венчурний механізм на ряду з бюджетним виступає ще одним механізмом перерозподілу ресурсів в економіці завдяки таким перевагам як

НУВБІП УКРАЇНИ

оперативність, брак лобіювання, суб'єктивним підходам у розподілі фінансових та інших ресурсів. [13]

Проте ряд дослідників вважають, що роль венчурного капіталу в економіці визначається його функціями, а вони в свою чергу визначаються

НУВБІП УКРАЇНИ

його специфікою).
Акумуляторна функція. Державні та приватні фінансові ресурси акумулюються як для створення інноваційних технологій і продуктів, так і для отримання високих прибутків.

Інноваційна функція. Сприяє розвитку економіки завдяки інноваційним впровадженням, є фактором її інноваційної трансформації, а також активізації ділової активності.

НУВБІП УКРАЇНИ

Інкубація інноваційного підприємництва. Відбувається це шляхом комерціалізації результатів науково-технічної діяльності. Ця функція вирішує

низку проблем: розвиток малого підприємництва, інтеграція науки у капіталістичні реалії.

НУВБІП УКРАЇНИ

Інвестиційна функція. Венчурний капітал призначений для інвестування в нові високотехнологічні інноваційні компанії, що сприяє їх становленню і розвитку. Метою венчурного інвестування є отримання прибутку у вигляді

зростання вкладеного капіталу.

НУВБІП УКРАЇНИ

Стабілізаційна функція. Венчурний капітал має на меті фінансування діяльність інноваційних компаній, що не мають доступу до інших форм інвестиційних ресурсів у зв'язку з надмірним рівнем ризику. Він є стабілізуючим фактором економічного середовища компанії.

Трансформаційна функція. Вона пов'язана зі здатністю венчурного капіталу трансформувати економіку шляхом розробки наукомістких продуктів, послуг, технологій.

НУВБІП УКРАЇНИ

Мотиваційна функція. Підвищення конкурентоспроможності та отримання надвисоких прибутків мотивує компанії займатись венчурною діяльністю.

НУВБІП УКРАЇНИ

Соціальна функція. Венчурний капітал сприяє створенню нових робочих місць, а також створенню продуктів і послуг, що підвищують рівень життя населення.

Глобалізаційна функція. Венчурна діяльність спонукає венчурний капітал рухатись не тільки в межах національної економіки, а й глобальної, що сприяє прискоренню глобалізаційних процесів. [14]

Зражевець Є. В. при дослідженні сутності венчурного капіталу розділив його на структурні елементи, завдяки синтезу наукових підходів, а також зміг їх охарактеризувати (рис. 1.2.).

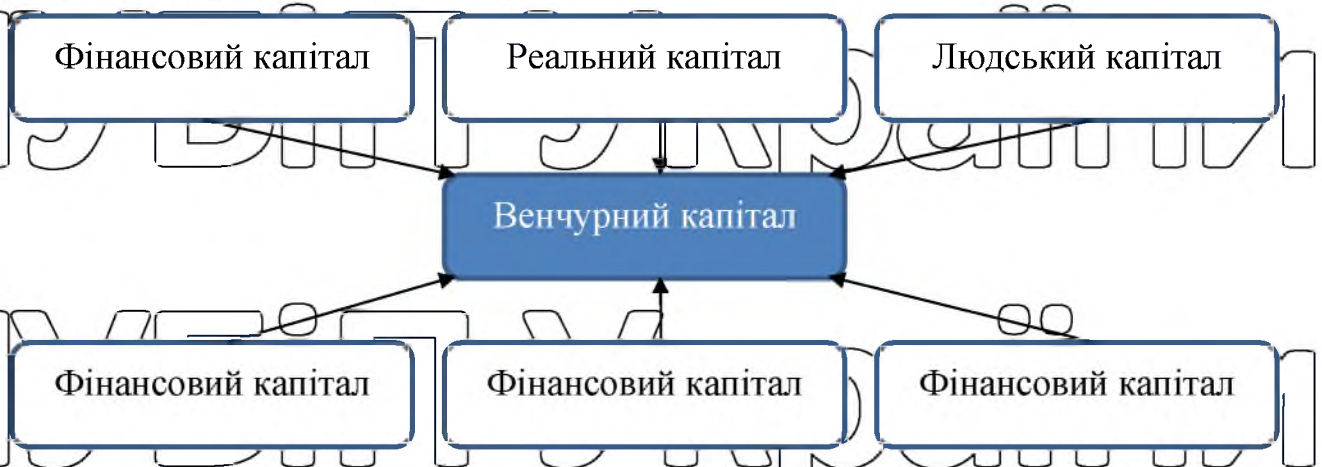


Рис. 1.2. Структурні елементи венчурного капіталу

Джерело: складено Автором на основі [6]

До переліку елементів, що складають венчурний капітал науковець відніс:

1) **Фінансовий капітал.** Він є одним із фундаментальних структурних елементів венчурного капіталу. Його складають усі грошові кошти (власні, запучені, фінансові деривативи), які спрямовуються до венчурної компанії. Ця складова має певні властивості. По-перше, фінансування проводиться на умовах безоплатності, тобто без комісій та процентів за користування наданими грошовими коштами, а також без гарантії повернення. По-друге, фінансовий капітал орієнтований на довгострокове поетапне фінансування,

тобто фінансування здійснюється в залежності від життєвого циклу проекту. І останнє: інвестор сфокусований на приріст капіталу.

2) Реальний капітал. Являє собою основні засоби венчурного інвестора різного роду, наприклад офісні приміщення, устаткування і обладнання, що використовуються венчурною компанією.

3) Людський капітал. Кадровий склад є надзвичайно важливим для будь-якого підприємства. Проте, як раніше у даній роботі згадувалось, що людський капітал є фундаментальним елементом для венчурної компанії так, як саме персонал компанії є генератором ідей, реалізаторами їх у реальність.

Висока кваліфікація персоналу, їх вміння працювати в команді, високий рівень здібностей та навичок в актуальній сфері, несуть великий вклад у зменшення ризиків компанії і значно підвищують шанси на успіх запланованого проекту.

4) Інтелектуальний капітал. В процесі реалізації венчурного проекту використовуються уже здобуті знання, досвід і здібності, а також здобуваються нові. Така інтелектуальна власність як ліцензії, патенти, торгові марки, бренди значно підвищують конкурентоспроможність венчурного капіталу на ринку.

5) Інформаційний капітал. Маркетингові дослідження, науково-методичні матеріали, спеціалізовані бази даних, що використовуються на усіх стадіях життєдіяльності венчурного капіталу грають велику роль у його успішності. Саме інформаційний капітал створює чітке розуміння зовнішнього та внутрішнього середовища венчурного проекту. Це допомагає правильно розставляти цілі та завдання, сформулювати мету і зрозуміти та розробити способи їх досягнення.

6) Соціальний капітал. Він є відносно новою категорією у науці через відносно нове розуміння соціальної відповідальності підприємств та організацій. Проте цей елемент у структурі венчурного капіталу відіграє не останню роль. Соціальні зв'язки, налагоджені через розуміння та реалізацію

соціальної корпоративної відповідальності, дозволяють використовувати їх для отримання різного роду вигод. [6]

При правильному функціонуванні усіх вищенаведених структурних елементів венчурного капіталу ризику на провал проекту значно знижуються.

Бо дані елементи покликані доповнювати один одного і працювати як один злагоджений механізм.

Підводячи підсумки, можна зробити висновок, що венчурний капітал – це особлива довгострокова форма існування капіталу в економіці, роль якої полягає у реалізації інноваційних проектів, стимулюванні інноваційної трансформації національної економіки в першу чергу, і в другу – глобальної економіки.

Венчурний капітал має наступні особливості:

- 1) Наявність часових рамок;
- 2) Ризиковість;
- 3) Інноваційна орієнтованість;
- 4) Символ інтелектуального та фінансового капіталу;
- 5) Мета венчурного капіталу: самозростання.

Роль венчурного капіталу в економіці визначається його функціями:

1. Аккумуляюча функція;
2. Інноваційна функція;
3. Інкубація інноваційного підприємництва;
4. Інвестиційна функція;
5. Стабілізаційна функція;
6. Трансформаційна функція;
7. Мотиваційна функція;
8. Соціальна функція;
9. Глобалізаційна функція.

Венчурний капітал складається з наступних структурних елементів: фінансовий, реальний, людський, інтелектуальний, інформаційний, соціальний капіталі.

1.2. Джерела і принципи венчурного фінансування

Досвід розвинутих країн у сфері інновацій показує, що венчурне підприємництво стимулює не тільки інноваційні процеси на рівні однієї компанії, а й розвиває ринок інновацій загалом, підвищуючи рівень конкуренції, стимулюючи до підвищення загального рівня кваліфікації суспільства, підвищуючи рівень продуктивності виробництва.

Реалізація інноваційної діяльності, як вже було зазначено Автором, відбувається шляхом інвестицій. Джерел їх залучення існує досить багато, наприклад державний і місцеві бюджети, державні запозичення, продаж і додаткова емісія акцій, власні інвестиційні ресурси, банківські й комерційні кредити і так далі.

Проте в даній роботі буде розглянуто саме венчурне фінансування як один із найбільш перспективних форм фінансування інноваційної діяльності.

Одним із фундаментальних факторів фінансування/інвестування з точки зору компанії є джерела залучених коштів. Враховуючи фактор надвисокого ризику венчурної діяльності, традиційні джерела найчастіше недоступні для інноваційних компаній. Проте у ході розвитку венчурної діяльності у світі були сформовані основні найбільш популярні джерела фінансування венчурних проєктів. (рис. 1.3.)

Класифікувати джерела фінансування можливо і залежно від суб'єкту інвестування:

- a) Індивідуальні інвестори, дочірні компанії та філії банків та корпорацій, що створюють дрібні інвестиційні фонди;
- b) Групи інвестиційних банків і компаній, що створюють пул інвестицій або партнерства для інвестування капіталу з великим ризиком;
- c) Окремі інвестиційні банки та корпорації.
- d) Держава. [15]

Такі джерела як банківське кредитування найчастіше недоступні для інноваційних проєктів, як правило саме через умови кредитування, гарантія повернення кредитного тіла, сплата відсотків за кредитом, низький ризик.

Держава, в свою чергу, при всіх можливостях і бажанні, не може покрити фінансуванням інноваційну діяльність у повному обсязі інвестиційними програмами різного роду, пільг для інноваційного бізнесу і т. д. Тому у компаній, що займаються венчурною діяльністю постає проблема пошуку альтернативних джерел фінансування їх діяльності. [18]

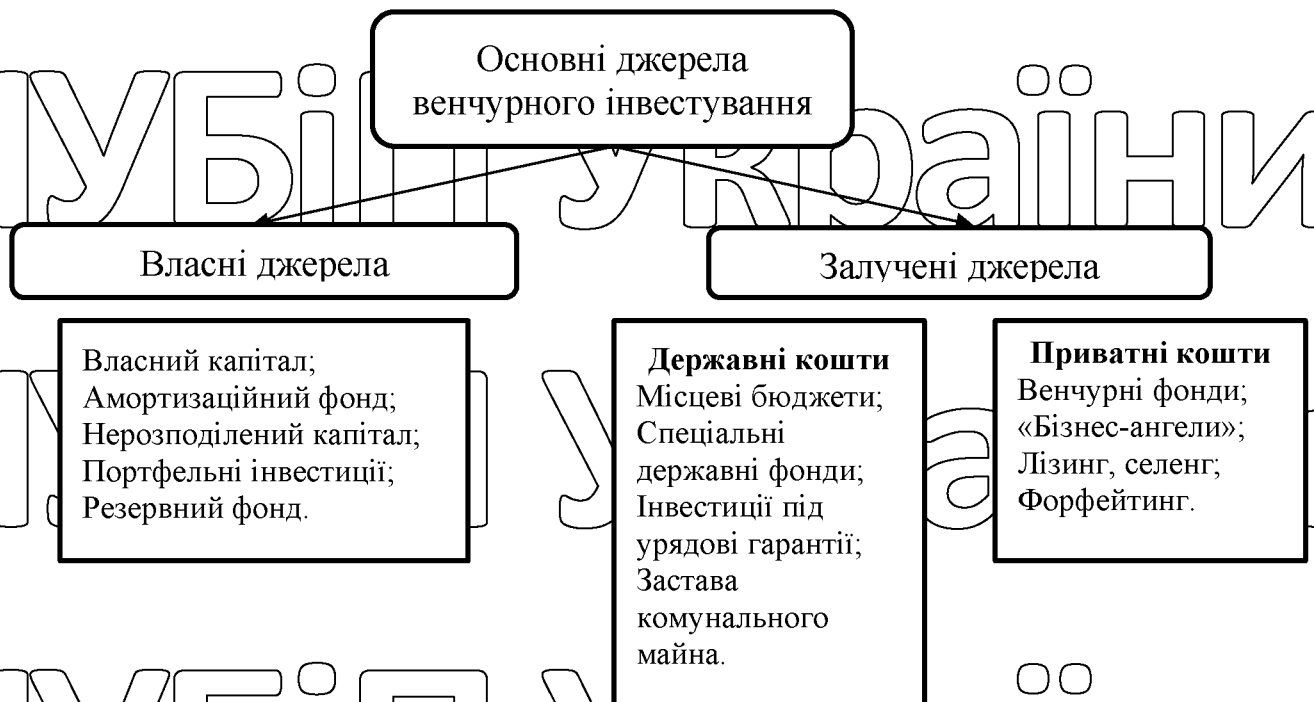


Рис. 1.3 Основні джерела венчурного інвестування

Джерело: створено Автором.

Венчурні фонди і «бізнес-ангели» - приватні особи, які надають компаніям грошову допомогу на ранній стадії їх розвитку, завдяки чому займають особливо важливе місце на початку діяльності інноваційних компаній, фінансуючи особливо ризикові проєкти, на даний момент є найбільш важливими суб'єктами підтримки інноваційної діяльності у світовій економіці. Адресат венчурного капіталу звільняється від обов'язку гарантії повернення інвестованого капіталу, сплати відсотків за ним. Інвестор

задовольняється приростом суми інвестованого капіталу в сумі всього капіталу компанії, тобто він є співвласником або повним власником компанії, а разом із тим власником інновацій, ноу-хау, доходу від реалізації наукових розробок. [17, 18]

Ринок венчурного капіталу можна поділити на дві категорії:

- 1) Формальний ринок – частина ринку венчурного капіталу, де власниками капіталу являються інституційні інвестори;
- 2) Неформальний ринок. Це інша частина ринку, що складається з приватних інвесторів, тобто «бізнес-ангелів». [18]

Фонди венчурного капіталу – це тимчасове об'єднання фізичних та юридичних осіб для акумулювання її грошових капіталів, досвіду, ділових зв'язків, з метою спільного інвестування в інноваційні проєкти і отримання прибутку. Розміри венчурних фондів коливаються в досить широкому діапазоні, від декількох десятків до декількох сотень мільйонів доларів. При цьому, як правило, частка кожного інвестора не перевищує 10% у фонді.

Більша частина венчурних фондів утворюється у формі партнерств з обмеженою відповідальністю (limited partnership). У такій формі інвестори і засновники фонду є партнерами з обмеженою відповідальністю. А управлінням фонду або контроль за роботою керуючого здійснює генеральний партнер.

Партнерство створюється на визначений період і складається з обмежених та загальних партнерів. Обмежені партнери беруть участь в діяльності фонду тільки своїм капіталом і не несуть відповідальності за діяльність партнерства. А загальні партнери адмініструють венчурний фонд і несуть відповідальність за його діяльність.

Венчурний капіталіст, який очолює фонд, не інвестує власні кошти в компанію, що венчурний фонд фінансує. Він виконує посередницьку функцію між інвесторами й венчурними підприємцями.

Венчурний капіталіст має наступні функціональні обов'язки:

- Залучення капіталу для венчурного інвестування;

НУБІП УКРАЇНИ

- Дослідження ринку та пошук нових можливостей для інвестування;
- Проведення комплексної оцінки інвестиційного потенціалу венчурного підприємства;

• Фінансування обраних підприємств;

НУБІП УКРАЇНИ

- Управління вкладеними інвестиціями, їх моніторинг;
- Організація повернення венчурного капіталу із запланованими показниками.

Діяльність венчурних фондів відбувається в певній сфері спеціалізації.

Спеціалізація стосується не тільки сфери діяльності об'єктів інвестування, а ще й етапів життєдіяльності венчурних підприємств. Деякі спеціалізуються на інвестування венчурного капіталу на етапі зародження проекту, інші віддають перевагу етапу розширення, а треті викупають акції компаній, які вже пройшли етап IPO чи самі компанії.

НУБІП УКРАЇНИ

Діяльність венчурних фондів проходить спільно з компаніями з управління активів, що безпосередньо приймають участь в управлінні венчурними підприємствами, корпоративні права на яких знаходяться у власності венчурного фонду.

Венчурні фонди поділяються на два види:

НУБІП УКРАЇНИ

1. Відкриті (Open-end) фонди не обмежені фіксованими сумами, тому що їх капітал може поповнюватись постійно за рахунок залучення нових інвесторів. Через це тривалість їх існування строго не обмежена.

2. Закриті (closed-end) фонди створюються зі збором коштів закритої групи інвесторів. Період існування: 5-10 років.

НУБІП УКРАЇНИ

Головним завданням венчурних фондів є зменшення рівня ризику саме за рахунок диверсифікації вкладень, що досягається інвестуванням одночасно декількох венчурних проектів.

Нормальною ситуацією вважається коли венчурний проект фінансує один головний інвестор і декілька співінвесторів. [20]

НУБІП УКРАЇНИ

Раніше згадувалось, що інвестори часто надають венчурний капітал в обмін на певну частку у власності компанії. Це є однією з трьох форм венчурного фінансування. Іншою формою фінансування є інвестиційний кредит. В порівнянні з традиційним кредитуванням, він характеризується

певними особливостями.

- Об'єктом кредитування виступає не позичальник, а його підприємницькі наміри;

- Проценти за кредитом або відсутні, або їх розмір не перевищує рівень прибутковості проекту;

- Термін кредитування залежить від терміну окупності проекту;

- Надається пільговий термін використання, коли тіло кредиту повертається тільки після успішної реалізації проекту;

- Погашається тіло кредиту і проценти за ним лише за рахунок доходів, які отримує підприємство від реалізації інновації. [19]

Останньою формою венчурного фінансування проекту є змішана форма, що об'єднує в собі дві попередні форми. Це є найбільш адекватним підходом до залучення коштів завдяки диверсифікації. Частина залучених коштів переноситься на власний капітал, а інша частина – на зобов'язання компанії.

У випадку провалу проекту, кредитор має право на отримання частини активів компанії, залежно від його частки у загальному капіталі. [18]

Враховуючи різницю між країнами у підході до венчурного бізнесу та венчурного фінансування, вітчизняні науковці виділили основні принципи венчурного фінансування проектів.

Принцип диверсифікації об'єктів інвестування. Інвестор, розділяючи інвестований капітал між різними об'єктами вкладення, знижує ризик втрати інвестованого капіталу.

Принцип поетапності фінансування. Притік венчурного капіталу в проект відбувається у декілька етапів (раундів). Таким чином більше інвесторів мають можливість отримати частку в капіталі компанії. Чим більше раундів

проводить компанія, і чим більше інвесторів інвестують кошти в проєкт, тим менший вплив кожен інвестор має на діяльність компанії, втрачаючи свою частку в капіталі.

Принцип поділу ризиків між інвестором і фінансованою компанією. Цей принцип є наслідковим із попереднього. Ризики пропорційно розподіляються власниками й інвесторами.

Принцип активної участі в управлінні компанією. Інвестору варто допомагати проєкту тим, чим необхідно і на що він здатний. Постачання капіталом інформаційним, людським, реальним тощо. Так як він на пряму зацікавлений в успішності проєкту.

Принцип гнучкості умов фінансування передбачає використання усіх можливих форм, методів, джерел фінансування діяльності венчурної компанії, якщо це є актуальним та вигідним, для досягнення поставлених цілей.

Збалансованість ризиків та доходів. Інвестор, володіючи інформацією, наскільки високий ризик несе інвестування у діяльність цієї чи іншої венчурної компанії і наскільки висока винагорода, у випадку успішності проінвестованого проєкту, розуміє чи варто вкладати свій капітал.

Нормальним співвідношенням ризику до винагороди за ризик є більшим ніж 1:1, коли інвестор отримує у винагороду більше ніж він міг втратити.

Принцип прийняття ризику повної втрати фінансових вкладень. Інвестор має усвідомлювати, що будь-яка венчурна інвестиція несе високий ризик повної втрати вкладених коштів. Проєкт може бути невдалим на стадії розробки, компанія може втратити свою фінансову стійкість, тощо.

Принцип диференційованого підходу – це є відбір об'єкту інвестування полягає у детальній вивченні особливостей та деталей проєкту, оцінка його інновативності та інших фундаментальних факторів.

Підтримка репутації успішного відбору об'єктів фінансування. Внесок інвестора в розвиток об'єкта фінансування є важливим критерієм для венчурних компаній у виборі джерел фінансування. Тому створення і

підтримання репутації правильного відбору і управління проінвестованими венчурними компаніями є важливим.

Принцип націленості на приріст вкладеного капіталу. Венчурний капітал прагне до нарощування вартості за рахунок росту вартості об'єкта вкладення, а не отриманню дивідендів і процентів за користування.

Принцип пошуку «розумних грошей». Керівництво на перших етапах життєдіяльності проекту має на меті не тільки пошук грошового капіталу, а ще й інформаційного, людського, інтелектуального й реального капіталів.

І останнім принципом є право інвестора на частку в статутному капіталі компанії, залежно від обсягу його вкладень. [21]

Підводячи підсумки, можна сказати, що вибір джерел фінансування венчурної діяльності є дуже важливою для компанії. Венчурний бізнес має особливу систему залучення коштів.

Найчастіше венчурний капітал залучається від державних фондів і проектів розвитку, венчурних фондів та інших інституційних інвесторів, а також з неформального ринку венчурного капіталу, який презентують «бізнес-ангели».

Прийнято виділяти 3 форми залучення коштів у венчурні проекти:

1. Інвестор інвестує капітал в обмін на частку в статутному капіталу, пропорційно від його вкладення.
2. Інвестиційний кредит;
3. Змішана форма залучення коштів як найбільш безпечна.

Венчурне фінансування проектів має наступні принципи:

1. Принцип диверсифікації об'єктів інвестування;
2. Принцип поетапності фінансування;
3. Поділ ризиків між інвестором і фінансованою компанією;
4. Принцип активної участі в управлінні компанією;
5. Гнучкість умов фінансування;
6. Збалансованість ризиків та доходів;
7. Прийняття ризику повної втрати фінансових вкладень;

8. Принцип диференційованого підходу;
9. Підтримка репутації успішного відбору об'єктів фінансування;
10. Принцип націленості на приріст вкладеного капіталу;
11. Принцип пошуку «розумних грошей»;
12. Право інвестора на частку в статутному капіталі компанії.

1.3. Методичні засади оцінки венчурних проєктів

Враховуючи недостатність знань у сфері венчурного капіталу, на момент написання роботи не знайдено єдиного підходу до оцінки ефективності венчурних інвестицій. І беручи до уваги особливості венчурного капіталу, що одним із основних результатів реалізації венчурного проєкту є впровадження інновацій, досить важко повно і всебічно оцінити реальний результат нововведень, і можна зробити це тільки постфактум [24].

А також враховуючи особливості венчурного бізнесу, досить важко застосувати більшість стандартних методів аналізу інвестиційних проєктів.

Так як венчурні капіталісти мають справу у більшій мірі з ідеями, ніж з конкретними показниками.

Така тенденція спонукає до розроблення уніфікованої методики для оцінки ефективності венчурних інвестицій з ціллю успішного ведення ризик-менеджменту та управління капіталом.

Аналіз та оцінка ефективності об'єкту венчурних інвестицій допомагає оцінити його життєздатність та використати оптимальні інструменти фінансування цього об'єкту.

Ефективність процесу інвестування венчурного капіталу залежить від обґрунтованості прогнозів темпів зростання компанії та кон'юнктури ринку.

Та не незалежно від якості та обґрунтованості таких прогнозів, майбутній розвиток компанії все-рівно містить фактор невизначеності.

Вибір венчурного проєкту для фінансування можна розбити на 4 етапи:

1. Формування венчурної концепції. Вона включає в себе мотивацію венчурних підприємців, їх можливостей, профіль венчурного проекту, визначення цільових ринків та клієнтів, аналіз альтернативних варіантів.

2. Оцінка інвестиційної привабливості з точки зору рівня приросту капіталу від участі у венчурному проекті. А також розрахунок співвідношення ризику до прибутку.

3. Суб'єктивна оцінка потенційної успішності венчурного проекту.

4. Підсумкова оцінка потенціалу інвестиційного проекту та порівняння зі знайденими альтернативними варіантами [23].

Зражевський Є. Є. виділяє квантово-економічний аналіз як один із найбільш прогресивних методів аналізу інвестиційних проектів.

Квантово-економічний аналіз – це сучасний метод оцінювання венчурних проектів з точки зору аргументованих прогнозів на основі визначення ефективних сполучень компаній, товарів та ринків. Даний підхід розроблений для визначення проекту успішним чи провальним, а також причин того.

Основною ідеєю квантового-економічного аналізу є те, що важливим є не стільки рівень розвитку товарів, компаній та ринків, а сполучення різних стадій розвитку їх життєвих циклів. Власне, сама теорія цього аналізу заснована на їх поєднанні.

Згідно теорії компанія має 3 стадії життєвого циклу, товар – 4, а ринок – 5. Варіантів їх поєднання всього є 60. Виграшними є всього 15, коли стадії розвитку компанії, товару і ринку відповідають один одному. Інші 45 варіантів комбінацій є не ефективними і заздалегідь програшні.

Основним показником, що характеризує стадію життєвого циклу компанії, є доступ компанії до капіталу. Компанії на першій стадії життєвого циклу мають доступ більшою мірою тільки до венчурного капіталу через венчурні фонди або бізнес-ангелів. На другій і третій стадії компанії мають акціонерний капітал та здатні залучати кредити та позики, маючи при цьому їх надійне забезпечення.

Проте, для визначення на другій чи на третій стадії перебуває компанія використовується розгляд управлінського стилю. На другій стадії починає формуватися корпоративна культура, компанія стає менш підвладна впливу першого керівника і управління виконується більшою мірою складом

професійних менеджерів вищого рівня, з'являється чітке розмежування зон відповідальності та обов'язків. На третій стадії корпоративна культура має відповідати стандартам галузі. Особистий вплив першого керівника на третій стадії знову виходить на перший план, проте в першу чергу направлений вплив на зовнішнє середовище компанії.

Варто зазначити, що на першій стадії життєвого циклу компанії управління компанією здійснюється повністю першим керівником і повністю залежить від його стилю роботи, особистій здатності до лідерства.

Чотири стадії розвитку товару були визначені на основі потенціалу до зростання.

1) Перша стадія життєвого циклу товару – це абсолютно новий товар з великим потенціалом;

2) Отримання товаром нових якостей, що покращують його пропорційно вкладанням у розвиток;

3) На третій стадії товар досягає максимуму вдосконалення та існує доти, поки на ринку не з'явиться новий товар першої стадії;

4) Четверта стадія характеризується тим, що через деякий час товар залишає тільки ті властивості, що необхідні ринку в даний час.

Цикл життєдіяльності ринку розділяється на 5 стадій на основі розподілу споживачів між новими та існуючими ринками:

0) Споживання інноваційного товару досягається завдяки попиту науковців і дослідників;

1) Покупці, які також можуть задовольнити свої потреби на нульовому ринку;

2) Масовий перехід покупців з попередніх ринків;

3) Рівень споживання, при якому динаміка приросту населення в економіці відповідає динаміці приросту споживачів товару;

4) Спад ринку, наявна пропозиція не задовольняє потреби споживачів.

Процес квантово-економічного аналізу розділяється на 3 етапи:

I. Аналіз – оцінюється стадія розвитку компанії, товару та ринку.

II. Порівняння. Розробляється матриця допустимих збігів і порівнюється з фактичним збігом компонентів.

III. Отримання результату. У випадку, якщо поєднання компонентів має потенціал на успіх, або таке поєднання є несумісним, то приймаються відповідні управлінські рішення.

Квантово-економічний аналіз розроблений для попередньої оцінки потенціалу венчурної компанії. Наступним етапом має бути застосування інструментів фінансового аналізу до венчурних проектів, що пройшли відбір даною методикою [6, 25]

Переходячи до другого етапу оцінки потенціалу венчурного проекту, варто зазначити, що використання не всіх традиційних інструментів інвестиційних проектів є доцільним. На думку Матвієнко В. М., Ткаченко В.

А., Чайківського І. А. та Зражевця Є. В. найбільш актуальним є використання експертного підходу, бо саме він дає об'єктивну картину аналізу.

Експертна оцінка базується на наступних критеріях, науково-технічний, економічний, екологічний та соціальний. Цим самим досягається комплексність і всебічність аналізу венчурного проекту [6, 25, 26].

При цьому, при аналізі враховуються фактор невизначеності та ризику. Фактор невизначеності полягає у тому, що під час життєвого циклу проекту, можуть виникнути певні умови, що можуть завадити його подальшому розвитку та реалізації.

З метою отримання найбільш якісного аналізу, необхідно дотримуватись наступних умов:

А) До складу експертної групи повинні входити спеціалісти, що мають досвід в якості експерта і ознайомлені з об'єктом аналізу;

Б) Наявність аналітичної групи, що професійно володіє методами проведення експертиз, отримання й аналізу експертної інформації;

В) Правильне використання експертної інформації.

Експертна оцінка венчурного проекту проводиться для досягнення певного рівня впевненості інвесторами, що їх фінансування венчурного проекту дасть у результаті більші доходи ніж інвестиційні витрати.

Міжнародний досвід показує, що для експертизи використовуються різноманітні показники, але всі вони виходять з наступних критеріїв прийняття рішень венчурними підприємцями: відсутність вигідних альтернатив, мінімізація ризику недоотримання або втрати доходу, забезпечення стабільності надходжень у майбутньому, високий рівень рентабельності з урахуванням ставки дисконту; новизна проектів. [6, 26]

За допомогою експертної оцінки інноваційних проектів їх можна оцінити з точки зору інвестиційної привабливості

Проте ефективність венчурного проекту як об'єкта інвестування виражається не тільки з точки зору економічної ефективності. Тому можна

виділити наступні види ефективності венчурного проекту:

1) Економічна. Увесь результат від інновацій, що вимірюється у вартісному виразі.

2) Науково-технічна. Новизна, корисність, естетичність, компактність.

3) Податкова. Збільшення податкових потоків у бюджет

4) Соціальна. Враховує соціальні результати інновацій.

5) Ресурсна. Відображає вплив інновацій на споживання певного ресурсу під час виробництва.

6) Екологічна. Показує вплив інноваційного продукту на стан довкілля. [6, 25, 26]

Особливість економічної ефективності венчурних компаній полягає не тільки у перевищенні доходів над витатками, а ще й у перевищенні венчурного прибутку над прибутком від альтернативних варіантів інвестицій, включаючи інші варіанти інновацій.

Тому відносна ефективність венчурних інвестицій визначається як відношення економічного ефекту до витрат понесених під час інвестиційного процесу. Проте, оскільки венчурний інвестиційний процес характеризується фактором довгостроковості, то просте використання відношення середнього прибутку до величини довгострокових інвестицій є неактуальним. Слід враховувати у розрахунках дисконтування [26]:

$$B_m = B_t * (1 + d)^t, \quad (1.1)$$

де B_m – майбутня вартість інвестованого венчурного капіталу після закінчення процесу інвестування;

B_t – теперішня вартість інвестованого венчурного капіталу;

d – венчурна дисконтна ставка;

t – кількість періодів нарахування дисконтної ставки.

Слід вказати, що венчурна дисконтна ставка розраховується наступним чином [6]:

$$d = R_f + \beta(R_m - R_f) + g_1 + g_2 + C, \quad (1.2)$$

де R_f – номінальна безризикова ставка доходу;

β – міра систематичного ризику, розраховується рейтинговими агентствами;

$R_m - R_f$ – ринкова премія за ризик;

g_1 – премія для малих підприємств;

g_2 – премія за ризик венчурних компаній;

C – міра ризику певної країни.

Також для визначення економічної ефективності венчурних інвестицій розраховуються показники чистої поточної вартості, коефіцієнт внутрішньої рентабельності та період окупності інвестицій.

Чиста поточна вартість (NPV) – один із найбільш популярних методів, що ґрунтуються на понятті приведеної вартості. Але у вітчизняній літературі був запропонований альтернативний показник «Чистий поточний ефект», що відображає різницю між чистим прибутком плюс амортизаційних відрахувань над витратами інвестиційного процесу з урахуванням приведення показників до початкового моменту:

$$\text{ЧПЕ} = \sum_{t=1}^n \frac{(\text{ФР}_t + A_t - \text{ППП}_{dt})}{(1+d)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+d)^t} \quad (1.3.)$$

де ФР_t – фінансовий результат у році t ;

A_t – амортизаційні відрахування у році t ;

ППП_{dt} – податок на прибуток у році t ;

I_t – венчурні інвестиційні витрати.

Нормативна величина показника ЧПЕ має бути більшою за 0, у такому випадку це означає, що в результаті реалізації венчурного проекту, цінність компанії буде зростати, а самі інвестиції будуть прибутковими. [6]

Венчурний бізнес можна змоделювати як виявлення та порівняння чистих поточних ефектів двох одиниць: венчурне підприємство, що отримує прибуток від реалізації інноваційного продукту, та венчурного інвестора, в лиці венчурного фонду, бізнес-ангела тощо, який отримує прибуток у вигляді приросту інвестованого венчурного капіталу.

Згідно теорії макроефективності розміщення ресурсів, ефекти від цих двох одиниць прагнуть до рівноваги як ознака досягнення найефективнішого розміщення ресурсів.

У випадку порушення рівноваги, коли чистий поточний ефект венчурного підприємця вищий від ЧПЕ інвестора, це означає, що венчурне підприємство приховує перевитрати, знижує прибутки тощо.

Якщо чистий ефект венчурного інвестора вищий від венчурного підприємства, то вартість компанії стає вищою ніж її обґрунтована величина.

У такому випадку власники венчурної компанії отримують надприбутки.

Проте, головною вадою методу чистого поточного ефекту є те, що він не враховує розміру й обсягу проекту. Більші венчурні проекти мають більший чистий поточний ефект. Показник ЧПЕ дає відповідь на питання чи сприятиме венчурний проект зростанню венчурного капіталу. Тому

доповненням цьому показнику є визначення рентабельності венчурних інвестицій. [26]

Відносний показник рентабельності дозволяє визначати якою мірою зростає прибуток інвестора або цінність компанії на одиницю інвестицій.

Фактично цей показник є ідентичним співвідношенню доходу до витрат, але з врахуванням різної цінності грошових потоків у часі. Його ще називають індексом приведених (поточних) витрат, індексом дохідності (Present Value Index – PVI), що розраховується наступним чином.

$$PVI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{\Gamma P_t}{(1+d)^t} + P_t^c}{I_0}, \quad (1.4.)$$

де I_0 – початкові інвестиції;

P_t^c – вартісна оцінка соціальних і економічних результатів використання технічних нововведень у році t ;

ΓP_t – грошові потоки, які будуть отримані завдяки венчурним інвесторам.

Нормативним значенням показника PVI є більшим одиниці. Він дає змогу оцінити потенційну венчурну інвестицію з точки зору привабливості та стійкості.

Проте використання всього лише одного показника не є надійним. Тому необхідно додатково розрахувати показник внутрішньої норми дохідності (IRR – internal rate of returns), що є досить поширеним методом аналізу інвестицій. Проте іноді його характеризують як „чарівний коефіцієнт” дисконтування, визначення якого є дуже трудомістким процесом з можливими помилками.

В основу розрахунку IRR покладено такі складові: обсяг та термін інвестування; обсяг та термін інвестиційних витрат (відтоків капіталу); ставку дисконтування [6, 24, 26].

Його значення виводиться із наступної формули:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{ГП_t}{(1+IRR)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+IRR)^t} = 0, \quad (1.5.)$$

де NPV – чиста поточна вартість, розрахована за ставкою IRR.

Тобто величина IRR показує максимальну річну ставку, під яку можна взяти кредит на реалізацію венчурних інвестицій, не отримавши ні прибутку, ні збитку, або ж обчислити, за якої ставки позичкового процента буде вигідно вкласти ті самі інвестиції в придбання без ризикових державних цінних паперів, ніж це робити у венчурний проект [6].

При розрахунку ефективності венчурних інвестицій також необхідно визначити час, потрібний для повернення початкових інвестицій. Для цього доцільно скористатися показником періоду окупності (Present Value Payback) [6]:

$$PVP = \frac{I_0}{\sum_{t=1}^n \frac{ГП_t}{(1+IRR)^t}}, \quad (1.6.)$$

Використання факторних моделей реінтабельності необхідно з метою їх перспективного розвитку, адже темпи зростання виробництва залежать не тільки від попиту ринків збуту, потужностей компаній, а й стану фінансових ресурсів, структури капіталу та інших чинників. [6]

Найістотнішим обмеженням темпів економічного зростання компаній є темпи збільшення їхнього власного капіталу, які залежать від багатьох чинників: рентабельності продажу (a_1), оборотності всього капіталу (a_2), співвідношення власного та інвестованого капіталу (a_3), норми розподілу прибутку на розвиток і споживання (a_4).

$$f = a_1 * a_2 * a_3 * a_4 = \frac{\Pi}{V_{\text{реал}}} * \frac{V_{\text{реал}}}{K_{\text{інв}}} * \frac{K_{\text{пів}}}{K_a} * \frac{\Pi_{\text{нагр}}}{\Pi}, \quad (1.7.)$$

де $V_{\text{реал}}$ – обсяг продажу;

$K_{\text{інв}}$ – капітал власників і венчурний капітал;

K_a – акціонерний капітал;

$\Pi_{\text{нагр}}$ – прибуток на нагромадження;

Π – чистий прибуток.

Модель відображає дію тактичних (a_1 та a_2) і стратегічних (a_3 та a_4) фінансових рішень. Можна зробити висновок, що рентабельність власного капіталу залежить від зміни рівня рентабельності продукції, швидкості обігу інвестованого капіталу і співвідношень власного та венчурного капіталу.

Правильно обрана політика розширення ринків збуту веде до зростання обсягу продажу, прибутку, рентабельності фірми, підвищує швидкість обігу всього капіталу. Водночас нерациональна інвестиційна політика і зниження ваги позичкового капіталу можуть зменшити позитивний результат дії перших двох чинників.

Для більш поглибленого аналізу рентабельності пропонується додатково використовувати схему Дюпона, оскільки вона містить всі основні компоненти діяльності компанії:

$$ROE = \frac{\text{Чистий дохід}}{\text{Дохід від реалізації}} * \frac{\text{Дохід від реалізації}}{\text{Активи}} * \frac{\text{Активи}}{\text{Статутний капітал}} \quad (1.8.)$$

Схема Дюпона дає змогу проводити факторний аналіз прибутку, що його отримує підприємство, оцінювати показники, які найістотніше впливають на його зростання, визначити „вузькі” ділянки та резерви діяльності фірми. Це вможливує проведення поглибленого аналізу фінансової звітності підприємства. Ті самі залежності використовуються для узагальнення результатів аналізу, підготовки висновків, а також для швидкої й точної експрес-діагностики та обґрунтування необхідних рішень.

Кожне відношення у формулі характеризує 3 види діяльності: операційну, фінансову, інвестиційну. Перше співвідношення є рентабельністю продажу, друге – оборотністю (фондовіддачею) активів, третє – мультиплікатором власного капіталу [26].

Ефективність процесу інвестування венчурного капіталу залежить від обґрунтованості прогнозів темпів зростання компанії та кон'юнктури ринку.

Та не незалежно від якості та обґрунтованості таких прогнозів, майбутній розвиток компанії все-рівно містить фактор невизначеності.

Вибір венчурного проєкту для фінансування можна розбити на 4 етапи:

НУБІП УКРАЇНИ

- 1) Формування венчурної концепції.
- 2) Оцінка інвестиційної привабливості з точки зору рівня приросту капіталу від участі у венчурному проекті.
- 3) Суб'єктивна оцінка потенційної успішності венчурного проекту.

НУБІП УКРАЇНИ

- 4) Підсумкова оцінка потенціалу інвестиційного проекту та порівняння зі знайденими альтернативними варіантами.

Ефективність венчурного проекту як об'єкта інвестування виражається не тільки з точки зору економічної ефективності. Тому можна виділити наступні види ефективності венчурного проекту:

НУБІП УКРАЇНИ

- Економічна;
- Науково-технічна;
- Податкова;
- Соціальна;

НУБІП УКРАЇНИ

- Ресурсна;
- Екологічна.

Економічну ефективність венчурного проекту як цільову доцільно визначати у два етапи, використовуючи квантово-економічну модель і метод експертної оцінки венчурного проекту.

НУБІП УКРАЇНИ

НУБІП УКРАЇНИ

НУБІП УКРАЇНИ

РОЗДІЛ II. ОЦІНКА ВПЛИВУ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТИВАННЯ НА ІННОВАЦІЙНІ ПРОЦЕСИ В ЕКОНОМІЦІ

2.1. Світовий ринок венчурного капіталу

У промислово розвинутих країнах Америки та Європи в умовах вільного ринку венчурна діяльність становиться все більш поширеною формою партнерства між інвесторами та інноваційними підприємствами. Початок венчурної діяльності можна було спостерігати в США вже в 1940-ві роки, однак самостійної форми вона набула лише в 1960-1970 рр. Крім науковомістких галузей, венчурна діяльність розповсюдилася і в традиційних сферах господарювання. А в останні роки відбувається деяка стабілізація ризикових інвестицій в галузях високих технологій (електроніка, виробництво комп'ютерів, засобів комунікацій, медичного обладнання) і, навпаки, спостерігається ріст частки ризикового фінансування в традиційних галузях. У 2012-2014 рр. венчурний капітал у промислово розвинених країнах забезпечував 20-30% усіх світових новацій [16].

Наразі механізм венчурного фінансування є найбільш розвинутим в США, що пояснюється значною чисельністю в цій країні малих високотехнологічних фірм та розвиненістю фондового ринку. Важливою особливістю венчурного інвестування в США є й те, що значні суми коштів вкладаються у розвиток високотехнологічних компаній на ранніх стадіях розвитку (до 30%), в той час як Європі цей показник є вдвічі нижчим. Варто зазначити, що характерною рисою бізнесу в США залишається його орієнтація на інноваційні підприємства у сфері високих технологій. Статистика показує, що постачальниками понад 60% великих нововведень ХХ ст. є венчурні фірми. Таким чином з'явився персональний портативний комп'ютер, кольоровий фотопапір, електрографія, вакуумні лампи, мікропроцесор тощо.

З кінця 70-х років XX ст. в США спостерігалось істотне зростання накопичень венчурних фондів з 3,5 млрд.дол.США в 1976 р. до 35,9 млрд.дол.США в 1990 р. Ця сума перевищувала сукупний капітал семи найбільших інвестиційних банків. При цьому також спостерігалось значне зростання обсягів венчурних інвестицій. Значне зростання ризикового фінансування в 1980-ті роки, на думку фахівців Національного наукового фонду, було зумовлене сукупністю причин: оновленням економічної кон'юнктури після кризи середини 1970-х рр., спрощенням правил реєстрації малих підприємств, що вперше випускають акції, ослабленням з 1979 р.

обмежень міністерства праці відносно інвестицій пенсійних фондів у венчурні компанії, зниження податків на приріст капіталу. Зниження податку на прибуток від операцій з цінними паперами в США було проведене двічі – у 1978 р. з 49% до 28% і у 1981 р. до 20% (згідно із законом про економічне оздоровлення 1981 р.). [28]

Однак після прийняття закону про податкову реформу 1986 р. різниця в рівні оподаткування прибутку промислових підприємств і прибутків від операцій з цінними паперами була ліквідована. Ці прибутки стали обкладатися зазвичайною максимальною ставкою 28% для індивідуальних платників і 34% для корпорацій. Хоч реформа 1986 р. знизила ставки прибуткового податку і податків на прибуток, але поставивши венчурних інвесторів в однакове становище з іншими платниками податків, вона дещо погіршила умови ризикового інвестування. Це рішення поряд з погіршенням економічної ситуації сприяло зниженню венчурної активності в кінці 1980-х - початку 1990-х рр., та зростанню її обережності і вибіркочості.

Тенденції дифузії інновацій дають підстави стверджувати, що в умовах вільного ринку венчурна діяльність є все більш поширеною формою партнерства між інвесторами та інноваційними підприємствами. Сьогодні механізми венчурного фінансування найбільш розвинуті в США, що пояснюється значною чисельністю в цій країні малих високотехнологічних фірм та розвитком фондового ринку.

Капітали прямують у сфері технологічного прогресу, які виявляються ключовими в перетворенні технологічних і організаційних основ сучасного виробництва. Це - електроніка, засоби комунікацій, сфера інформатики, біотехнології, нові матеріали. Географічно венчурна діяльність поширена в місцях концентрації малих інноваційних підприємств. Найбільш яскравими та ефективними формами взаємодії венчурного капіталу з малим інноваційним підприємництвом стали такі спільні інфраструктурні утворення, як науково-технічні парки, технополіси та інкубатори.

Таблиця 2.1

Венчурне фінансування в США за галузями, млн дол.

Назва галузі	Роки					
	2007	2010	2013	2015	2017	2019
Біотехнологія	1244	1570	4300	2280	1820	2887
Промислова продукція, сервіс	386	841	6635	515	515	841
Комп'ютери і периферійні пристрої	462	522	3093	1660	1180	1982
Електроніка/інструмент	273	295	881	417	510	681
Фінансові послуги	336	992	4389	1603	1108	1688
Промисловість/енергетика	619	1443	3066	1655	1902	2452
Інформаційні технології	461	1235	8851	2909	2486	2984
Аудіо-, медіа- сервіс	969	1823	10745	650	448	798
Медичне обладнання та фармацевтика	648	1193	2533	3437	2180	3952
Мережеве обладнання	626	1512	11200	3761	1925	2342
Телекомунікації	1318	2864	18310	4233	3686	3542
Роздрібна торгівля	527	591	3894	136	162	198
Напівпровідники	221	628	3318	1935	1412	2274
Програмне забезпечення	2307	4247	20617	7446	4522	5796
Споживчі товари та послуги	507	763	3549	229	144	192
Інші	11	93	229	34	1820	2887

Джерело: US Venture Capital Fundraising.

Медична галузь, що включає біотехнологію, отримала в 2018 році 4 млрд. дол. венчурних інвестицій, що становило 12% від їх загального обсягу.

Обсяги вкладень відновилися до рівня 2014 р., базові економічні передумови розвитку галузі свідчать про можливість зростання інвестиційної активності

[45]. Відносне старіння населення США і зростання кількості патентів на ліки, що використовуються в спеціальних медичних програмах, сприяють

збільшенню споживання ліків. Досягнення і результати розробок в галузі невро-судинних і коронарно-судинних досліджень привернули увагу венчурних капіталістів. Їх упевненість в доцільності вкладень в медичні компанії посилила можливість просувати товар на ринок, використовуючи

телевізійну рекламу. Експерти прогнозують, що нові ринки відкриються з отриманням результатів досліджень в галузі функціональної генетики, а розвинені технології моніторингу впливу лікарських препаратів на організм обумовлять появу нових підходів в лікуванні хвороб і, відповідно, створення нових препаратів.

Другим за величиною отриманих венчурних інвестицій є сектор телекомунікацій - 3,5 млрд.дол.США в 2018 році. У компаніях цієї групи головну роль, на відміну від двох розглянутих вище, де вирішальними є технології, відіграють управлінські здібності менеджменту. Доскональне

знання ринку - друга необхідна умова успіхів даної групи фірм. Інвестиції в компанії, зайняті виробництвом побутових товарів для дому і товарів для бізнесу продовжують зростати. Сьогодні фірми, що працюють у сфері роздрібної торгівлі залучають венчурного капіталу менше. Через нерівномірність обсягу продажу, що реально збільшується лише в кінці року,

ці фірми менше цікавлять венчурних капіталістів і, навпаки, бізнес-послуги, все більше приваблюють венчурні фонди.

Американський венчурний капітал має й свою територіальну специфіку.

Основні венчурні фонди створюються, в першу чергу, поблизу великих університетів, тому що саме там виникають малі інноваційні фірми. Для США

характерна концентрація венчурних фірм у сфері високих технологій в декількох регіонах, насамперед – у Силіконовій долині і Новій Англії. На ці два регіони щорічно припадає 45- 55% фірм, що одержують венчурні інвестиції [10]. Розвиток високих технологій в Силіконовій долині забезпечує

не тільки високі темпи зростання та прогресивну структуру економіки країни, а й високий рівень життя населення. ВВП штату Каліфорнія, де знаходиться Силіконова Долина, перевищує 1,3 трлн дол.США [18]. На другому – штат

Массачусетс, третє місце – за Нью-Йорком, компанії цього штату постійно залунають великі суми венчурного капіталу. За ними йдуть Нью-джерси, Техас і Іллінойс, інші – це Каліфорнія, Колорадо, Массачусетс і Вашингтон.

Таким чином, поширення венчурного бізнесу спостерігається в штатах, де традиційно концентруються підприємства високотехнологічних галузей промисловості та зосереджені потужні наукові заклади. Загалом у США компанії, що отримують венчурне фінансування, забезпечують загалом близько 12,5 млн робочих місць. За приблизними оцінками, компанії, засновані в США за допомогою венчурного капіталу, виробляють щорік товарів і послуг вартістю близько 1,1 трлн. дол. США, що складає 11 % ВВП країни.

Європейська асоціація венчурного капіталу (САВК), створена в 1983 році, публікує щорічні звіти, що описують діяльність національного венчурного капіталу в різних країнах. Венчурний капітал в Європі, на основі даних САВК, найбільше розвинений у Великобританії, Німеччині і Франції. Кількісні дані про деяке зменшення обсягів венчурного фінансування, обумовлене насиченням ринку Інтернет технологіями (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Венчурні інвестиції в країнах Західної Європи, млн євро

Назва країни	Ріки				
	2015	2017	2018	2019	2020
Велика Британія	5291,0	2744,1	706,6	2587	1747
Німеччина	1034,0	1160,5	326,8	817,2	665,4
Франція	2323,0	1000,8	337,0	1118	1026
Швеція	535,0	825,0	171,0	211	208
Ірландія	480,0	330,1	104,0	114	118
Нідерланди	760,0	274,2	45,2	89,8	102
Фінляндія	119,0	216,3	59,9	107,1	117
Данія	119,0	199,2	133,0	183	188
Швейцарія	278,6	183,1	161,5	301,1	347,4
Італія	140,9	170,2	65,0	119	189
Бельгія	197,5	146,5	109,4	170	179

Джерело: European Venture Capital Association.

Порівняння обсягів вкладення інвестицій у різних країнах не завжди пов'язане з рівнем їх економічного розвитку. Кількісні дані про розміри

венчурного фінансування в Європі дозволили виявити їх галузеву специфіку.

А саме:

- пріоритет інформаційних технологій, до яких відносяться апаратне і програмне забезпечення комп'ютерів, електроніка і телекомунікації

спостерігається в Нідерландах, Ірландії і Франції;

- істотна частка сектору промислової продукції і послуг, включаючи автоматизацію промисловості, - в Німеччині, Норвегії і Данії;

- домінуюче положення споживчого сектору - у Великій Британії, Італії і Ірландії;

- значну частку фінансування в Іспанії, Португалії і Ірландії, тобто в країнах з порівняно дешевою робочою силою, займає переробна промисловість, до якої входить механічна обробка;

- відносно мала зацікавленість в країнах Європи проявляється до галузей, що охоплюють виробництво матеріалів, хімічну промисловість та енергетику, за винятком Німеччини, Великобританії і Норвегії.

Європейські венчурні фонди не беруть участі у фінансуванні всіх етапів життєвого циклу інновацій і ризикових інвестицій. Навіть у Великій Британії,

що є європейським лідером за розмірами і рівнем розвитку венчурної

індустрії, частка коштів, що спрямовується в інформаційні технології, знаходиться на рівні середньоевропейського показника. Найбільш активними в розвитку цього об'єкта венчурного фінансування виявилися Бельгія,

Фінляндія і Ірландія (частка в обсязі власних венчурних інвестицій, відповідно, 49%, 42% і 34%). Німеччина і Франція, хоч і виявляють

зацікавленість в даному об'єкті (приблизно 18% внутрішніх венчурних інвестицій), однак загальний обсяг таких інвестицій є досить незначним: 163 і 185 млн дол. США відповідно (таблиця 2.3).

Виробники ліків і медичного обладнання – теж серед фаворитів європейських венчурних капіталістів. Інвестиції в них становили 1689 млн.

євро. У порівнянні з попереднім роком вони выросли майже на 25%.

Перевищення середньоєвропейського рівня спостерігається у Великобританії, Франції і Німеччині.

Таблиця 2.3

Венчурні інвестиції в країнах Західної Європи по галузях економіки, млн. євро

Галузі економіки	Роки				
	2015	2016	2017	2018	2019
Біотехнологія	900,7	1781,5	943,6	1244,5	1689,1
Електронна комерція	2447,1	777,2	12,5	48,9	41,1
Інтернет	3224,7	1037,1	81,5	189,6	170,0
Інвестування/інкубатори	450,5	155,2	27,7	44,0	39,0
Програмне забезпечення	3159,6	2650,2	851,7	958,8	1887,4
Технології	2985,7	2154,8	837,9	1117,4	1218,0
Телекомунікації	807,7	1223,3	505,7	681,0	489,1
Радіотехніка	1314,7	1767,2	356,3	688,9	499,8

Джерело: European Venture Capital Association.

Очевидно, що індустрія венчурного капіталу в Європі відрізняється від американського аналога за двома основними параметрами. По-перше, на відміну США, які інвестують венчурний капітал у нові технології, в Європі венчурні інвестиції вкладаються переважно в розвинуті сектори промисловості, транспорту та зв'язку. По-друге, головними інституціональними інвесторами європейського венчурного капіталу (за винятком Великобританії та Польщі) є банки. А у США це пенсійні фонди, страхові компанії, спонсори і приватні особи [23]. У регіональному аспекті співвідношення венчурних інвестицій в США і Західній Європі є приблизно однаковим. Однак, Західна Європа представлена 17 країнами, населення яких в півтори рази перевершує населення США, і якщо порівнювати два регіони за кількістю венчурних інвестицій на душу населення, то лідерство США є беззаперечним. Особливості розбіжності між системами фінансування венчурного бізнесу можна побачити з групованих статистичних таблиць [8], а саме – їх характеристика представлена в таблиці

2.4.

НУБІП України

Таблиця 2.4
Основні показники венчурної індустрії США, 1985-2019 рр.
(млрд дол. США)

Рік	Дієві фонди	Фонди, що залучали капітал за останні 8 років	Капітал в управлінні	Середній розмір фондівЕ	Середній розмір фірм	Кількість фірм, що інвестують
1985	531	294	17,5	33	59,5	91
1986	589	324	20,7	35,1	63,9	109
1987	669	353	23,7	23,7	67,1	105
1988	700	366	24,7	35,3	67,5	117
1989	726	381	27,6	38,0	72,4	113
1990	715	384	28,2	39,4	73,4	100
1991	640	362	26,8	41,9	74,0	76
1992	602	354	27,2	45,2	76,8	102
1993	613	370	29,4	48,0	79,5	92
1995	634	383	33,3	52,5	86,9	109
1998	688	423	38,9	56,5	92,0	130
2000	759	467	47,8	63,0	102,4	245
2003	882	540	61,9	70,2	114,6	340
2004	1060	611	90,5	85,4	148,1	387
2005	1357	730	143,1	105,5	196	692
2006	1850	917	261,7	141,5	285,4	744
2007	1850	917	261,7	141,5	285,4	744
2008	1827	915	261,7	143,2	286,0	522
2009	1773	943	262,2	147,9	278,0	498
2010	1791	980	270,0	150,8	275,5	557
2011	1748	1002	277,3	158,6	276,7	524
2012	1692	1012	287,9	170,2	284,5	548
2013	1567	1004	262,7	167,6	261,7	594
2016	1333	871	205,1	153,9	235,5	573
2017	1192	806	178,4	149,7	221,3	442
2018	1240	833	182,2	146,9	218,7	495
2019	1274	842	196,9	154,6	233,8	526

[36]

За характеристикою автора, розташування найбільших венчурних фірм характеризується високою географічною концентрацією. Так, в штаті Каліфорнія розташовані фірми керівники майже половиною (46 всіх ресурсів в галузі, хоча ці фірми можуть мати інвестуючих партнерів, розташованих в інших штатах або навіть країнах. Лідерство Каліфорнії цілком логічно можна пояснити розташуванням в цьому штаті всесвітньо відомої Силіконової (Кремнієвої) долини, основною характеристикою якою є висока щільність високотехнологічних компаній, пов'язаних з розробкою і виробництвом

комп'ютерів і їх складових, програмного забезпечення, облаштувань мобільного зв'язку, біотехнологія і тому подібне, тобто галузей традиційного використання венчурного капіталу. На долю 5-ти штатів лідерів (Каліфорнія, Массачусетс, Нью-Йорк, Коннектикут і Іллінойс) припадає біля 80 совокупного

загального венчурного капіталу [36].

Залучення венчурного капіталу в стратегічно важливі галузі українського технологічного сектору, будучи необхідною умовою активізації інноваційної діяльності та підвищення конкурентоспроможності вітчизняної промисловості, є одним з пріоритетних напрямів державно-приватного

партнерства. Національний венчурний капітал в розвинутих країнах світу, як правило, користується державною підтримкою в межах загальної інноваційної політики зростання. Адресні заходи державного втручання відіграли важливу

роль у формуванні венчурного капіталу в США (програма SBIC), Фінляндії (програма SITRA), в Ізраїлі (урядова програма Yozma) і майже у всіх розвинутих країнах [7].

Очевидними є успіхи на глобальних ринках інноваційних підприємств країн, що розвиваються, зокрема, Індії та Китаю. Орієнтуючись на позитивні результати розвинутих економік, уряди цих країн вкладають кошти у

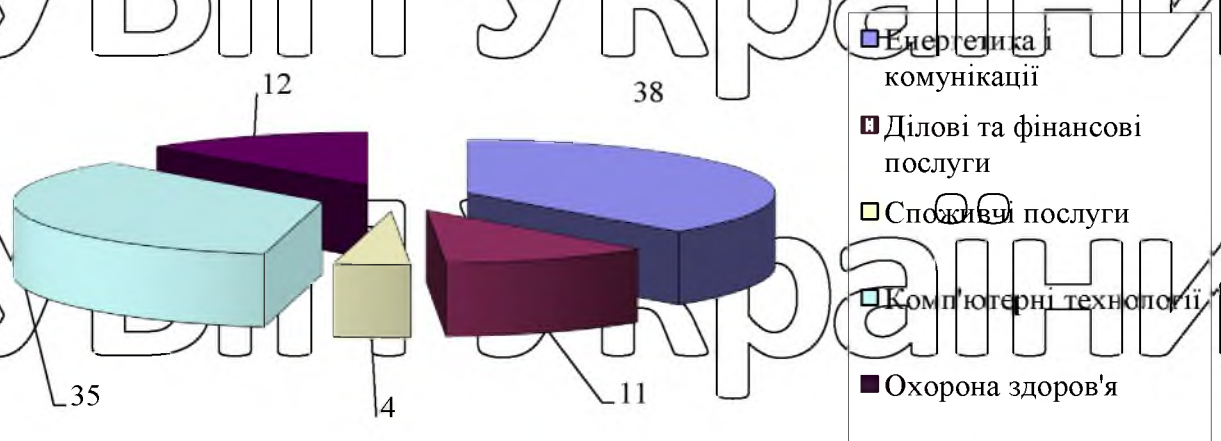
вітчизняні високотехнологічні компанії, спонукаючи приватних інвесторів, як національних, так і іноземних до партнерства. Український уряд також вживає заходів, спрямованих на диверсифікацію вітчизняної економіки і зниження її

залежності від природних ресурсів. При цьому велика частина бюджету інновацій дістається проектам побудови інфраструктури - створення вільних економічних зон, технопарків і інкубаторів [55].

Також заслуговує на увагу досвід венчурного інвестування в Ізраїлі. Ізраїль є однією з небагатьох країн, яка швидкими темпами перетворилася на високотехнологічну країну. Головними факторами, що вплинули на такий бурхливий розвиток, стали:

політика уряду, спрямована на залучення інвестиції в бізнес в Ізраїлі;
приватні інноваційні фонди.

У середньому Ізраїль витрачає понад 5% ВВП на рік тільки на розвиток наукових досліджень і технологій. Досягнення таких результатів у розвитку бізнесу в Ізраїлі пояснюється тим, що для забезпечення фінансування венчурних підприємств і компаній залучалися інвестиції від різних інноваційних фондів. На рис. 2.1 представлено галузеву структуру венчурного інвестування в Ізраїлі. У 1993 р. було започатковано державну програму «Йозма», а разом з нею і перший ізраїльський венчурний одноіменний фонд. За три роки уряд Ізраїлю сформував десять галузевих венчурних фондів, капіталізація кожного з них перевищила 20 млн.дол.США, тоді як до запуску програми в Ізраїлі працював всього один.



Джерело: Globalizing venture capital in sights and trends report 2017.

Рис. 2.1. Галузева структура венчурного інвестування в Ізраїлі у 2017 р., %

Ізраїльські венчурні компанії інвестують виключно в стартапи, залучені в розвиток технологічних інновацій в таких галузях, як комунікації, програмне забезпечення, інформаційні технології, напівпровідники, медичне обладнання та біотехнології, національна (внутрішня) безпека. Програма «Йозма» стала успішною, тому що її автори запозичили американський досвід в частині обмеженої участі держави в діяльності венчурних фондів, до прийняття ключових рішень запрошувати іноземних фахівців. Завдяки реалізації цієї програми в Ізраїлі було створено близько 80 венчурних фондів з сумарним капіталом під

управлінням приблизно в 10 млрд дол. Така система виявилася досить ефективною, оскільки вона стимулювала інноваційну активність і експорт високотехнологічної продукції з Ізраїлю, адже починаючи з 1993 року було створено понад 1 тис. старт-апів, причому близько 70 представлено на американській біржі NASDAQ, ще близько 30 торгується на різних європейських майданчиках. Обсяг коштів під управлінням провідних венчурних фондів Ізраїлю збільшився з 20 млн дол у 1993 році до 278 млн дол. у 2017 році [44].

2.2. Аналіз становлення венчурного підприємства

Венчурні компанії - особливий вид підприємницьких об'єднань - "ризикові" компанії, які займаються впровадженням нововведень у підприємницьку практику. Вони утворюються групою однодумців — учених, інженерів, спеціалістів, винахідників або науковими закладами, університетами чи приватними особами, які мають певні наукові, інженерні ідеї і хочуть реалізувати їх практично у рамках малої фірми. Малі фірми створюються і на великих підприємствах під винахідників новації.

Створення венчурного підприємства складається з трьох головних складових нововведення (нового продукту, технології, послуги); суспільної потреби та підприємця, який готовий на основі такої ідеї створити нове підприємство; ризикового капіталу для фінансування такого підприємства.

Венчурний капітал інвестується в малі наукоємні фірми як через спеціалізовані компанії, так і через пряме цільове фінансування корпораціями, а також за рахунок коштів (субсидій) окремих державних структур, пенсійних фондів, страхових компаній, зарубіжних інвесторів, особистих заощаджень населення.

Необхідно особливо виділити участь у венчурному бізнесі крупних промислових компаній. Багато хто з них зацікавлений у використанні

механізмів ризикового фінансування не для отримання додаткового доходу, який у будь-якому випадку неспівставний з доходами від їх основної виробничої діяльності, а перш за все - для досягнення цілей обраної в сучасних умовах стратегії науково-технічного розвитку. Вносячи відносно

невеликі кошти для освоєння нових проєктів малих інноваційних фірм, крупні компанії дістають доступ до нової технології і одночасно можуть дозволити собі відкласти до певного часу організацію аналогічних досліджень і розробок у власних лабораторіях.

Стадії заснування венчурної фірми:

1) Перша - група інженерів-винахідників, вчених разом з венчурним підприємцем організують компанію для виробництва нової продукції.

2) Друга - засновники розробляють економічну стратегію, вивчають ринок, прогнозують його розвиток, проводять роботу щодо підготовки виробництва, організують випуск і реалізацію нової продукції для заздальгідь одержаних замовлень певних фірм.

3) Третя - налагоджується технологія і водночас збільшується виробництво продукції для широкого споживання.

4) Четверта - вкладаються додаткові інвестиції для розширення обсягів виробництва. На цій стадії малі фірми створюють корпорації відкритого чи закритого типу, тобто проводять емісію і реалізують власні акції на ринку цінних паперів або великим корпораціям.

Сукупність інноваційних підприємств, інвесторів, які готові фінансувати відповідні процеси та трансформаційний ризиковий капітал, який виступає предметом дослідження формують ринок венчурного капіталу.

Сучасний ринок венчурного капіталу є організованим, інституціоналізованим ринком. Він характеризується асиметричною інформацією – інформаційні переваги, як правило, мають отримувачі венчурного капіталу. В цьому інституціоналізованому ринковому середовищі пропозиція та попит врівноважуються ринковими посередниками, компаніями венчурного капіталу.

Становлення венчурного капіталу збіглося за часом з бурхливим розвитком комп'ютерних технологій і зростанням добробуту середнього класу американців. Сучасні гіганти комп'ютерного бізнесу DEC, Apple Computers, Compaq, Sun Microsystems, Microsoft, Lotus, Intel зуміли стати тим, ким вони є

тепер багато в чому завдяки венчурному капіталу. Більше того, бурхливе зростання нових галузей, таких як персональні комп'ютери і біотехнологія, виявився можливим в основному за участю венчурних інвестицій.

Як будь-який інший, венчурний бізнес у своєму розвитку переживав злети і падіння, проте загальна позитивна тенденція його розвитку підтверджує ефективність на його функцію поєднання сучасних фінансових та управлінських механізмів, опори на потенціал високих технологій та енергію підприємництва.

Безсумнівний успіх венчурного бізнесу в 60-ті роки і його динамічний розвиток привернули до нього значну увагу фінансових та управлінських кіл і зажадали створення його інфраструктури та вдосконалення взаємозв'язків у галузі прямих інвестицій в цілому.

Враховуючи, що кращою стратегією "виходу" для компаній з венчурним капіталом є публічне розміщення акцій, фондові дилери відреагували на це створенням системи автоматичного котирування Національної асоціації дилерів цінних паперів (NASDAQ) - другої (після Нью-Йоркської) фондової біржі США, що спеціалізується на первинному розміщенні акцій зростаючих компаній.

У зв'язку з високою прибутковістю акцій компаній з венчурним капіталом, такі компанії стають об'єктом підвищеного інтересу для інвесторів на етапі їх підготовки до публічного розміщення. На рубежі 70-х - 80-х років стали утворюватися спеціалізовані фонди (т.зв. фонди прямого інвестування в акціонерний капітал, орієнтовані на придбання пакетів акцій таких компаній.

Фонди викупу здійснюють (або фінансують) придбання контрольного пакета акцій з одержанням повного контролю за використанням активів компанії та здійснення нею ділових операцій. Мезонинні фонди спеціалізуються на

інвестиційному фінансуванні компанії безпосередньо перед виходом на фондовий ринок. В даний час в США сумарний капітал фондів прямого інвестування в 4 - 5 разів перевищує капітал венчурних фондів.

Дотепер США були безумовним лідером у сфері венчурного бізнесу. До кінця XX ст на США доводилася половина всього обсягу венчурних інвестицій у світі. Відкриття і діяльність малих венчурних підприємств у США стало не лише фактором поштовху науково-технічного розвитку, а у 8-х роках перетворилося в інструмент виявлення, створення й ефективного відбору інновацій.

Капітал для венчурних інвестицій надається корпоративними і індивідуальними венчурними інвесторами. Основну частину корпоративного сектору становлять незалежні венчурні фонди (компанії, фірми). Учасниками таких фондів можуть бути як юридичні, так і фізичні особи. Основний обсяг капіталу фондів (понад 50%) утворюється внесками державних і приватних пенсійних фондів США. Крім пенсійних фондів, активну участь у венчурних фондах приймають комерційні й інвестиційні банки, страхові компанії, державні й благодійні фонди, корпорації. Індивідуальний сектор венчурного бізнесу представляють приватні інвестори, так звані "бізнес-ангели".

Найбільш важлива роль "бізнес-ангелів" виявляється на ранніх стадіях зародження й формування компанії, тобто коли компанія готується до виходу на ринок або фондову біржу.

За даними Національної Асоціації Венчурного Капіталу США (EVCA), американські компанії, які використовували венчурний капітал протягом 30 років у період з 1975 по 2015 роки, в сукупності створили понад 10 мільйонів нових робочих місць і принесли понад 40 трлн. доларів доходу. Зараз у них вже зайнято 9% робочої сили приватного сектора США і створюється 16,6% ВВП.

За останні кілька десятиліть венчурний капітал підтримав цілий ряд відомих компаній: Microsoft, Intel, Apple, Cisco, Yahoo, Hotmail, Google, Skype і багато інших. Пріоритетні позиції в переліку пріоритетів також займають

телекомунікаційні технології, біотехнології, медицина і охорона здоров'я, споживчі товари та послуги.

Венчурний бізнес в США є сьогодні сегментом (і не найбільшим) галузі прямих інвестицій в акціонерний капітал, однак значення його важко переоцінити, тому ризиковий капітал є практично єдиним джерелом фінансової підтримки малих інноваційних підприємств на найраніших стадіях існування - від ідеї до виходу і закріплення їх продукції на ринку. Саме тому венчурний капітал став центром кристалізації для формування в США сучасної потужної індустрії прямих інвестицій.

Необхідно відзначити, що останнім часом значно активізувався приплив в європейські венчурні фонди зарубіжних капіталів. Це в першу чергу свідчить про зростаючу стабільність і привабливість європейського ринку, багато в чому забезпечується інтеграційними процесами, що відбуваються в Європі в останні роки. Крім того, європейський венчурний капітал характеризується (знову ж у силу об'єднувачих тенденцій) високим ступенем міждержавної інтеграції: з залученого в 1998 р капіталу близько 48% припадає на міжнародні (в рамках Європи) венчурні фонди.

Внутрішня норма прибутковості інвестицій останнього десятиліття, здійснених європейськими венчурними фондами, зберігається на досить високому рівні. Середня нетто-прибутковість для інвесторів склала 25%.

Основні етапи інфраструктурного розвитку європейського венчурного бізнесу багато в чому повторюють американський досвід. Створення в 1983 р Європейської асоціації прямого інвестування і венчурного капіталу (EVCA) було спільною ініціативою представників венчурної індустрії і Європейської комісії. Асоціація, що включала на момент утворення 43 члена, в даний час об'єднує більше 500 активних учасників венчурного бізнесу з більш ніж 30 країн і є авторитетним представником європейської галузі прямих інвестицій.

Діяльність асоціації спрямована на створення в Європі сприятливих умов для розвитку венчурного бізнесу. Основними стратегічними завданнями, на вирішення яких націлена асоціація, є: залучення інституціональних інвесторів

до участі у венчурному інвестуванні, представлення інтересів своїх членів та інших учасників венчурної індустрії в європейських структурах, вироблення ефективних і доступних стратегій і механізмів виходу венчурного капіталу. Також на відміну від США, європейські венчурні фонди розміщують

інвестиції практично в усі сектори економіки. В останні роки відбувається переорієнтація європейських венчурних інвестицій в технологічний сектор.

За участю Європейської асоціації венчурного капіталу була створена Європейська асоціація біржових дилерів (EASD) - об'єднання венчурних капіталістів, біржових дилерів, інвестиційних банків та інших інвестиційних інститутів - для формування механізмів підтримки економічного розвитку та інновацій в Європі. Однією з перших ініціатив EASD стало створення європейської фондової біржі для активно зростаючих молодих компаній -

Системи автоматичного котирування Європейської асоціації біржових дилерів (EASDAQ). Її структура та принципи функціонування запозичені з аналогічної американської структури - NASDAQ. Біржа не має торговельного майданчику, використовується система електронних торгів, розпочатих в листопаді 1996 р. В даний час в торговельних процесах EASDAQ беруть участь компанії з Великобританії, Франції, Німеччини, Нідерландів,

Швейцарії, Австрії, Бельгії, Португалії, Італії, Данії, Фінляндії, Греції та Люксембурга. Акції деяких компаній, що торгуються в EASDAQ, також котируються і на американській біржі NASDAQ.

Європейське співтовариство приділяє серйозну увагу підтримці становлення та розвитку венчурного бізнесу в країнах Центральної та Східної Європи (колишні країни «народної демократії»), а також в «нових незалежних державах» (колишніх республіках Радянського Союзу). За участю Європейського банку реконструкції та розвитку (ЄБРР) і EVCA розгорнуті відповідні масштабні програми.

На відміну від структури галузевих переваг у США, європейські венчурні фонди більш диверсифіковані і розміщують інвестиції практично у всі сектори економіки. В останні роки відбувається переорієнтація

європейських венчурних інвестицій в технологічний сектор, що є загальносвітовою тенденцією для промислово розвинених країн.

Участь урядів західних країн у процесі венчурного інвестування відіграє велику роль. З одного боку, воно демонструє бажання і здатність держави

розділити ризики з комерційними інвесторами і розуміння державою необхідності збереження національних приватних капіталів на ринку своєї країни, з іншого боку, така участь стимулює залучення в реальний сектор

економіки громадських коштів. Частка громадських коштів (пенсійних фондів і страхових компаній) у венчурному капіталі Європи становить до 35% всіх

інвестицій. Прикладом такої участі держави у венчурному інвестуванні можуть служити фонди, створюваних при істотній участі (до 40%) держави.

Найбільш відомі з них фонди: Sitra (Фінляндія), UK High Technology Fund (Великобританія); фонди, створені за участю KFW (Німеччина).

Останнім часом значний розвиток ринок венчурного капіталу отримав не тільки в європейських країнах, але і в Японії, Китаї, Республіці Корея, Сингапурі, Ізраїлі, Австралії, Чилі, Мексиці.

Більше того, венчурний капітал з «посівного капіталу» (seed capital) і «стартового капіталу» (start capital), що не зменшуючи своєї ролі «каталізатора» малого бізнесу, перейшов у більш зрілі

стадії свого розвитку стає ще «капіталом розвитку» (development capital) і «капіталом розширення» (expansion capital).

Загалом, за даними Dow Jones Venture Source, венчурні інвестори по всьому світу у 2020 році відновили активність після світової фінансової кризи

та вклали близько 12,3 млрд дол США в 1270 угод з компаніями, що знаходяться в США, Європі, Канаді, Ізраїлі, материковій частині Китаю та

Індії. У порівнянні з аналогічним періодом 2019 року, зростання інвестицій складало 31%, а зростання кількості угод - 16% (9 млрд дол США в 1124

угодах в минулому році).

Протягом найближчих 20 років при стабільному політичному кліматі в країнах ЦСЄ ринок венчурного капіталу буде розвиватися прискореними

темпами. Про потенційні можливості розміщення венчурного капіталу в

цьому регіоні можна побачити за наявними даними про територіальний розподіл венчурних вкладень США за межами американського континенту.

Вони свідчать про те, що в країні Західної Європи було спрямовано 79,2% всіх інвестицій, а в країні Східної Європи - тільки 6%, при цьому фактичні

вкладення були значно нижчі за контрактні показників. Це говорить, з одного боку, про відсутність в регіоні достатньої кількості об'єктів, привабливих для

іноземного інвестування, а з іншого - про великі потенційні можливості венчурного фінансування.

Виходячи з вищевикладеного можна зробити висновок, що сфера венчурного фінансування в країнах Європи буде поступово збільшуватися.

Розширення даній області діяльності нерозривно пов'язано із збільшенням експорту товарів. По завершенні початкових стадій розвитку, що реалізуються

в межах внутрішнього ринку, підприємства, що виробляють сучасну і привабливу для покупців продукцію, все більшою мірою будуть

орієнтуватися на експорт. Це відкриває сприятливі перспективи і для зовнішньоторговельних фірм, які завдяки співпраці з фондами венчурного

капіталу можуть отримати сукупний ефект, що приносить прибуток всім учасникам.

За останній період значний розвиток венчурна індустрія одержала не тільки в європейських країнах, але й у Японії, Китаї, Республіці Корея,

Сінгапурі, Ізраїлі, Австралії, Чилі, Мексиці.

2.3. Особливості венчурного інвестування в Україні

В Україні розвиток венчурного інвестування розпочався в 1992 р. після підписання угоди про створення Фонду " Україна " – першого українського венчурного фонду. Початком міжнародного венчурного інвестування в

Україні слід вважати 1993 рік, коли на Токійському самміті між урядами країн «великої сімки» та Європейським Союзом було прийнято Угоду про

підтримку щойно приватизованих підприємств за Державною програмою масової приватизації, в межах якої близько 15 000 малих і середніх підприємств перейшли до приватних власників.

Розвиток венчурних фондів в Україні можна поділити на два етапи (табл.

2.5).

Таблиця 2.5

Етапи розвитку венчурних фондів в Україні

Етапи	Період	Особливості	Характеристика
Венчурні фонди іноземного походження	1991-2010 рр.	Напрями інвестування відрізнялись від звичайних для венчурних фондів в бізнесі менш ризикових та традиційних галузей	Характеризується створенням та функціонуванням в Україні 7 венчурних фондів за рахунок іноземних інвестицій
Розвиток українських венчурних фондів	2010 р. – до сьогодні	Прийняття Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»	Створення венчурних фондів резидентами України

Джерело: складено автором

Перший етап охоплює 1992-2010 рр., що характеризується створенням та функціонуванням в Україні 7 венчурних фондів за рахунок іноземних інвестицій. За

період до 2013 р., сукупні інвестиції цих фондів склали більше 127,5 млн. дол. США

в більше ніж 106 підприємств.

Для успішного функціонування венчурних фондів та розвитку високого рівня інноваційної діяльності, держава намагалась створити додаткові умови для залучення прямих іноземних інвестицій. Адже саме ці фінансові активи в

багатьох випадках стають основою і початковим етапом у розвитку

інноваційної високотехнологічної діяльності. Отримання іноземних інвестицій, умови їх залучення – це фактор, що характеризує інвестиційну діяльність і сприяє подальшому розвитку зовнішньоекономічних зв'язків.

Інвестиційна привабливість визначається суб'єктами інвестування за

загальним інвестиційним кліматом в країні, умовами проведення

зовнішньоекономічної діяльності, у тому числі правовими та митними.

Кожна держава має свою систему цін на ресурси, податкову політику і законодавчу базу, різний рівень розвитку галузей і, відповідно, виникають розходження в прибутковості суб'єктів і об'єктів інвестування. Імпортні та експортні операції з переміщення капіталу пов'язані також з політичною стабільністю та рівнем торгівлі на міжнародному ринку.

В Україні вважали прямі іноземні інвестиції (ПІІ) основним джерелом розвитку в перехідний період. Проте напрями інвестування відрізнялись від звичайних для венчурних фондів в бік менш ризикових та традиційних галузей [48]. Так, у галузевій структурі агропромислового комплексу України іноземні інвестиції спрямовуються в основному не у виробництво та первинну переробку сільськогосподарської сировини, а в харчову промисловість. Іноземні інвестиції нерівномірно розподілялися і по регіонах країни. Найбільш пріоритетними, з точки зору аналізу політики реформ, завжди були: Дніпропетровська, Донецька, Запорізька, Київська, Львівська, Одеська, Харківська області та м. Київ, що обумовлено концентрацією виробництва та наявністю виробничої інфраструктури саме в цих регіонах.

Невеликим з огляду на економічний потенціал України є і загальний обсяг іноземних інвестицій. Фактори, що визначають рівень іноземного інвестування в Україні, можна поділити на дві групи залежно від очікувань інвесторів (табл. 2.6).

Перешкоди на шляху інвестицій є значно помітнішими за переваги, а це визначає нестабільність інвестиційного процесу в країні, що залежить від багатьох (суб'єктивних факторів). Але ключовими причинами, що перешкоджають іноземним інвестиціям, є нестабільність і невизначеність у законодавстві, особливо непередбачуваними є зміни в оподаткуванні.

У період з 1994 по 1996 рр. поступово було створено 11 регіональних венчурних фондів у партнерстві між Європейським банком реконструкції та розвитку (СБРР), що виділив 310 млн. дол. США на фінансування акціонерного капіталу в Києві, і країнами - донорами (Франція, Німеччина, Італія, Японія, США, Фінляндія, Норвегія та Швеція), які виділили 207 млн. дол. США у вигляді безоплатних позичок.

Таблиця 2.6
Фактори, що впливають на прямі іноземні інвестиції

Переваги, що отримують іноземні інвестори	Перешкоди для інвестування
1) географічне положення в Європі; 2) велика кількість населення та потужний споживчий ринок; 3) сприятливі природні умови; 4) великий за розмірами ринок; 5) нерозвинена виробнича і соціальна інфраструктура; 6) високий рівень освіти населення; 7) рівень кваліфікації робочої сили, в тому числі інженерно-технічних працівників; 8) низький рівень заробітної плати; 9) соціальна незахищеність працівників; 10) низький рівень конкуренції в країні.	1) Негативний міжнародний рейтинг України; 2) Відсутність політичної відповідальності держави; 3) відсутність стабільності в законодавстві; 4) бюрократичний апарат з низьким рівнем доходів; 5) відсутність ініціативи прийняття рішення; 6) тривалий термін розгляду документів для реєстрації спільних підприємств; 7) низькі темпи приватизації; 8) відсутність державних гарантій для іноземних інвестицій, які могли б захистити в суді; 9) складна процедура отримання віз; 10) труднощі при отриманні дозволу на трудову діяльність; 11) складна податкова система (великі податки і збори, суб'єкти в на інтерпретація діючих законів); 12) нерозвинений внутрішній фінансовий ринок; 13) недостатньо розвинені і дорогі послуги інфраструктури

Джерело: складено автором

В Україні до 2014 року лише три фінансові інституції (Western NIS Enterprise Fund, EuroVentures, та фонд “Україна”) працювали на постійній основі у сфері венчурного фінансування, що майже повністю виключало можливість конкурентної боротьби між ними. Крім того, названі фінансові інституції були іноземними за юрисдикцією, походженням капіталу та складом керівництва. Загальна сума залученого цими фондами капіталу з 1999 року по 2014 рік оцінювалася у 200-300 млн.дол.США, але фактично ними було інвестовано лише 100 млн.дол.США. Розмір вкладених венчурними фондами коштів в Україні склав не більше 1% від щорічних надходжень в європейські венчурні фонди, отримали венчурне фінансування лише 1-2% приватних підприємств [13].

Другий етап розвитку венчурних фондів в Україні розпочався в 2010 р. За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, в 2013-2019 рр., кількість венчурних фондів зростає в 13,9 разів, а величина чистих активів в 63,1 раза, темпи зростання цих показників уповільнились більш ніж в 2 рази за вказаний період,

найбільше уповільнення спостерігалось після всевітньої фінансової кризи в 2017 р., дані наведені в таблиці 2.7.

Таблиця 2.7

Динаміка показників венчурних фондів в Україні за 2013 – 2019 рр.

Рік	Загальна кількість, од.	Чисті активи, млн. грн.	Середня дохідність, % річних	Темпи росту кількості, %	Темпи росту чистих активів, %	Відсотки від капітальних інвестицій
2013	54,00	1 406,50				
2014	121,00	4 553,80	61,40	224,07	323,77	3,38
2015	265,00	12 741,50	63,07	219,01	279,80	6,54
2016	417,00	24 930,70	31,78	157,36	195,67	6,47
2017	652,00	48 892,60	32,90	156,35	196,11	10,28
2018	708,00	62 546,10	12,30	108,59	127,93	9,00
2019	750,00	88 752,70	10,99	105,93	141,90	17,39

Джерело: складено автором

Динаміка показників венчурних фондів свідчить, що їх кількість та капіталізація постійно зростали прискореними темпами з 2013 р., зростання продовжувалось навіть після кризи. У 2019 р. загальний приріст чистих активів венчурних фондів склав 17,39% всіх капітальних інвестицій, що є досить значною величиною, проте, як, зазначають українські дослідники, більшість вітчизняних венчурних фондів не виконують тієї економічної функції, яка їм притаманна в економічно розвинених країнах, а саме фінансування інвестиційних проектів новостворених підприємств за рахунок інвестицій учасників фонду.

По-перше, більша частка інвестицій венчурних фондів до 2018 р. спрямовувалась в сферу нерухомості та будівництва, оскільки дохідність таких інвестицій складала до 82% річних при відносно невисокому ризику та термінах проектів [27]. По-друге, більшість венчурних фондів не була створена як результат акумуляції коштів сторонніх інвесторів, а представляла собою інструмент фінансово-промислових груп, що використовувався для перерозподілу коштів між підприємствами та для оптимізації оподаткування, тоді як венчурне інвестування є одним із найважливіших джерел капіталу для компаній малого та середнього бізнесу.

Серед особливостей розвитку венчурного фінансування можна виділити, по-перше, наявність в Україні закритих і недиверсифікованих венчурних фондів, цінні папери яких можуть розміщуватися тільки шляхом приватного розміщення і тільки серед юридичних осіб, що обумовлює складність входу до складу венчурних фондів.

По-друге, найчастіше українські венчурні фонди формуються на інвестиційні кошти закордонних компаній або осіб, а отже їх дохід витікає закордон, а не залишається в Україні. По-третє, більшість українських венчурних фондів віддають перевагу фінансуванню проектів середнього рівня ризику, тоді коли інноваційні проекти – проекти з високим рівнем ризику [20]. По-четверте, сприяння та підтримку дрібних підприємців-початківців (винахідників, інженерів, науковців), які намагаються самостійно запровадити у виробництво свої унікальні винаходи та перспективні проекти.

Слід зауважити, що попит на венчурний капітал в Україні різко збільшився в 2015-2016 роках і досяг свого апогею в квітні 2017 року [15]. Венчурний капітал в Україні не демонстрував вираженої орієнтації на фінансове забезпечення високотехнологічних проектів. Інвестиціями цих фондів у період з 2015 по вересень 2017 року були охоплені, перш за все, будівництво, сільське господарство, фінансові послуги, транспорт, виробництво продуктів харчування та напоїв, машинобудування, оптова торгівля. Найпривабливішими сферами в Україні для венчурних інвестицій є будівництво, хімічна й добувна промисловість, переробка сільгосппродукції, харчова промисловість, роздрібна торгівля, в той час, як у країнах ЄС і в США – це інвестиції в інновації [20].

Заданими Світового Банку, в розрахунку на душу населення рівень венчурного фінансування в Україні у 2019 р. становив 26,2 дол. США (у США – 1148,1 дол.; в Японії – 1023,3 дол.; Німеччині – 807,9 дол.; Великій Британії – 580,5 дол.; Франції – 693,1 дол.; Італії – 309,7 дол.; Росії – 128,4 дол.; Чехії – 344,4 дол., Польщі – 83,9 дол.). За 2019 рік у США частка венчурного фінансування інноваційних проектів банківським сектором становила 63,7 %, у Німеччині – 66,8 %, у Японії – майже 75 % [26].

Стримування інноваційного розвитку в Україні визначається дефіцитом фінансових ресурсів, падінням платоспроможного попиту на науково-технічну продукцію з боку держави, погіршенням матеріально-технічної бази досліджень та іншими, не менш важливими чинниками. Водночас, обсяги загальних витрат на фінансування інноваційної діяльності за останні роки дещо скоротились (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

Джерела фінансування інноваційної діяльності в Україні

Рік	Загальна сума витрат, млн.грн.	У тому числі за рахунок коштів			
		власних	державного бюджету	іноземних інвесторів	інші джерела
2009	1757,1	1399,3	7,7	133,0	22,5
2010	1951,4	1654,0	55,8	58,5	203,1
2011	3013,8	2141,8	45,5	264,1	262,4
2012	3059,8	2148,4	93,0	130,0	688,4
2013	4534,6	3501,5	63,4	112,4	857,3
2014	5751,6	5045,4	28,1	157,9	15,7
2015	6160,0	5211,4	114,0	176,2	658,0
2016	10850,9	7999,6	145,0	321,8	2385
2017	11994,2	7264,0	337,0	115,4	4278
2018	7949,9	5169,4	127,0	1512,9	158,9
2019	8045,5	4775,2	87,0	2411,4	108,1

Джерело: [26]

Аналіз динаміки джерел фінансування інноваційної діяльності за 2009-2019 роки свідчить про тенденції зменшення загальної суми витрат на їх впровадження, а саме за рахунок коштів з власних джерел. Підприємствам доцільно розглядати кошти вітчизняних, іноземних інвесторів та інші як джерела фінансування інвестицій, а не лише розраховувати на державне фінансування інноваційних проектів. Тому основними інститутами фінансування інноваційних проектів є венчурні фонди.

Механізм інвестування через венчурний фонд є простим і одночасно прозорим. Інвестори за допомогою компанії з управління активами створюють венчурний фонд і передають свої грошові резерви в обмін на інвестиційні сертифікати фонду.

Схематично механізм інвестування через венчурний фонд можна зобразити так на рис. 2.2.

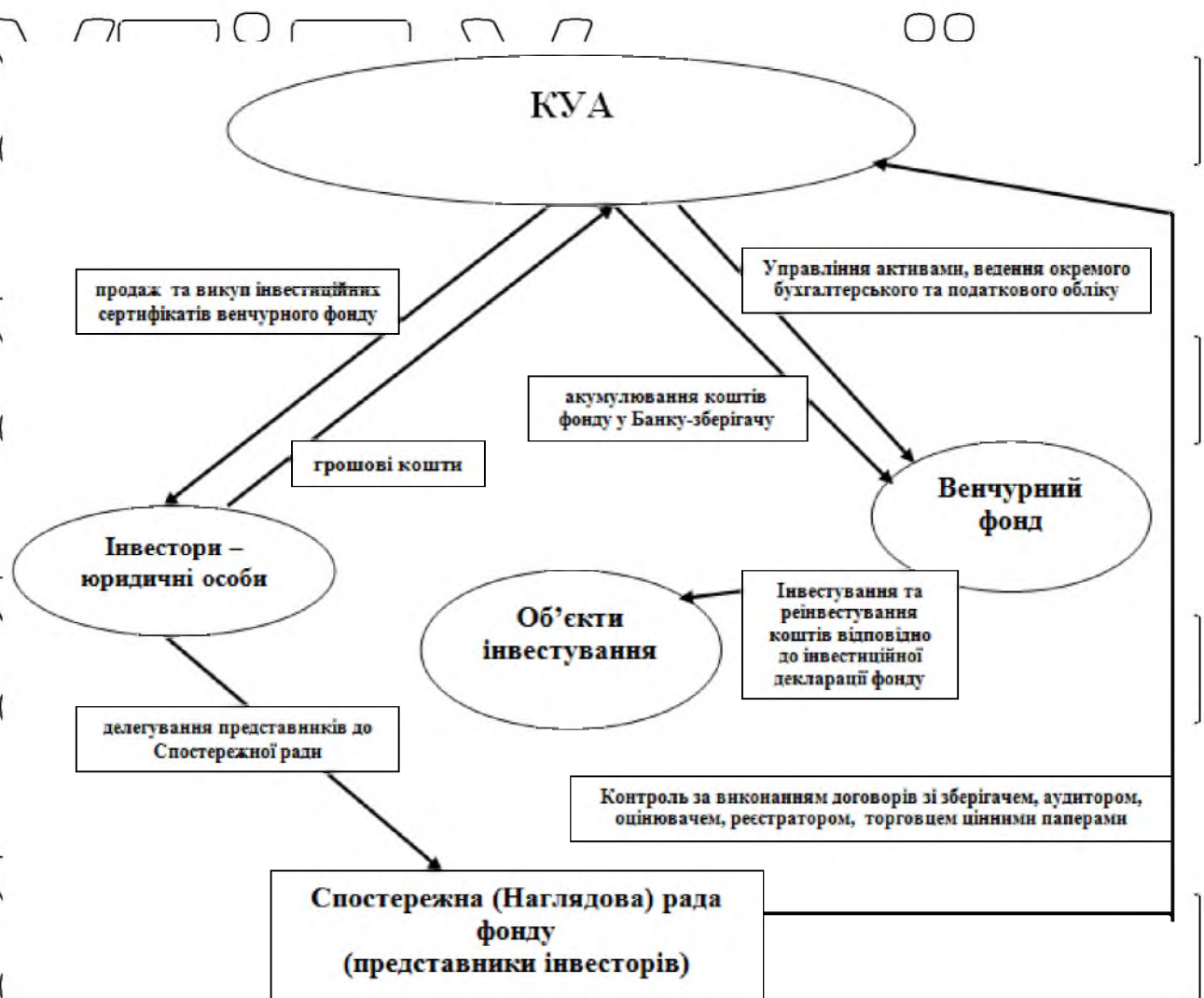


Рис. 2.2. Напрямки інвестування коштів (склад активів) венчурного фонду [37]

Отримані від інвесторів кошти компанія з управління активами венчурного фонду може вкладати (інвестувати) в такі активи:

- об'єкти нерухомості (будівлі, земля);
- акції та інші цінні папери;
- цінні папери іноземних держав та інших іноземних емітентів;
- корпоративні права, виражені в інших, ніж цінні папери, формах;
- цінні папери, що не допущені до торгів на фондовій біржі або в торговельно-інформаційній системі;
- боргові зобов'язання емітентів, частка у корпоративних правах яких входить до складу активів цього фонду, оформлених вексями, облігаціями та договорами позики (тобто венчурний фонд може надавати кредити підприємствам, цінні папери яких перебувають в його активах).

Звичайно, що до складу активів венчурного фонду входять і власні грошові кошти фонду, у тому числі в іноземній валюті, на банківських поточних та депозитних вкладах.

Інвестування коштів венчурного фонду здійснюється компанією з управління активами з дотриманням вимог інвестиційної декларації, що є невід'ємною частиною Регламенту фонду.

Переваги венчурного інвестування

Участь у венчурному фонді надасть інвестору можливість:

- оптимізувати розмір податкового навантаження на підприємства;
- мінімізувати ризики за рахунок диверсифікації фінансових вкладень, вибору проектів, які відрізняються сферами споживачів чи виробництва, стадіями розвитку, стратегією виходу з проекту;
- надавати підприємствам позики, не забезпечені заставою, при умові володіння венчурним фондом корпоративними правами цього підприємства;
- створити ефективний механізм контролю за діяльністю проінвестованих підприємств за рахунок прямої участі компанії з управління активами венчурного фонду в управлінні такими підприємствами.

Венчурний фонд дає можливість перерозподілити фінансові потоки таким чином, щоб інвестиції поступали на фінансування конкретних проектів і не оподатковувались на проміжних етапах (при надходженні доходів від реалізації венчурних проектів і їх подальшому інвестуванні у нові проекти). Оподаткування здійснюється лише при кінцевій виплаті доходів учасникам венчурного фонду.

На відміну від банків, венчурні фонди можуть надавати підтримку навіть тим підприємствам, які не в стані вийти на темп бізнесу, достатній для погашення кредиту та виплати відсотків по ньому, чи навіть не вправі претендувати на кредит за своїми базовими показниками або внаслідок відсутності ліквідної застави. Також, для венчурних фондів не встановлені обмеження щодо розмірів інвестицій в один проект, а також відсутні вимоги щодо формування обов'язкових резервів при здійсненні кредитних операцій.

Інвестування в проекти за допомогою венчурного інвестиційного фонду окрім того що, як вже зазначалося, не потребує надання застави, є також більш привабливим по зрівнянню з банківським кредитуванням в силу того, що:

- жодна банківська установа не надасть на 7-10 років суму кредиту, що вимірюється десятками чи сотнями мільйонів гривень, та ще й без процентів;
- пайовий інвестиційний фонд не зобов'язується перед інвестором виплатити дивіденди за інвестиційним сертифікатом будь-що, а лише за умови прибуткової діяльності фонду.

Український ринок прямих і венчурних інвестицій, залишається недостатньо розвиненим, характеризується порівняно невеликим обсягом акумульованого капіталу у фондах прямих і венчурних інвестицій, незначними фінансовими активами діючих фондів. Необхідність подолання існуючих перешкод на шляху розвитку сфери фінансування венчурних інвестиційних проектів, вимагає не лише

істотних змін у регулятивному механізмі венчурного фінансування, а й у застосуванні більш ефективних методів їх фінансування. Державна «зарегульованість», подвійне оподаткування прибутку (на рівні фонду й інвесторів), невідповідності у моделях функціонування венчурних фондів обмежують

можливості використання «швидкого» капіталу для забезпечення поетапного фінансування венчурних проектів за необхідністю (принцип «commitments»), що значно знижує інтерес із боку інвесторів. Крім того, відсутність прийнятних організаційно-правових форм для здійснення колективної інвестиційної діяльності, що враховує особливості ризикових венчурних проектів, є також істотною перешкодою на шляху розвитку інноваційного підприємництва в Україні, знижує інвестиційну привабливість країни для іноземних інвесторів.

Особливу увагу створені Фонди звертали на компанії, орієнтовані на місцеві ринки споживчих товарів, в основному, продовольчих або пов'язаних з ними (упаковка в Києві, післяпродажне обслуговування і т. д.), але тільки не науково - технологічний сектор [25].

Першу інвестицію було зроблено в 1995 році. Проте, процес інвестування був ускладнений такими факторами:

рання стадія розвитку ринкової економіки,
 – механізми прямого інвестування не були розвинені, а розуміння цього процесу обмежене;

- менеджери компаній остерігалися зовнішніх інвесторів;

менеджери Фондів не були адаптовані до українських умов, і створення управляючих команд протікало повільно,
 – відсутність прямих контактів між менеджерами Фондів, їх роз'єднаність.

На початку 1990-х років в Україні, крім 11 регіональних фондів ЄБРР, почали свою діяльність 3 американських фонди та 5 фондів, створених спільно ЄБРР та Міжнародною фінансовою корпорацією. Картина на початок 2009-х років сильно не змінилася, крім того, що з'явився ряд фондів, створених за участю капіталу європейських країн.

Якщо проаналізувати ринок венчурного капіталу в США і Європі, можна побачити, що джерелами коштів венчурних фондів є, в основному, пенсійні фонди, страхові компанії, банки, а також урядові агентства і приватні інвестори.

В Україні ж участь коштів приватних пенсійних фондів і страхових компаній у венчурних фондах економічно є неможливою, з одного боку, через недосконалість існуючого законодавства, а з іншого – через низькі обсяги акумульованих коштів.

Венчурний капітал національного походження ще не сформувався, на відміну, наприклад, від, скажімо, Фінляндії, де понад 80% коштів, які працюють на венчурному ринку, мають національне походження [11]. І найближчим часом ситуація істотно не зміниться з огляду на рецесію, яка може тривати до 2017 року, а це не сприятиме накопиченню фінансових ресурсів.

Критеріями та пріоритетами, якими керуються венчурні фонди в Україні при виборі компанії для інвестування, є такі:

- венчурний капітал за своєю природою може бути спрямований тільки в приватний бізнес;

- висока кваліфікація менеджменту компанії, в яку вони мають намір здійснити інвестиції;

- довгострокові проекти, які мали б стабільний розвиток;

– наявність у компанії розвинутої дистрибуторської мережі і стабільної сировинної бази;

– галузь, в якій працює компанія-одержувач інвестицій.

Так, Western NIS Enterprise Fund обрав для себе такі пріоритетні галузі для інвестування в Україні: переробка сільгосппродукції, виробництво і переробка продуктів харчування, виготовлення запасних частин для автомобілів, виробництво упаковок і будівельних матеріалів. При цьому фахівці фонду відзначають, що цей вибір не був випадковим. По-перше, компанія спробувала виявити ті галузі української економіки, де національне виробництво має найкращі шанси вистояти проти зарубіжної конкуренції і вийти на міжнародні ринки. По-друге, фахівці фонду брали до уваги, що коли економіка України загалом почне зростати, одні галузі будуть у своєму розвитку випереджати інші. Приміром, якщо купівельна здатність українця збільшиться, він, швидше за все, в першу чергу захоче поліпшити свої житлові та побутові умови. Тому є підстави вважати, що продукція перерахованих вище галузей буде користуватися найбільшим попитом. Ця теза підтверджує досвід інших країн Східної Європи – Польщі, Чехії, Угорщини.

Але фахівці фонду не обмежуються пошуком саме в цих галузях виробництва.

Компанія приділяє дуже багато уваги дослідженням потенціалу різних галузей економіки, роблячи акцент на країнах, що розвиваються, компаніях і галузях виробництва з великим потенціалом для подальшого зростання.

Як вже зазначалося вище, процес венчурного інвестування полягає в покупці венчурним фондом частини статутного капіталу обраної компанії. При цьому є відмінності в політиці різних фондів щодо структури інвестиційних портфелів. Так, стратегія Global Finance полягає в тому, щоб викуповувати контрольний пакет акцій в об'єкта інвестування. Це пов'язано з тим, що фонд орієнтований не на спекулятивний дохід, а прагне повного контролю над компанією [30]. У той же час Euroventures Ukraine вважає більш доцільним купувати відносно невелику частку в статутному капіталі інвестованої компанії. Головне, на думку її експертів, щоб інвестованих грошей вистачило для забезпечення зростання прибутковості і капіталізації компанії. При цьому контроль за діяльністю об'єкта інвестицій

здійснюється у формі моніторингу ефективності менеджменту компанії, а також шляхом включення до ради директорів компанії представника фонду з правом накладення вето на ключові рішення.

Крім цього, венчурний фонд, як правило, активно бере участь у діяльності фірми, надаючи їй різні консультації. Зокрема, Western NIS Enterprise Fund практикує проведення інтенсивних семінарів з питань корпоративних фінансів, бухгалтерського обліку, маркетингу і стратегії управління для генеральних директорів, а також інших провідних фахівців компаній, в які здійснені інвестиції.

Специфічні для України додаткові ризики венчурного бізнесу полягають в тому, що складно знайти підприємство з перспективою швидкого зростання капіталізації, а нестабільність законодавства не дозволяє інвесторам планувати свою діяльність на довгострокову перспективу (табл. 2.9).

Таблиця 2.9

Характеристики венчурного інвестування в Україні у 2016-2020 рр.

Параметри оцінки	2016	2017	2018	2019	2020
Кількість венчурних компаній	651	638	690	1226	1451
Вартість активів, млрд. грн.	21,46	58,69	76,03	86,44	103,66
Вартість активів, % від усіх ІСІ	80,03	92,78	92,11	91,24	91,99

Джерело: Українська асоціація інвестиційного бізнесу

І, хоча венчурні інвестиції розраховані на термін від 3 до 7 років, величезні розміри тіньового сектору економіки не дають можливості інвестору коректно оцінити свою частку в компанії, оскільки не завжди на підставі звітних даних можна вірно проаналізувати фінансовий стан господарюючого суб'єкта [36]. Збільшенню кількості операторів венчурного ринку в Україні, на думку експертів Western NIS Enterprise Fund, не сприяє й існуюча система державного ліцензування та сертифікації, а також постійний тиск на інвесторів і підприємців з боку різних контролюючих органів. «Сьогодні в Україні дуже мало об'єктів, цікавих для венчурного капіталіста, внаслідок чого навіть ті мізерні ресурси венчурного капіталу, спрямовані в Україну, іноді важко знаходять своє застосування» [9].

Серед інших форм інвестування в Україні венчурний бізнес посідає помітне місце (рис. 2.3).

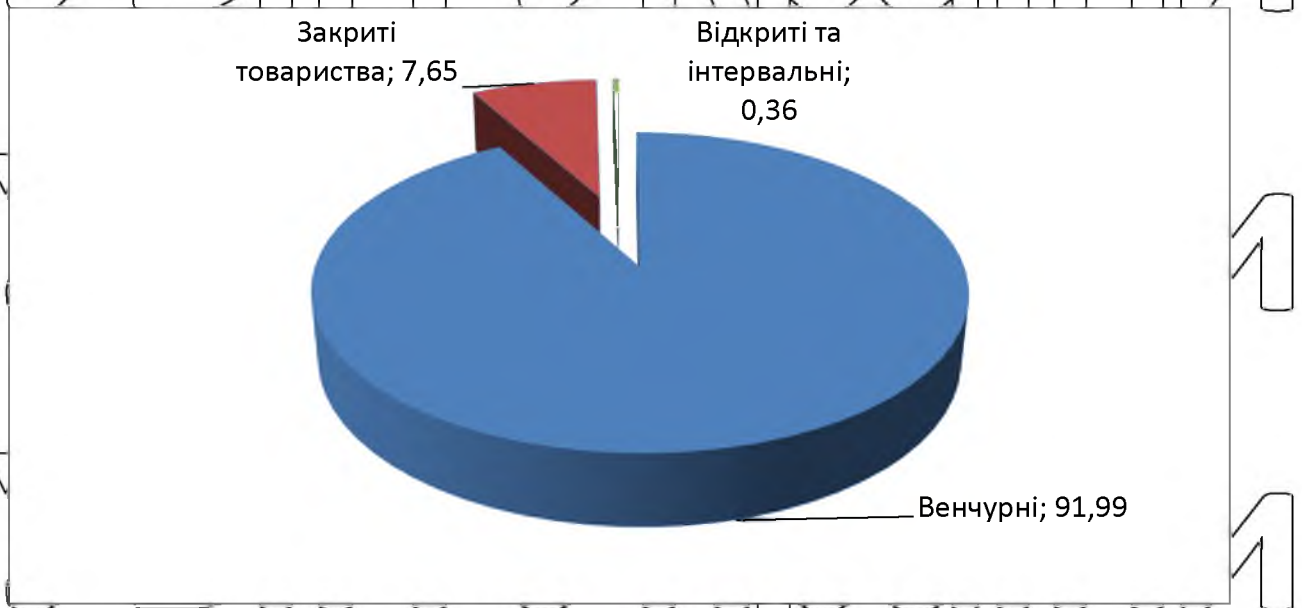


Рис. 2.3. Форми інвестування у венчурному бізнесі в Україні, 2020 рік(млн. грн.)

Джерело: Українська асоціація інвестиційного бізнесу

Говорячи про структуру розподілу коштів, наданих венчурними фондами в Україні за 2020 рік, слід зазначити, що близько 5% було спрямовано в сектор виробництва споживчих товарів, 5,2 % - у фінансовий сектор та менш за все - у сферу споживчих послуг (рис. 2.4).

На сьогоднішній день основними об'єктами вкладень вітчизняних венчурів є цінні папери та боргові зобов'язання афільюваних осіб, будівництво житла, офісів, об'єктів торгівлі, операції з нерухомістю тощо [180, с. 352]. Вже в 2013 році загальна сума залучених венчурними фондами коштів склала близько 200-300 млн дол. США, при цьому розмір вкладених коштів в Україну становить не більше 1% від щорічних надходжень, наприклад, в європейські венчурні фонди [12].

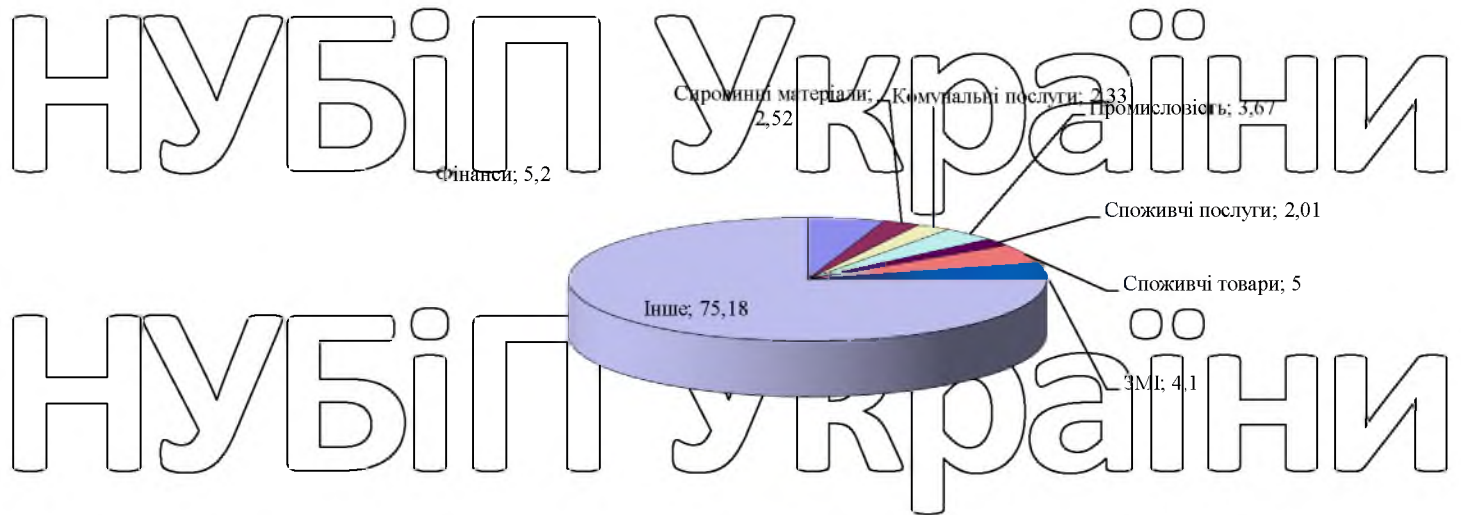


Рис. 2.4. Структура розподілу коштів венчурних фондів до 2020 р.

Джерело: [22]

Підтвердженням недостатнього розвитку венчурного інвестування є дані Світового економічного форуму, згідно з якими за рівнем доступності венчурного капіталу України посіла в 2020 році 110 місце зі 144 країн, піднявшись на 4 пункти порівняно з 2019 роком.

Оскільки Україна встала на шлях інноваційного розвитку та створення венчурних фондів, то варто було б розглянути структуру створення та використання передових технологій національними підприємствами.

Таблиця 2.10

Кількість створених і використаних підприємствами за видами економічної діяльності передових технологій за 2020 р.

	Кількість створених передових технологій	Кількість використаних передових технологій
Усього	486	14038
Промисловість	141	9721
Добувна промисловість	3	254
Переробна промисловість	35	8824
будівництво		32
Інформація та телекомунікація	3	276
Освіта	35	720
Охорона здоров'я	11	549

Джерело: [44]

Загалом, галузева структура венчурних вкладень в Україну зовсім не схожа на галузеву структуру вкладень в розвинених країнах, де половина з них припадає на інформаційні та біотехнології [32]. Венчурні фонди в Україні

хоча і не сприяють активізації інноваційної діяльності, все ж опосередковано виконують деякі корисні функції. Наприклад, повертають державні гроші з офшорів, концентрують капітал у найбільш динамічних галузях і виробництвах, створюють нові робочі місця [39].

Відчизняна венчурна індустрія виникла за підтримки міжнародних фінансових організацій. Основним інвестором венчурних фондів був Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР), який створював регіональні венчурні фонди і фонди прямого інвестування малих підприємств, де є майже 100-відсотковим інвестором, а також деякі фонди прямого фінансування, де діє як співінвестор [8]. Слід зазначити, що основна кількість венчурних фондів була створена протягом двох докризових років, хоча нормативно-правові засади регулювання венчурної діяльності існують з 2010 р.

Відмінність умов і змісту діяльності українських венчурних фондів від венчурних фондів розвинених країн можна охарактеризувати такими положеннями:

- основними сферами вкладення венчурного капіталу є будівництво, переробка сільськогосподарської продукції, харчова промисловість, роздрібна торгівля;
- практично відсутні стартові вкладення і вкладення в інновації, в Україні це переважно інвестиції в розвиток компаній;
- багато венчурних фондів створюються тільки для обслуговування проектів своїх засновників: вони або консолідують кошти для власних інвестиційних проектів, або використовуються для оптимізації податкових платежів засновників;
- учасниками фондів можуть бути лише юридичні особи (ні фізичні особи, ні пенсійні фонди, ні страхові компанії).

Зворотним боком великих прибутків від використання венчурного капіталу є ймовірна їх природа, яка передбачає високі ризики їх неотримання. З усіх профінансованих проектів приблизно 30% закінчуються повним банкрутством, 30% забезпечують повернення коштів після продажу

об'єкта інвестування, 30% забезпечує інвесторам близьку до середньої в економіці норму прибутку і лише 10% проєктів є успішними та дозволяють отримати надприбутки [35].

Таким чином, на відміну від класичних венчурних фондів вітчизняний венчурний капітал в основній масі не орієнтується на інноваційні проєкти в стратегічно важливих для країни галузях промисловості, таких як машинобудування, кімінна, електроенергетика, інформаційні технології, електроніка. Для нього більш привабливим є реалізація інвестиційних проєктів середнього рівня ризику з використанням операцій з фінансовими активами та верухомістю, що приносять прибуток, перш за все приватним особам, а не державі загалом [11].

Причиною активізації венчурного інвестування у 2016-2017 роках було зростання прибутковості венчурних фондів, яке відбувалось відповідно до спекулятивного індексу ПФТС який у 2016 р. збільшився на 135% порівняно з 2015 роком (рис. 2.5). За результатами 2017 року український фондовий ринок за темпами зростання цін зайняв друге місце в світі після китайського [58].

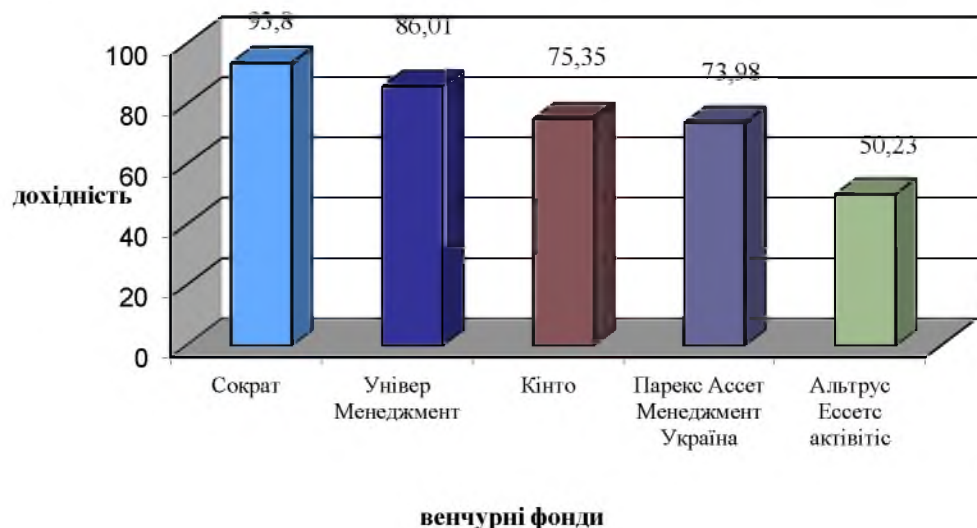


Рис. 2.5. Прибутковість венчурних фондів у 2017 р.(млн. грн.)

Джерело: [80]

Однак, фінансова криза негативно вплинула на формування венчурного капіталу в Україні. Національна економіка виявилась чутливою до ендегенних та екзогенних фінансових чинників та не змогла впоратись зі світовими

кон'юнктурними флуктуаціями, що спричинило її стохастичне реагування на фінансову кризу. Так, вже у вересні 2017 року індекс ПІФТС понизився на 20%, а в листопаді ще на 15,14%, в грудні стало зрозуміло, що венчурний ринок втрачає в середньому по 10% від вартості чистих активів щомісячно.

НУБІП України

НУБІП України

НУБІП України

НУБІП України

НУБІП України

НУБІП України

РОЗДІЛ III. ВДОСКОНАЛЕННЯ РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ

3.1. Оцінка системного ризику щодо розвитку венчурного інвестування в Україні

Системний ризик β визначає рівень коливань чи відхилень в результатах діяльності галузі відносно до результатів діяльності ринку або всієї економіки.

Для оцінки системного ризику будемо використовувати методику оцінки галузевих ризиків, запропоновану Полищовим Ю.М. [40].

Системний ризик визначають за формулою (3.1):

$$\beta_j = \frac{\text{cov}(D_i, D_j)}{\sigma^2(D_m)} = \frac{\sum_{j=1}^n (D_{mj} - \bar{D}_m) \cdot (D_{ij} - \bar{D}_i)}{\sum_{j=1}^n (D_{mj} - \bar{D}_m)^2} \quad (3.1)$$

де n – кількість інтервалів часу в досліджуваному періоді (обсяг вибірки),

D_i, D_m – відповідно дохідність i -го виду акцій та середньострокова дохідність,

$\text{cov}(D_i, D_j)$ – ко-варіація дохідності i -го виду акцій та середньоринкової дохідності,

D_{ij}, D_{mj} – дисперсія середньоринкової дохідності акцій, m

D_{ij}, D_{mj} – відповідно дохідність i -го виду акцій та середньоринкова дохідність акцій за j -інтервал часу,

\bar{D}_i, \bar{D}_m – відповідно середня дохідність i -го виду акцій середньоринкова дохідність акцій за весь досліджуваний період.

Використання β пов'язане з принциповим питанням: чи відображають коефіцієнти, обчислені на основі інформації минулого періоду, прогнози на майбутній період. Економічні дослідження [21] свідчать про те, що показник β є нестійким. А це означає, що значення β за минулий період не можуть

відобразити ризик в наступному періоді. Також об'єктивно існує тенденція наближення β з часом до одиниці. Тому доцільно обраховувати β як середньозважене значення за минулий період за формулою (2.2).

$$\beta = a \cdot \beta_{\text{пред}} + b \cdot 1,0 \quad (3.2)$$

Де a, b - вагові коефіцієнти, які кожна фірма встановлює з власних міркувань та, як правило, приховує методяку їх підбору та, крім того, змінює їх з часом;

$\beta_{\text{пред}}$ - попереднє значення системного ризику.

Для характеристики β використовується шкала, табл. 3.1. Діапазон значень від 0 до 2 рекомендується використовувати при оцінці коефіцієнту β експертним шляхом.

Таблиця 3.1

Шкала для коефіцієнтів β

Величин $a \beta$	Градация ризику
0	Ризик відсутній
(0; 1)	Ризик є нижчим за середньоринковий
1	Ризик на рівні середнього на ринку
(1; 2)	Ризик, вищий за середньоринковий

Джерело: [39]

Важливим практичним значенням коефіцієнту β є можливість його використання для оцінки того, наскільки очікуваний дохід за конкретним видом акцій компенсує ризикованість інвестицій в ці акції. Іншими словами, він дозволяє визначити, якою має бути дохідність ризикової акції D' залежно від середньоринкової дохідності D_m на поточний момент та дохідності безризикових вкладень D_0 . Для цього використаємо формулу (3.3):

$$D' = D_0 + \beta \cdot (D_m - D_0) \quad (3.3)$$

Де D_0 - ставка дохідності, що має нульовий ризик. Як D_0 може бути прийнята ставка Національного банку за державними борговими цінними паперами.

З практичною метою в зручно обчислювати за формулою (3.4):

$$\beta = \frac{V_{R,R}}{\sigma_R^2} \quad (3.4)$$

де $V_{R,R}$ - кореляційний момент випадкових величин R_i і R , що характеризують відповідно i -ту галузь та економіку загалом.

$V_{R,R}$ доцільно обчислювати за формулою (3.5):

$$V_{R,R} = \frac{n}{n-1} (R_i \bar{R} - \bar{R}_i \cdot \bar{R}) \quad (3.5)$$

де n - кількість інтервалів часу в досліджуваному періоді (обсяг виборки),

\bar{R} - математичне очікування, що характеризує всю економіку;

\bar{R}_i - математичне очікування, що характеризує i -ту галузь.

$$\bar{R}_i \cdot \bar{R} = \frac{\sum_{j=1}^n R_{ij} \cdot R_j}{n}$$

Проведемо оцінку системного ризику зовнішньоекономічної інноваційної діяльності малих підприємств. Для цього необхідно визначити і зіставити показники діяльності малих інноваційних підприємств та економіки України в цілому.

Аналіз капіталовкладень малих інноваційних підприємств порівняно з показником по Україні протягом 2018-2020 років (табл. 3.2) показав, що кількість малих підприємств, що впроваджували інвестиції зменшалась.

Таблиця 3.2
Валові капітальні інвестиції та інновації малих підприємств у співставленні з показниками по Україні за 2018-2020 рр.

	2018		2019		2020	
	млн. грн.	%	млн. грн.	%	млн. грн.	%
Капітальні інвестиції в Україні, всього	59899	100,0	89314	100,0	111174	100,0
Валові кап. інвестиції малих підприємств.	6501	10,9	8939,8	10,0	12153,2	10,9
в т.ч. на будівництво	1784,3	27,4	3271	36,6	5724,5	47,1
на купівлю існуючих основних виробничих фондів	1787,3	27,5	2318,5	26,0	1983,6	16,3
на покупку (виготовлення) основних виробничих фондів	2648,2	40,7	3208,5	35,9	4233,7	34,8
інвестиції в нематеріальні активи	281,3	4,3	135,8	1,5	211,4	1,7
Кількість підприємств, що впроваджують інновації	1506	100,0	1120	100,0	958	100,0

Продовження табл.3.2

1	2	3	4	5	6	7
в т.ч. малих підприємств	348	23,1	503	44,9	634	66,2
Загальний обсяг інноваційних витрат в Україні	3018,3	100,0	3059,8	100,0	4534,6	100,0
в т.ч. витрати малих підприємств на інновації в технології	6,5	0,2	24,1	0,8	15,3	0,3
Витрати малих підприємств на інформатизацію	256,5	-	263,1	-	256	-

Джерело: [40, 41, 42]

Для аналізу інноваційної діяльності малих підприємств необхідно розглянути експорт, імпорт, обсяг зовнішньоторговельного обороту, тому що українські інноваційні фірми орієнтовані, переважно на експорт своєї продукції, або на кооперацію з іноземними компаніями на українському ринку. Отже зовнішньоекономічний чинник також слід враховувати. Однак провівши дослідження статистичних даних, що надаються Державною службою статистики, було виявлено, що облік такого роду інформації (обсяг експорту, імпорту малих підприємств) не ведеться, тому за допомогою експертної оцінки вдалося здійснити підрахунок приблизного обсягу експорту малих підприємств, ґрунтуючись на переліку продукції, що експортується, в порівнянні з обсягом реалізованої продукції. Отримані оцінки представлені в табл. 3.3.

Таблиця 3.3
Експертна оцінка частки малих підприємств в експорті українських підприємств з виробництва товарів, робіт, послуг за 2016-2020 рр.

Показник	2016	2017	2018	2019	2020
Обсяг виробництва в Україні, млрд. грн.	717,0	917,0	806,6	1065,1	1302,1
Обсяг виробництва малих підпр., млрд. грн.	49,4	65,2	74,4	82,9	128,1
Експорт товарів всього в Україні, млрд. грн.	248,7	388,3	317,6	411,4	547,2
Експорт малих підприємств, млрд. грн. (оцінка)	5,4	6,9	9,2	8,1	7,8

Результати розрахунку показують, що при загальній тенденції зростання обсягів експорту малих підприємства 2016-2020 роки їх частка в загальному обсязі загалом по Україні скорочується. За досліджуваний період вона знизилася з 2,1% до 1,44%. Це пов'язано з більш інтенсивними темпами зростання, одночасно зі збільшенням обсягів експорту великими і середніми підприємствами. Зокрема цю динаміку можна пояснити введенням обмеження на обсяг реалізованої продукції в розмірі 500 тис. євро за визначенням самого малого підприємства в Господарському кодексі України. Успішні та прибуткові підприємства завдяки цьому поступово набувають статусу середнього бізнесу і вже не визначаються Державною службою статистики як малі.

Проведемо оцінку системного ризику інноваційної та зовнішньоекономічної діяльності малих підприємств України, ґрунтуючись на даних табл. 3.4-3.5.

Таблиця 3.4
Динаміка показників венчурних фондів за 2013 – 2019 рр.

Рік	Загальна кількість, од.	Чисті активи, млн. грн.	Середня дохідність, % річних	Темпи росту кількості, %	Темпи росту чистих активів, %	Відсотки від капітальних інвестицій
2013	54,00	1 406,50				
2014	121,00	4 553,80	61,40	224,07	323,77	3,38
2015	265,00	12 741,50	63,07	219,01	279,80	6,54
2016	417,00	24 930,70	31,18	157,36	195,67	6,47
2017	652,00	48 892,60	32,90	156,35	196,11	10,28
2018	708,00	62 546,10	12,30	108,59	127,93	9,00
2019	750,00	88 752,70	10,99	105,93	141,90	17,39

Джерело: [40, 41, 42]

Таблиця 3.5
Джерела фінансування інноваційної діяльності в Україні

Рік	Загальна сума витрат, млн.грн.	У тому числі за рахунок коштів			
		власних	державного бюджету	іноземних інвесторів	інші джерела
2009	1757,1	1399,3	7,7	133,1	22,5
2010	1951,4	1654,0	55,8	58,5	203,1
2011	3013,8	2141,8	45,5	264,1	262,4
2012	3059,8	2148,4	93,0	130,0	688,4
2013	4534,6	3501,5	63,4	112,4	857,3
2014	5751,6	5045,4	28,1	157,9	157,7
2015	6160,0	5211,4	114,0	176,2	658,0
2016	10850,9	7999,6	145,0	321,8	2385
2017	11994,2	7264,0	337,0	115,4	4278
2018	7949,9	5169,4	127,0	1512,9	158,9
2019	8045,5	4775,2	87,0	2411,4	108,1

Джерело: [40, 41, 42]

Обчислимо системний ризик для малих підприємств України на основі даних табл. 3.6 реалізації продукції. Позначимо x - Обсяг реалізованої продукції малими підприємствами, млрд. грн, y - загальний обсяг продукції підприємств, млрд. грн.

Таблиця 3.6
Розрахунок системного ризику реалізації продукції

	y	x	y^2	xy
2016	717,0	49,4	514089,0	35419,8
2017	917,0	65,2	840889,0	59788,4
2018	806,6	74,4	650603,6	60011,0
2019	1065,1	82,9	1134438,0	136439,3
2020	1302,1	128,1	1695464,4	169104,8
Сума	4807,8	400,0	4835484,0	460763,3
Середні	961,6	80,0	967096,8	92152,7
Дисперсія	130902,1664			
Ко-варіація	5072,4668			
Системний ризик	0,03875			

Джерело: складено автором

Висновок: коливання в обсягах реалізованої продукції малими підприємствами у порівнянні з підприємствами України менше, тому що $\beta = 0,039 < 1$, тобто ризик реалізації продукції малими підприємствами y , менше ніж середньоринковий.

Обчислимо системний ризик інноваційних витрат на основі даних. Позначимо x - витрати малих підприємств на інновації, млн. грн, y - загальний обсяг інноваційних витрат в Україні, млн. грн. (табл. 3.7).

Таблиця 3.7

Розрахунок системного ризику інноваційних витрат в Україні

	y	x	y^2	xy
2018	3018,3	6,5	9110134,89	19618,95
2019	3059,8	24,1	9362376,04	73741,18
2020	4534,6	15,3	20562597,20	69379,38
Сума	10612,7	45,9	39035108,10	162739,50
Середні	3537,57	15,30	13011702,70	54246,50
Дисперсія	745987,1633			
Ко-варіація	182,6000			
Системний ризик	0,000245			

Джерело: складено автором

Висновок: коливання в інноваційних витратах малих підприємств порівняно із загальним обсягом інноваційних витрат підприємств України менше, тому що $\beta = 0,000245 \leq 1$, тобто ризик впровадження та прибутковості інновацій на малих підприємствах практично відсутній.

Обчислимо системний ризик експорту (табл. 3.8). Позначимо x - експорт малих підприємств, млрд. грн, y - експорт товарів і послуг всього в Україну, млрд. грн.

Таблиця 3.8

Розрахунок системного ризику експорту інноваційної продукції з України

	y	x	y^2	xy
2016	248,7	5,4	61851,69	1342,98
2017	388,3	6,9	150776,89	2679,27
2018	317,6	9,2	100869,76	2921,92
2019	411,4	8,1	169249,96	3332,34
2020	547,2	7,8	299427,84	4268,16
Сума	1913,2	37,4	782176,14	14544,67
Середні	382,64	7,48	156435,23	2908,93
Дисперсія	182118,6667			
Ко-варіація	6,69			
Системний ризик	0,000037			

Джерело: складено автором

Висновок: коливання в експорті малих підприємств порівняно із загальним обсягом експорту України менше, тому що $\beta = 0,000037 < 1$, тобто

ризик зовнішньоекономічної діяльності на малих підприємствах практично відсутній.

Має місце нерівномірність розвитку малих підприємств у різних областях України, що є безумовним доказом відсутності загальнонаціональної

програми та стратегії розвитку малого підприємництва. Тобто науково-теоретичні засади розвитку малого бізнесу ще недостатньо усвідомлені як на різних рівнях державного управління, так і в системі законодавчої влади та органів місцевого самоврядування. Об'єднання цих принципів в цілісну й

довгострокову державну стратегію розвитку малого бізнесу (цілісна

законодавча база та регуляторні норми), дозволять сформувати ліберальне регуляторне середовище, побудоване на доминуванні нормативних стимулів, а не заборон і обмежень. Для порівняльної оцінки системних ризиків ведення

бізнесу в Україні було обрано Харківську область, в якій до воєнно-політичного протистояння між Україною та Росією, на думку фахівця з

розвитку підприємництва К.Ляпінної, діяльність малого бізнесу характеризувалась високим рівнем невизначеності через переважання в корпоративній структурі економіки регіону великих та середніх підприємств.

Розглянемо проблеми, які впливають на стан бізнес-клімату в Україні та регіоні (табл. 3.9)

Таблиця 3.9
Проблеми, що впливають на стан бізнес-клімату в Україні, %

Проблема	Україна	Харківська область
Недосконалість законодавства	71,8	70,8
Високі ставки податків на соціальне страхування	68,4	70,8
Високий рівень корупції	66,7	64,4
Високі ставки податків на підприємницьку діяльність	52,1	41,4
Слабкий захист прав власності	47,0	39,8
Недостатній обсяг внутрішніх інвестицій	30,8	-
Труднощі отримання кредитів	30,8	48,8
Інше	6,0	-

Джерело: [40, 41, 42]

Обчислимо системний ризик за допомогою даних, зведених у табл. 3.10 (коефіцієнт чутливості) і бізнес-клімату в Україні і Харківській області.

Таблиця 3.10
Розрахунок системного ризику бізнес-клімату в Україні

	y	x	y ²	xy
Недосконалість законодавства	71,8	70,8	5155,24	5083,44
Високі ставки податків на соціальне страхування	68,4	70,8	4678,56	4842,72
Високий рівень корупції	66,7	64,4	4448,89	4295,48
Високі ставки податків на підприємницьку діяльність	52,1	41,4	2714,41	2156,94
Слабкий захист прав власності	47	39,8	2209	1870,6
Недостатній обсяг внутрішніх інвестицій	30,8	0	948,64	0
Труднощі отримання кредитів	30,8	48,8	948,64	1503,04
Інше	6	0	36	0
Сума	373,6	336	21139,38	19752,22
Середні	46,70	42,00	2642,42	2469,03
Дисперсія	527,4657143			
Ко-варіація	580,1457			
Системний ризик	1,100			

Джерело: складено автором

Висновок: коливання в бізнес-кліматі функціонування малих підприємств у Харківській області порівняно з бізнес-кліматом малих підприємств України є більшими, тому що $\beta = 1,1 \geq 1$, тобто ризик ведення бізнесу малими підприємствами в Харківській області більше, ніж ринковий.

Таким чином, в Україні сформувались такі тенденції:

Недосконала законодавча база в питаннях державної підтримки малого підприємництва, неоднозначне ставлення до підприємств з боку місцевих органів влади і несприятлива регуляторна політика негативно впливали на якість економічного зростання підприємництва та призводили до регіональної диспропорції в його розвитку, в результаті чого більше половини малих інноваційних підприємств України зосереджені в лише семи регіонах України.

Оцінений системний ризик діяльності малих інноваційних підприємств показав, що ведення бізнесу в Харківській області є більш ризикованим, ніж в Україні, ризик реалізації продукції – меншим, а ризик здійснення інноваційної та зовнішньоекономічної діяльності практично відсутній. Таким чином, діяльність малих інноваційних підприємств сьогодні не має істотного впливу

на загальний обсяг зовнішньоекономічної діяльності України, але враховуючи їх високу інноваційну активність, потрібно підкреслити, що всі товари, роботи і послуги, які реалізовувалися на зовнішньому ринку мають високу конкурентоспроможність, або є інноваційним продуктом.

3.2. Удосконалення інституційного середовища та державного регулювання венчурного інвестування

Українська економіка характеризується низкою переваг, які можуть сприяти розвитку підприємницьких структур венчурного капіталу, до них слід віднести такі, як наявність дешевої, висококваліфікованої і творчої робочої сили; великі запаси сировинних ресурсів, а також коштів, що осідають в іноземних банках; зручне географічне положення тощо. Але, разом з тим, можна визнати велику кількість перешкод, які гальмують розвиток венчурного підприємництва та венчурного інвестування.

В Україні сьогодні не дуже багато відомо проєктів, які є цікавими з точки зору венчурного інвестора, це спричинено недостатньою кількістю малих інноваційних фірм, і в першу чергу – у сфері високотехнологічного бізнесу, або тим, що такі підприємства невідомі широкому загалу через відсутність відповідної інформації. Результати конкурсів інноваційних проєктів, що протягом останніх років проводяться Міністерством освіти і науки, не є показовими, оскільки матеріально вони не стимулюють учасників належним чином, і тому участь в них регулярно беруть практично одні й ті ж самі підприємства. Зрозуміло, що радикальні інноваційні розробки оминають такі конкурси, а знаходять своїх інвесторів через Інтернет чи інші канали комунікацій.

Очевидно, що кардинальні зміни в сфері венчурного інвестування (активізація ринку венчурного капіталу, переорієнтація діячих венчурних фондів на фінансування інноваційних проєктів) не відбудуться без участі

держави. Венчурне підприємництво в Україні знаходиться на стадії становлення, і відповідна нормативно-правова база наразі тільки формується, про що свідчить аналіз існуючих в цій сфері прийнятих нормативних актів, концепцій та проектів законів [65]. Отже, головним завданням в цій ситуації

має стати створення адекватного організаційно-економічного механізму венчурного інвестування.

В результаті дослідження ролі державного регулювання в розвитку процесів венчурного підприємництва та венчурного інвестування виявлено дві протилежні моделі участі держави в цьому процесі. Згідно з першою з них

держава відіграє провідну роль, у зв'язку з чим необхідно формувати механізми регулювання венчурного бізнесу (Ізраїль, Китай). Зокрема, зарубіжний досвід свідчить про існування двох принципово різних підходів

щодо участі держави у розвитку ринків венчурного капіталу: пряме інвестування державних коштів у інвестиційні компанії на різних стадіях розвитку; передача державних фінансових ресурсів під управління приватних інвестиційних фондів.

Друга модель передбачає, що принципово важливим є намагання зменшити імперативне та розширити можливості для диспозитивного регулювання, тобто спеціальні закони щодо регулювання венчурного бізнесу не потрібні (США, Велика Британія, більшість країн континентальної Європи). Вважається, що венчурне інвестування – це один із способів фінансування бізнесу, і його правове поле вже регулюється чинними законами, тому немає необхідності в спеціальному регулюванні.

Такі відмінності можна пояснити ступенем зрілості ринкового механізму та суспільних традицій: в країнах з давніми демократичними традиціями, де спостерігається помірна та виважена участь держави у регулюванні

економічних процесів, розвиток венчурного бізнесу є об'єктивним процесом, що відбувається в межах еволюційної синхронної трансформації різних підсистем національної економічної системи – фінансової, інноваційної, корпоративної. Власне і кластерний аналіз, проведений в попередньому

розділі, свідчить про подібність процесів розвитку ринку венчурного капіталу України саме до Росії та Китаю, в яких уряди активно впливають на венчурне підприємництво шляхом формування попиту на інновації за рахунок державних коштів.

Таблиця 3.11

Фінансування витрат на виконання наукових та науково – технічних робіт за галузями в Україні за 2017 -2020рр.(тис. грн.)

Усього	8995893	11161064
Природничі науки	2723293	3466848
Технічні науки	5182026	6435096
Гуманітарні науки	134354	195123
Суспільні науки	463919	575713
Організації, що мають багатогалузевий профіль	492300	488283

Джерело: [40, 41, 42]

У 2020 році загальний обсяг витрат на виконання науково – технічних робіт власними силами організацій порівняно з 2019 р. збільшився на 0,4%. Майже чверть загального обсягу витрат було спрямовано на виконання фундаментальних досліджень, які на 95% було профінансовано за рахунок коштів державного і місцевих бюджетів.

Питома вага загального обсягу витрат до ВВП становила 0,77% у тому числі за рахунок коштів держбюджету 0,33%. За даними Євростату, у 2019 р. середній рівень обсягу витрат на наукові дослідження та розробки країн ЄС до ВВП становив 2,06%. Більшими витратами на дослідження та розробки були у Фінляндії – 3,55%, Швеції – 3,41%, Данії – 3%, Німеччині – 2,92%, Австрії – 2,84%, Франції – 2,26% [17].

Таблиця 3.12

Джерела фінансування витрат на виконання наукових та науково – технічних робіт в Україні 2017 – 2020 рр. (тис.грн.)

Усього кошти держбюджету	8995893	11161064
Кошти фондів спецпризначення	48303	20645

Власні кошти	872033	1466605
Кошти замовників підприємств, організацій України	1961174	2306564
Кошти іноземних держав	2315863	2411500
Кошти інших джерел	47549	128938

Джерело: [40, 41, 42]

Тому елементи організаційно-економічного механізму функціонування ринку венчурного капіталу та венчурного підприємництва повинні розроблятися виходячи з наявних економічних умов та сутності венчурного капіталу, а також враховувати специфіку венчурної діяльності як особливої форми інвестування. У зв'язку з цим, доцільно розглядати можливість реалізації третього сценарію розвитку багатоваріантної моделі технологічного розвитку в контексті інноваційних та інституційних змін

Система регулювання венчурного інвестування як стійка функціонально-структурна модель підприємництва відноситься до класу багаторівневих систем. На макрорівні дія даної системи реалізується у цілеспрямованому створенні механізмів регулювання об'єктів венчурного бізнесу та організації її використання з максимальним ефектом при мінімальних витратах відповідно до стратегій конкретних фірм. На макрорівні система інституціонального регулювання представляє собою сукупність умов для розвитку венчурних інвестицій в масштабі країни, регіону, галузі підприємницької діяльності, що забезпечують ефективний розподіл інвестиційних ресурсів

Відсутність мотивації у створенні венчурних фондів і компаній в Україні спричинена недостатньою увагою держави до цієї проблеми: не контролюється виконання існуючого законодавства в інноваційній сфері, відсутні пільги для стратегічних іноземних інвесторів у високотехнологічний бізнес, не стимулюються інвестиції в малі та середні компанії, які займаються інноваційною діяльністю, не проводяться на загальнодержавному рівні конкурси вітчизняних інновацій із залученням іноземних інвесторів та засобів

масової інформації. Важливість останніх полягає не тільки у можливості залучення додаткових позабюджетних коштів для стимулювання інноваційної активності підприємств, але й у формуванні громадської думки щодо важливості і необхідності інноваційного розвитку.

Маркетингові дослідження в інноваційній сфері майже не ведуться, що спричинено також існуючими недоліками у системі захисту інтелектуальної власності. Недосконала інформаційна база гальмує розвиток венчурного підприємництва, оскільки для прийняття рішення щодо інвестування у діяльність високотехнологічної компанії венчурні інвестори повинні мати достатньо інформації про її інноваційний потенціал та перспективи розвитку.

Негативно впливає на розвиток венчурних інвестицій і нестача висококваліфікованих фахівців в інноваційній сфері, які були б спроможні забезпечити ефективний менеджмент як венчурного бізнесу, так і всіх інших суб'єктів інноваційного підприємництва.

Відсутня організація інституту місцевих інноваційних компаній, що вважається високоефективним механізмом мобілізації засаджень дрібних приватних інвесторів з метою спрямування цих фінансових ресурсів на розвиток пріоритетних для регіону інноваційних проектів.

Проаналізувавши проблеми, які гальмують розвиток венчурного фінансування вітчизняної інноваційної діяльності та ознайомившись з поглядами науковців щодо шляхів їх подолання, на нашу думку, для забезпечення ефективного використання науково-технологічного й інтелектуального потенціалу України, першочергово необхідно вжити такі заходи:

1. Удосконалити законодавство з венчурного фінансування та розробити Концепцію розвитку національної венчурної індустрії, у якій значну увагу та контроль приділяти формуванню та забезпеченню реалізації єдиної державної політики щодо захисту венчурних інвесторів, залучення інвестиційних капіталів і технологій, розвитку та функціонування ринку цінних паперів та їх

похідних, обігу акцій на вторинному ринку та сприяти адаптації національного фондового ринку до міжнародних стандартів.

Першочерговим завданням уряду є чітке законодавче окреслення поняття венчурного фінансування і принципів та механізмів його здійснення, інакше

кажучи – створення нормативно-правової бази для регулювання, стимулювання та контролю за здійсненням цього виду діяльності. Термін “венчурне підприємництво” є в нормативно-правових актах України, проте в них відсутнє визначення суті функцій, принципів діяльності венчурних компаній та фондів.

2. Переглянути та запровадити схеми податкового стимулювання інноваційної діяльності, у тому числі:

- надання пільг в оподаткуванні лише тим венчурним фондам, які здійснюють фінансування проектів, що відповідають пріоритетним напрямкам та стратегії інноваційного розвитку держави;

- розробка програм та механізмів застосування податкових канікул для малих та середніх венчурних фірм;

- створення сприятливої державної політики для венчурного фінансування.

3. Запровадити фінансові стимули для інвестування до венчурних фондів, малих і середніх інноваційних підприємств шляхом:

- зниження державою венчурних ризиків приватних інвесторів, у тому числі шляхом державних гарантій за кредитами венчурним фондам або новим малим компаніям (наприклад, у Франції - SOFARIS) та сприяння диверсифікації капіталів приватних венчурних фондів шляхом участі державного венчурного фонду в спеціально відібраних проектах;

- розробки й упровадження механізму державного страхування кредитів, що надаються ринковими фінансово-кредитними установами під реалізацію інноваційних проектів;

4. Врегулювати систему захисту інтелектуальної власності вітчизняних дослідників та підприємців;

5. Продовжувати створення необхідних умов для розвитку венчурного фінансування, вкрай важливого на ранніх стадіях розвитку фірм, що вимагає змін цивільного законодавства щодо закріплення прав власності бізнес-ангелів у венчурних проектах.

6. Розвивати інноваційну інфраструктуру, важливим елементами якої є технопарки, бізнес-інкубатори, центри трансферу технологій та, звичайно, венчурні фонди, проведення інноваційних конкурсів, експертних рад, венчурних ярмарків національного та регіонального рівня. Необхідним є поєднання всіх елементів інноваційної інфраструктури в інформаційну мережу, що дозволить взаємодіяти бізнесу й капіталу, авторам проектів з потенційними інвесторами та сприятиме встановленню між ними партнерських відносин, одержанню всебічної інформації про останні тенденції та перспективи венчурної індустрії, демонстрації можливостей інноваційного бізнесу.

7. З метою збільшення частки й обсягів залучення венчурних інвестицій у вітчизняні інноваційні компанії необхідним є створення системи коучинг-центрів з венчурного підприємництва. Їх завданням є підготовка фахівців з венчурного підприємництва та формування Networking, тобто забезпечення високого рівня формальних і неформальних зв'язків представників венчурної індустрії.

Держава має сприяти здійсненню заходів щодо розвитку вторинного фондового ринку, у тому числі біржової торгівлі цінними паперами венчурних підприємств, системи електронних торгів і інших механізмів ринку. Розвитку венчурного бізнесу сприятиме пряма пайова участь держави у венчурних фондах. Важливого значення набуває також розширення діяльності інформаційних і консалтингових фірм, венчурних ярмарків і виставок.

Різноманітність підходів до визначення ролі держави виявляється і відносно процесів формування та використання венчурного капіталу в розвитку інноваційної активності господарських систем. Держава використовує цілий арсенал інструментів, важелів та інших засобів впливу на

інноваційний розвиток країни. Їх набір змінюється, удосконалюється залежно від обраної стратегії інноваційної політики держави, моделі венчурного фінансування, стану суспільства і органів управління. У

широкому сенсі методи державного регулювання інноваційного процесу

включають ті чи інші дії, починаючи з прогнозування і планування і закінчуючи прийняттям рішення по перетворенню, вдосконаленню функціонування інноваційних процесів і економіки загалом. На рис. 3.1

представлено комплекс заходів державного регулювання венчурного інвестування в інноваційній сфері.

ЗАХОДИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

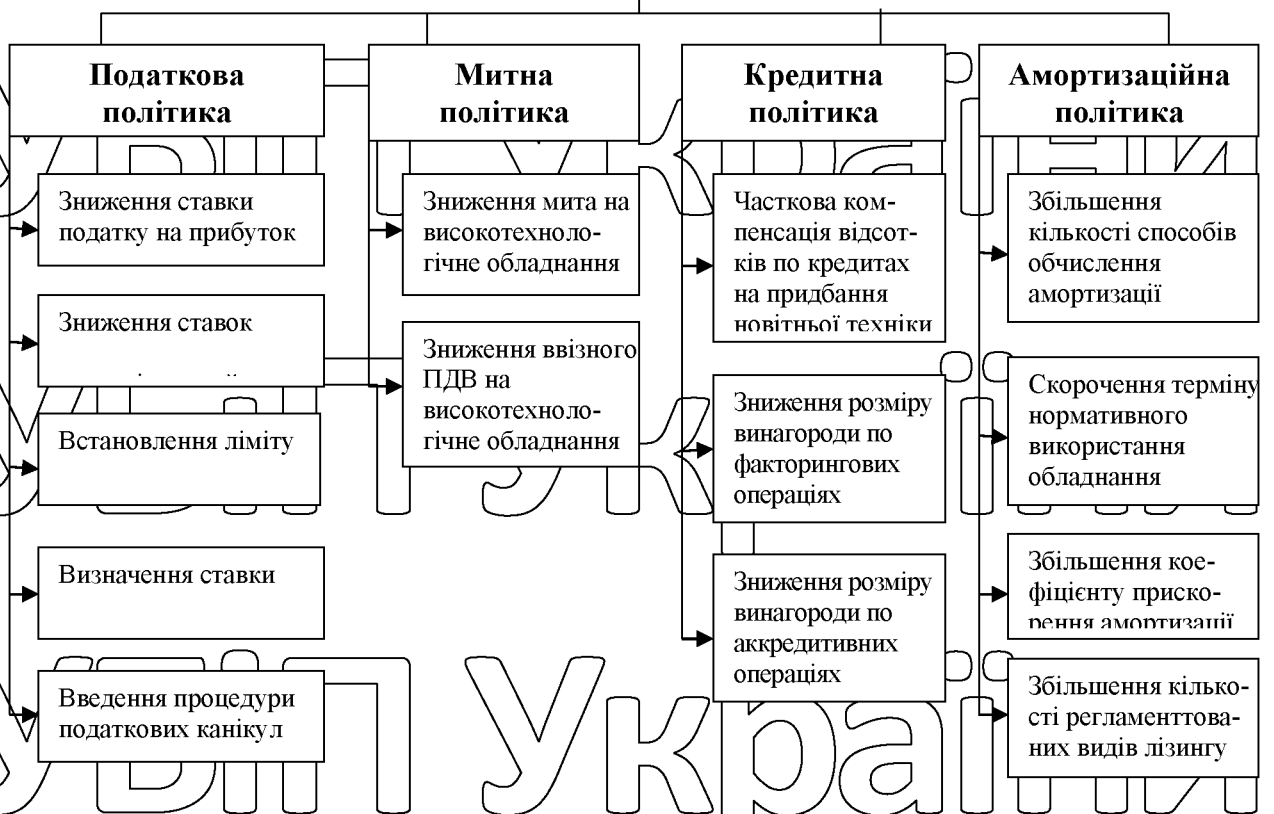


Рис. 3.1. Комплекс заходів державного регулювання венчурного інвестування в інноваційній сфері

Джерело: складено автором

Ефективне реформування економіки України можливе за умови пріоритетного розвитку науково-технічної сфери як головної рушійної сили економічного зростання.

3.3. Податкове стимулювання розвитку венчурного інвестування в Україні

Найбільш гострі проблеми податкового стимулювання в Україні полягають в тому, що, по-перше, правила і умови використання податкових пільг викладені в законодавстві таким чином, що припускають різну інтерпретацію, відповідно їх використання вимагає наявності кваліфікованих спеціалістів в галузях бухгалтерського обліку та юриспруденції. По-друге, пільги, що вводяться для окремих підприємств, часто ігноруються в нормах загального податкового регулювання, а це нівелює надання пільги.

Уроки світового досвіду, представлені в розділі 2 дисертації, свідчать про те, що можливо збільшити ефективність податкового стимулювання, якщо діяти в таких напрямках:

підвищення адресності, наприклад, вибір пріоритетів з точки зору суб'єктів підтримки (по стадії розвитку компанії – молоді, зростаючі; по виду діяльності, по розмірам – малі, середні; по пріоритетності для держави галузей, в яких вони працюють),

удосконалення загальної системи оподаткування, проведення моніторингу та регулярної аналітичної оцінки всіх нововведень, урахування досвіду провідних країн світу, що використовують свої податкові стимули; визначення статусу «малої інноваційної компанії» для невеликих фірм-початківців, включаючи старт-апи, з метою надання їм державної адресної підтримки як в формі податкових стимулів, так й прямого субсидування;

запровадження методу негайної грошової компенсації для збиткових малих інноваційних компаній. При використанні даного методу компанія

отримує негайне відшкодування в грошовій формі, а держава, в свою чергу, сплачує меншу суму в порівнянні з тією, яку б довелося компенсувати при зменшенні податкової бази. Ця форма є найбільш ефективною для стартапів і може стати альтернативою податковому кредиту, який малі підприємства не в

зможуть отримати через відсутність заставного майна; створення широкої мережі державних регіональних консультативних центрів та забезпечення малих компаній доступною інформацією з податкового адміністрування.

Податкові заходи, спрямовані на стимулювання науки та інноваційної діяльності, можна поділити на заходи горизонтального впливу та диференційовані (рис. 3.2).

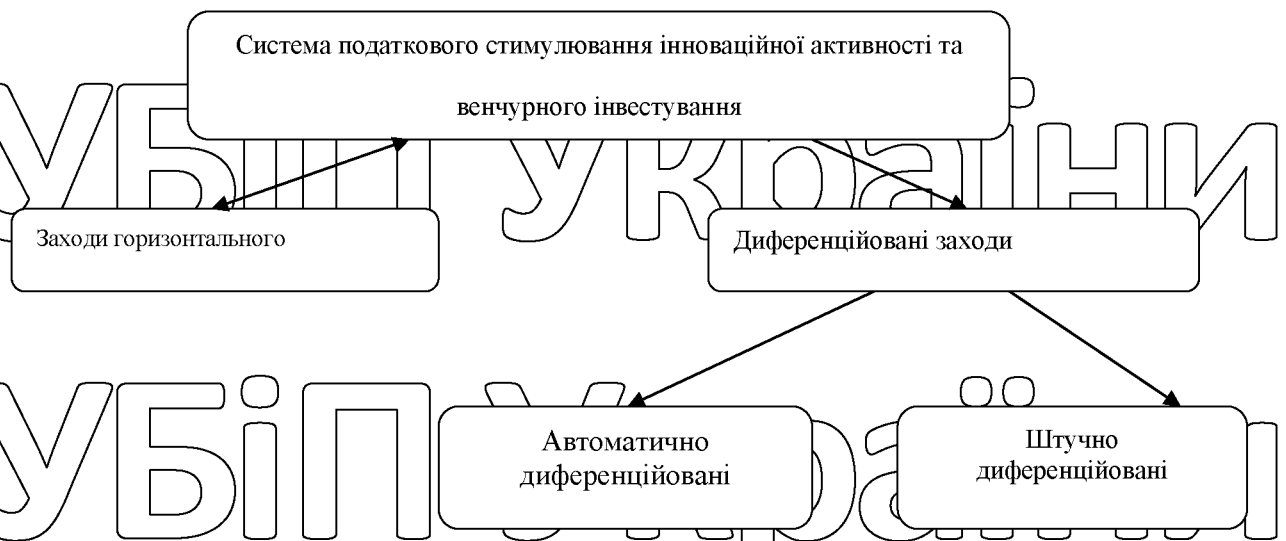


Рис. 3.2. Система заходів податкового стимулювання інноваційної активності та венчурного інвестування

Джерело: складено автором

Горизонтальні заходи впливу спрямовані на створення сприятливого інноваційного клімату загалом в державі, в свою чергу, диференційовані покликані стимулювати окремі галузі або типи підприємств.

Перевага заходів автоматичної диференціації полягає в їх більшій прозорості та зрозумілості, а отже, кращому адмініструванні. Недолік полягає

в тому, що відбувається перерозподіл податкового тягаря, який може мати негативні ефекти.

Штучна диференціація (за галузями, за розмірами компаній) може бути важливим внеском до структурної розбудови економіки, але не є більш

складновою адмініструванні. Причому зберігаються можливості для ухилення від оподаткування та створюють певний корупційний потенціал. Тому такі фіскальні методи можуть бути ефективними тільки в разі використання чітких визначень та алгоритму розрахунку ефекту від впровадження інновацій.

На практиці застосування податкових пільг пов'язане з певними юридичними проблемами, а саме:

- віднесення робіт до науково-дослідних та технологічних;
- визначення статусу організацій, що мають право на звільнення від оподаткування дослідницьких робіт.

Оцінка ефективності податкового стимулювання є одним з найбільш дискусійних питань інноваційної політики в Україні. З метою здійснення адекватної оцінки пропонуємо співставляти поточні втрати податкових надходжень від промислових підприємств, вважаючи, що прибутки підприємств зросли саме за рахунок інноваційної діяльності. Таке припущення є умовним, та завжди є певний період часу між здійсненням інноваційної діяльності, на яку розмовсюджуються пільги.

При проведенні оцінки дієвості податкових стимулів необхідно враховувати три рівні можливих наслідків від їх застосування:

ефект першого порядку – прямий вплив податкових пільг на приріст фінансування сфери досліджень і розробок, що здійснюються корпорацією;

ефект другого порядку – вплив податкових пільг на інноваційну поведінку компаній, наприклад, збільшення частки продажу інноваційних товарів та послуг, зміни в напрямках та методах досліджень;

ефект третього порядку – вплив податкових пільг на макроекономічні показники та інші індикатори соціально-економічного стану суспільства (добробут, продуктивність, прибутковість).

Якщо ефекти першого та другого порядків проявляються звичайно на рівні компанії, то ефект третього порядку – на рівні національної чи міжнародної економіки. Звісно така систематизація є досить умовною, всі ці ефекти пов'язані між собою та можуть посилювати одне одного.

Для оцінки ефективності податкового стимулювання венчурного бізнесу доцільно застосовувати різні підходи, які можна згрупувати таким чином, як показано на рис. 3.3.

Як вже зазначалось вище, існують певні проблеми використання податкових пільг для інноваційного виробництва, які можна систематизувати так:

відсутня комплексність в системі заходів податкового стимулювання. Заходи вводяться фрагментарно та охоплюють окремі сегменти інноваційної діяльності;

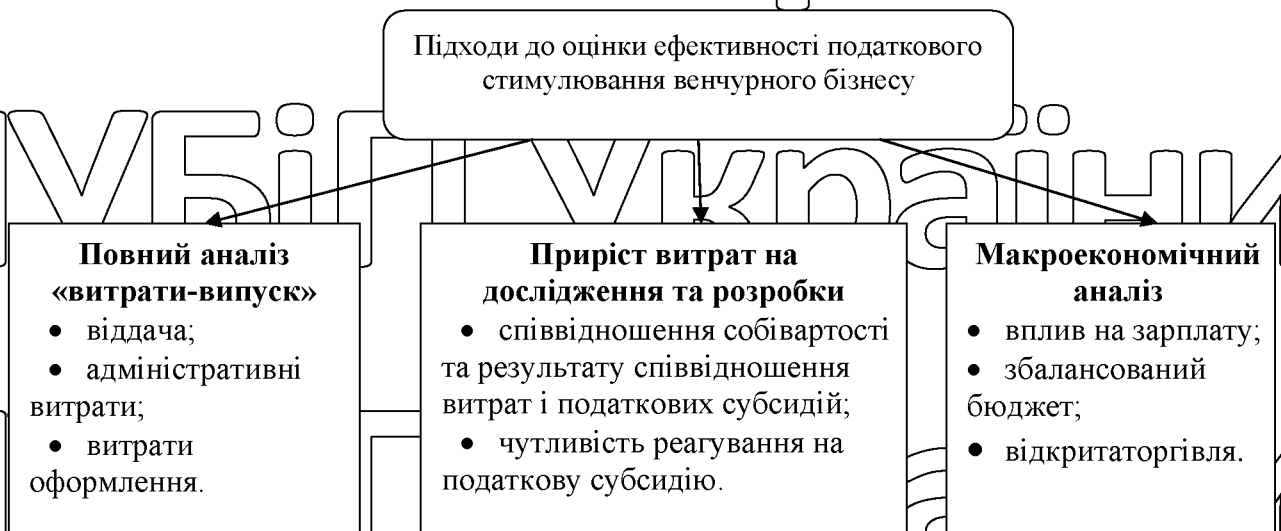


Рис. 3.3. Підходи до оцінки ефективності податкового стимулювання розвитку інноваційної діяльності

Джерело: складено автором

неузгодженість між заходами загального регулювання та пільговими режимами, внаслідок пільги можуть втрачати своє значення: недостатня кількість пільг, спрямованих на стимулювання інноваційної діяльності;

трактування чинних умов застосування податкових пільг не є безумовним, що призводить до багатоваріантної інтерпретації можливостей їх використання, створює ситуацію нестабільності та ускладнює відносини компаній з податковими органами;

існує низка термінологічних неточностей, що звужують спектр застосування пільг та гальмують введення нових податкових стимулів; складність доказу венчурним підприємцем факту здійснення НДДКР або інноваційної діяльності, а також операцій з інтелектуальною власністю; система податкового адміністрування є дуже бюрократизованою;

практично відсутнє податкове стимулювання організацій-посередників, які сприяють встановленню зв'язків між науковими організаціями та підприємствами (фінансові, консалтингові, експертні установи, тренінгові центри).

До спеціальних податкових пільг, які широко використовуються в країнах з розвинутою економікою для стимулювання інноваційної діяльності, слід віднести:

- можливість щодо перенесення термінів списання затрат на проведення НДДКР з оподаткованої бази на більш сприятливий для підприємства період, що є особливо важливим для новостворюваних інноваційних фірм, які ще не мають достатнього прибутку, щоб використати в повному обсязі встановлені податкові пільги;

- можливість щодо повного списання поточних некапітальних затрат на проведення досліджень і розробок при визначенні розміру бази оподаткування;

- прискорена амортизація обладнання й будівель, які використовуються під час проведення НДДКР;

надання податкового кредиту, який дозволяє інноваційним фірмам зменшити вже нарахований податок на прибуток на величину, яка дорівнює визначеному відсотку від здійснених видатків на НДДКР чи відсотку від їх зростання за певний період.

Проте, на Вашу думку, є зауваження практичного характеру щодо відносної обмеженості субсидування НДДКР через податкову систему.

По-перше, не всі фірми зможуть використати субсидії на НДДКР, оскільки відповідна знижка перевищує для них суму податків для сплати.

По-друге, при низькій ціновій еластичності НДДКР субсидії не можуть суттєво вплинути на масштаби останніх.

Відтак для створення умов для здійснення НДДКР слід, з нашої точки зору:

1) встановити знижені ставки податку на прибуток комерційних банків, інвестиційних компаній, венчурних фондів, страхових фондів та інших інституціональних інвесторів, які вкладають кошти у венчурні проекти;

2) витрати на НДДКР (крім капітальних вкладень), які здійснюються за рахунок власних коштів підприємств, необхідно прирівняти до витрат виробництва та вираховувати зі складу облікового податкового прибутку;

3) запровадити «дослідницький податковий кредит» або його похідну, щодє пропорційною до приросту витрат на НДДКР;

4) частково вивести з оподаткування суми доходів від продажу ноу-хау, патентів, ліцензій та технологій, призначених на експорт;

5) зменшити річні збори щодо підтвердження дії патенту у разі впровадження запатентованої технології (продукції, ідеї тощо) у вітчизняній промисловості.

Треба відмітити, що в Україні в основному вже сформовані такі атрибути ринку венчурного капіталу, як приватна власність, вільні ціни, конкуренція, недержавні банки та інші фінансові установи, податкова система ринкового типу. Проте, на жаль, сучасна економічна система в Україні знаходиться ще в процесі становлення, а наявні ринкові інститути

розвинуті ще недостатньо. На наш погляд, основні напрями інституціональних перетворень, які забезпечують формування необхідного середовища для існування венчурного капіталу, передбачають: розвиток та підтримку інноваційного підприємництва; формування конкурентного середовища, в тому числі й на ринку винаходів; формування первинного ринку цінних паперів та механізму його регулювання, формування системи інституціональних інвесторів венчурного капіталу.

Підводячи підсумки, можна зробити висновок, що в Україні на сьогоднішній день потенціал венчурного підприємництва в сфері інвестиційно-інноваційної діяльності використовується недостатньо. Це в основному пояснюється неефективністю діючих механізмів його державної підтримки. На відміну від зарубіжної практики господарювання, де перелік відповідних заходів державного сприяння досить широкий, в нашій країні розвиток венчурного підприємництва стимулюється переважно шляхом надання податкових пільг. При цьому контроль за використанням цих преференцій здійснюється уповноваженими органами влади досить формально, без їх чіткого зв'язку з результатами діяльності відповідних фірм і компаній. Це не дозволяє повною мірою задіяти переваги венчурного бізнесу для потреб інноваційного оновлення економіки України.

НУБІП України

НУБІП України

НУБІП України

НУБІП України

НУБІП України

НУБІП України

НУБІП України

НУБІП України

ВІСНОВКИ

Венчурний капітал – це особлива довгострокова форма існування капіталу в економіці, роль якої полягає у реалізації інноваційних проєктів, стимулюванні інноваційної трансформації національної економіки в першу чергу, і в другу – глобальної економіки.

Венчурний капітал має наступні особливості:

- Наявність часових рамок;
- Ризиковість;
- Інноваційна орієнтованість;
- Симбіоз інтелектуального та фінансового капіталу;
- Мета венчурного капіталу: самозростання.

Роль венчурного капіталу в економіці визначається його функціями. А саме акумулюючою функцією, інноваційною, інкубацією інноваційного підприємництва, інвестиційною функцією, стабілізаційною, трансформаційною, мотиваційною, соціальною та глобалізаційною.

Венчурний капітал складається з наступних структурних елементів:

фінансовий, реальний, людський, інтелектуальний, інформаційний, соціальний капіталі.

Венчурний бізнес має особливу систему залучення коштів. Найчастіше венчурний капітал залучається від державних фондів і проєктів розвитку, венчурних фондів та інших інституційних інвесторів, а також з неформального ринку венчурного капіталу, який презентують «бізнес-ангели».

Прийнято виділяти 3 форми залучення коштів у венчурні проєкти:

- a. Інвестор інвестує капітал в обмін на частку в статутному капіталу, пропорційно від його вкладення.
- b. Інвестиційний кредит;
- c. Змішана форма залучення коштів як найбільш безпечна.

Венчурне фінансування проєктів має наступні принципи:

- 1) Принцип диверсифікації об'єктів інвестування;
- 2) Принцип поетапності фінансування;
- 3) Поділ ризиків між інвестором і фінансованою компанією;
- 4) Принцип активної участі в управлінні компанією;

- 5) Гнучкість умов фінансування;
- 6) Збалансованість ризиків та доходів;
- 7) Прийняття ризику повної втрати фінансових вкладень;
- 8) Принцип диференційованого підходу;
- 9) Підтримка репутації успішного відбору об'єктів фінансування;

- 10) Принцип націленості на приріст вкладеного капіталу;
- 11) Принцип пошуку «розумних грошей»;
- 12) Право інвестора на частку в статутному капіталі компанії.

Ефективність процесу інвестування венчурного капіталу залежить від обґрунтованості прогнозів темпів зростання компанії та кон'юнктури ринку. Та не незалежно від якості та обґрунтованості таких прогнозів, майбутній розвиток компанії все-рівно містить фактор невизначеності.

Вибір венчурного проекту для фінансування можна розбити на 4 етапи:

- 5) Формування венчурної концепції.
- 6) Оцінка інвестиційної привабливості з точки зору рівня приросту капіталу від участі у венчурному проекті.
- 7) Суб'єктивна оцінка потенційної успішності венчурного проекту.
- 8) Підсумкова оцінка потенціалу інвестиційного проекту та порівняння зі знайденими альтернативними варіантами.

Ефективність венчурного проекту як об'єкта інвестування виражається не тільки з точки зору економічної ефективності. Тому можна виділити наступні види ефективності венчурного проекту:

- Економічна;
- Науково-технічна;
- Податкова;

НУБІП України

- Соціальна;
- Ресурсна;
- Екологічна.

Економічну ефективність венчурного проекту як цільову доцільно визначати у два етапи, використовуючи квантово-економічну модель і метод експертної оцінки венчурного проекту.

Доведено, що система венчурного інвестування є універсальним механізмом фінансування створення інноваційного продукту на основі інтеграції інтелектуальної праці і капіталу, ефективною формою забезпечення реалізації глобальної стратегії соціально-економічного прогресу, інструментом доведення результатів інноваційної діяльності до ринку масового споживання.

Відмінність змісту діяльності вітчизняних венчурних фондів порівняно з венчурними фондами розвинених країн полягає в такому: 1) основними сферами вкладання венчурного капіталу в Україні є будівництво, переробка сільськогосподарської продукції, харчова промисловість, роздрібна торгівля, тоді як в розвинених країнах венчурний капітал вкладається в наукомісткі високотехнологічні сфери бізнесу з огляду на високу ймовірність швидкого виведення продукту на ринок та підвищення рівня капіталізації інвестованої інноваційної компанії; 2) в Україні практично відсутні стартові вкладення у фінансування інноваційної діяльності як найбільш ризикової діяльності внаслідок непередбачуваності результатів: це переважно інвестиції в розвиток компаній; 3) багато вітчизняних венчурних фондів створюються тільки для обслуговування проектів своїх засновників: вони або консолідують кошти для власних інвестиційних проектів, або використовують їх для оптимізації податкових платежів засновників.

Обґрунтовано комплекс заходів державного регулювання розвитку венчурного інвестування в інноваційній сфері, який включає пільги у податковій, митній, амортизаційній, лізинговій та кредитній політиці для

НУБІП УКРАЇНИ

пріоритетних напрямів інноваційної діяльності з урахуванням специфіки українського законодавства. Це дозволить розширити рамки застосування венчурного інвестування через створення найбільш сприятливих умов для розвитку малих та середніх інноваційних компаній. Дані рішення

НУБІП УКРАЇНИ

допоможуть істотно знизити витрати, притаманні високотехнологічним компаніям, збільшити обсяги виробництва і прибутку за рахунок управління лізинговими платежами, застосування системи податкових і митних пільг, а також вибору способів і джерел фінансування.

НУБІП УКРАЇНИ

В результаті систематизації податкових заходів, спрямованих на стимулювання науки та інноваційної діяльності, виділено заходи горизонтального впливу, спрямовані на створення сприятливого інноваційного клімату загалом, та диференційовані заходи, покликані стимулювати окремі пріоритетні галузі або послуги відповідно до економіки

НУБІП УКРАЇНИ

знань. Всі наведені заходи мають здійснюватися відповідно до логіки використання інноваційних податкових стимулів згідно з державною політикою у сфері венчурного бізнесу, інтегрованою в єдину концепцію розвитку інноваційної та інвестиційної діяльності в Україні.

НУБІП УКРАЇНИ

НУБІП УКРАЇНИ

НУБІП УКРАЇНИ

СПИСОК ЛІТЕРАТУРНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Александрова В.П. Фінансування інноваційної діяльності як складової економіки знань / В.П.Александрова// Інноваційний розвиток економіки: модель, система управління, державна політика: Колективна монографія за ред. Л.І.Федулової. – К.: Основа, 2005. – с. 157 – 194.
2. Антонюк Л.Л., Поручник А.М., Савчук В.С. Інновації: теорія, механізм розробки та комерціалізації: Монографія. – К.: КНЕУ, 2003. – 394 с.
3. Брігхем, Е. Ф. Основи фінансового менеджменту [Текст] / Е. Ф. Брігхем. – Київ: Молодь, 1997. – 1000 с.
4. Бутко М. П. Венчурне фінансування як механізм задіяння інноваційного потенціалу підприємницького середовища регіону / М. П. Бутко, О. В. Попело, 2014. – (Економіст). – С. 20–22.
5. Вергун В. А. Моделі венчурного фінансування нанотехнологічних проектів: іноземний досвід і можливості його адаптації в Україні / В. А. Вергун, О. І. Ступницький // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – Київ: Київський національний університет імені Тараса Шевченка. Інститут міжнародних відносин, 2014. – С. 121–131.
6. Вишневська О.О. Венчурний бізнес як джерело фінансування інноваційної діяльності машинобудівних підприємств в умовах сучасного економічного розвитку України / О.О. Вишневська // Інвестиції: практика та досвід. - 2010. -№4. – С. 27-30.
7. Гаман М. Загальний стан та проблеми регулювання інноваційної діяльності в Україні // Вісник Української Академії державного управління при Президентові України. – 2008. – №4. – С. 76-92.
8. Геєць В. Інновативно-інноваційний шлях розвитку – модернізаційний проект розвитку української економіки і суспільства на початку XXI століття // Банківська справа. – 2007. – №4. – С. 3-32.

9. Головінов О. М. Венчурне фінансування як умова активізації інноваційної діяльності / О. М. Головінов

<http://catalog.uccu.org.ua/opacunicode/index.php?url=/notices/index/IdNotice:182853/Source:default> Вісник Донецького національного університету економіки і торгівлі ім. М.

Туган-Бірановського - 2011. - №3. - С.224-234.

10. Гриньова В.М. Соціально-економічні проблеми інноваційного розвитку підприємств [Текст] // В.М. Гриньова, О.В.Козирьова // Монографія - Харків: ВД «ІНЖЕК». - 2006. — 192 с.

11. Грицай Т. Л. Інвестиційне кредитування, його сутність та значення в сучасних умовах господарювання / Т. Л. Грицай // Інвестиції: практика та досвід / Т. Л. Грицай. - Київ, 2011. - (Теорія інвестицій). - С. 7-10.

12. Грозний І.С. Обґрунтування сталійності механізму венчурного циклу // Схід. - 2005. - № 5(71). - С.17-23.

13. Грозний І.С. Стратегія виводу венчурного капіталу з інноваційного проекту // Вісник Львівської комерційної академії. - 2008. - №11. - С. 231-239.

14. Гук О. В. Принципи венчурного фінансування у різних країнах / О. В. Гук, Г. А. Мохонько // Економіка і суспільство / О. В. Гук, Г. А. Мохонько., 2017. - (Мукачівський державний університет). - С. 205-209.

15. Закон України "Про інститути спільного інвестування" [Електронний ресурс] - Режим доступу до ресурсу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17#Text>.

16. Зражевець Є. В. Фінансове забезпечення венчурних інвестицій в Україні : дис. канд. ек. наук : 08.00.08 / Зражевець Є. В. - Харків, 2014. - 240 с.

17. Ильина, М. Формирование и использование венчурного капитала субъектами инновационной деятельности [Текст] : автореф. дис. канд. экон. наук : 08.00.05 / М. Ильина ; [Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации] - М., 2013. - 26 с.

18. Ільєнкова С. Ринок інновацій: предмет та структура // Вісник ТУП. Наук журн. - № 5, ч. 1. - Хмельницький: ТУП, 2008. - С. 69-72.

19. Інноваційна Україна 2020: національна доповідь / за заг. ред. В.М.Гейця та ін.; НАН України. – К., 2020. – 336 с.

20. Клименко В. В. Венчурне фінансування інноваційного розвитку: світовий досвід та Україна / В. В. Клименко., 2010.

21. Княжанський В. Продається “українська ідея”. Без венчурного капіталу інновацій не буде // День. – 2003. – № 9.

22. Коніна М. О. Особливості венчурного інвестування в Україні / М. О. Коніна, К. О. Тузова // Международный научный журнал / М. О. Коніна, К. О. Тузова. – Кривий Ріг: Экономические науки, №4, 2016. – С. 75 – 79.

23. Копшовий Д. Венчурні фонди: позики на прийнятних умовах // Галицькі контракти. – 2008. – № 10. – С. 16-18.

24. Кристенсен К. Дилема інноватора / К. Кристенсен. – Москва: Бізнес Букс, 2004. – (Альпіна).

25. Крупка М.І., Ванькович Д.В., Демчишак Н.Б. та ін. Інвестування / Крупка М.І., Ванькович Д.В., Демчишак Н.Б. та ін // Підручник. Львів: ЛНУ імені Івана Франка – 2014. – 454 с.

26. Лапко О.О. Інноваційна діяльність в системі державного регулювання. – К.: ІЕП НАНУ, 1999. – 254 с.

27. Лебедко Н. Р. Фінансування стартапів в Україні [Електронний ресурс] / Н. Р. Лебедко, І. П. Петренко // Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана. – 2021. – Режим доступу до ресурсу: https://ir.kneu.edu.ua/bitstream/handle/2010/31034/505-506_P.pdf?sequence=1.

28. Макаренко І.П., Когка П.М., Рогожин О.Г., Кузьменко В.П. Національна інноваційна система України: проблеми і принципи побудови / За наук.ред. І.П.Макаренка. – К.: Інститут проблем національної безпеки, 2007. – 520 с.

29. Мартякова О.В., Трикоз І.В. Венчурне інвестування в системі фінансування інноваційної діяльності в сфері охорони здоров'я // Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу. – 2010. – №2 (10). – С. 36-41.

30. Мацелюх Н.П. Фінансування та стимулювання комерціалізації інновацій в Україні: проблеми і шляхи вирішення / Мацелюх Н.П., Дем'янчук Г.В. // Наука та інновації. – 2014. – № 3. – С.69 – 79.

31. Михайлова Л. І. Інноваційний менеджмент / Навч. посібник.- К. : Центр учбової літератури. – 2007. – 248 с.

32. Москвін С.О. Венчурні фонди інноваційного розвитку // Актуальні проблеми економіки. - 2009. - № 2 (92). - С. 88-96.

33. Мостовенко Н.А. Проблеми розвитку венчурного бізнесу в Україні / Н.А. Мостовенко // Економічний форум. – 2011. – Спецвипуск 4. – С. 45–59.

34. Муляр Т. В. Венчурне інвестування як інструмент забезпечення фінансової безпеки країни у Т. В.Муляр // Економічний вісник Житомирського державного технологічного університету. – 2011. – Вип. 17/1. – С. 12-17.

35. Мять С. Источники и формы развития венчурного капитала [Електронний ресурс] / С. Мять // Журнал международного права и международных отношений 2006. № 4. – Режим доступа : <http://evolutio.info/content/view/1068/181/>.

36. Національна інноваційна система: зарубіжний досвід, стан в Україні. Аналітичні матеріали до парламентських слухань // За ред. В.М.Геєця, Л.І.Федулової. – Київ: 2007. – 184 с.

37. Нікіфоров П.О., Гладчук О.М. Проблеми розвитку венчурного капіталу в Україні та світі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua>.

38. Новікова Л. Власність та управління у венчурних фірмах // Вісник Академії митної служби України. - 2007. - № 1. - С. 25-28.

39. Офіційний сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

40. Офіційний сайт Інвестиційної компанії «Драгон Капітал» [Електронний ресурс]. – Режим доступу <http://www.dragon-capital.com>.

41. Офіційний сайт Національного інституту стратегічних досліджень [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.niss.gov.ua/>

42. Офіційний сайт Світового Економічного Форуму. The World Economic Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.weforum.org/issues/financial-development>

43. Офіційний сайт Української Асоціації Інвестиційного Бізнесу (УАІБ) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/analuaib>.

44. Охріменко, О. О. Методичні підходи до оцінки ефективності венчурних проєктів [Текст] / Оксана Онуфріївна Охріменко // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: С. І. Шкарабан (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничополіграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2013. – Том 14. – № 2. – С. 70–77. – ISSN 1993-0259.

45. Першко Л.О. /Л.Першко, А.Данькевич/Венчурні фонди як інвестиційні інститути: західний досвід і практика функціонування в Україні. – Наук. вісник Нац. у-ту ДПС України (економіка, право). – № 1 (64) 2014. – С. 40–46.

46. Пилипенко Б. Г. Методи розрахунку ефективності фінансування довгострокових венчурних проєктів / Б. Г. Пилипенко // Математичні методи, моделі та інформаційні технології в економіці / Б. Г. Пилипенко., 2015. – С. 450–460.

47. Пилипенко Б.Г. Методи розрахунку ефективності фінансування довгострокових венчурних проєктів / Б. Пилипенко // Актуальні проблеми економіки. – 2015. № 2 (164). – С. 450 – 460.

48. Пилипенко Б.Г. Особливості формування венчурного капіталу в економіці України / Б.Пилипенко// Вісник Донецького національного університету. Спецвипуск, Серія В - економіка і право. - Донецьк. - 2011, том 2. – С.328-333.

49. Пікуліна Н.Ю. Про підходи до вивчення венчурного капіталу //Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету імені Володимира Гнатюка. Серія: економіка. - 2006. - № 8. - С. 10-14.

50. Поліщук О. Т. Сутнісні характеристики венчурного інвестування та його місце у розвитку національної економіки / О. Т. Поліщук. // Фінанси, облік, банки. – 2017. – №1. – С. 135 – 145.

51. Поручник А.М., Антонюк Л.Л. Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні. – К.: КНЕУ, 2004. – 172 с.

52. Присяжнюк А.Ю. Особливості розвитку венчурного капіталу в Україні // Економіка та держава. – 2007. – № 5. – С. 20–21.

53. Притуляк Н. М. Венчурне фінансування інноваційної діяльності (теоретичний аспект) / Н. М. Притуляк // Інвестиції: практика та досвід / Н. М. Притуляк. – Київ, 2013.

54. Романішин О.В. Перспективи венчурних фондів в Україні як джерела фінансування інноваційної діяльності підприємств // Наука молода. – 2004. – № 2. – С.158–163.

55. Рудь Н.Т. Венчурне фінансування інноваційних процесів : особливості та перспективи / Н.Т. Рудь, Н. В.Кучинська // Економічний форум. – 2012. - №2. – С. 427–439.

56. Савченко В. Принципи організації та регулювання венчурного інвестування [Текст] / В. Савченко, Д. Шатирко // Вісник ЖДТУ. – 2014. – № 4 (70) – С. 190–201.

57. Савченко В. Ф. Проблеми венчурного інвестування в Україні / В. Ф. Савченко, Д. В. Шатирко // Економіка та управління національним господарством / В. Ф. Савченко, Д. В. Шатирко., 2013. – (Науковий вісник ЧДІЕУ №2 (18)). – С. 7 – 13.

58. Савченко В. Ф. Сутність та особливості венчурного капіталу / В. Ф. Савченко, Д. В. Шатирко. // Науковий вісник ЧДІЕУ. – 2014. – №1 (21). – С. 7–13.

59. Ткаченко В. А. Методи оцінки венчурних проєктів: особливості та можливі підходи / В. А. Ткаченко, В. М. Матієнко // Вісник економічної науки України / В. А. Ткаченко, В. М. Матієнко., 2008.

60. Топіха В. І. Аналіз розвитку ринку венчурного інвестування України / В. І. Топіха, П. В. Ковалишин // Бізнес-навігатор / В. І. Топіха, П. В. Ковалишин., 2011. – С. 41 – 45.

61. Українська асоціація інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. –

Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/>.

62. Фінансове забезпечення інноваційного розвитку України: монографія [М.І.Діба та ін.] за наук. ред. проф. М.І.Діби та доц. О.М.Юркевич. ДВНЗ «Київ. Нац. екон. ун-т ім.Вадима Гетьмана». – К.: КНЕУ, 2013.

63. Фінансування інноваційного розвитку України [Електронний ресурс] / Інститут розвитку економіки України. – Режим доступу: finansuvannya-innovatsiynogo-rozvytke-ukraine/.

64. Чайківський І. А. Експертна оцінка інноваційних проектів та інвестицій в інновації підприємств технопарку / І. А. Чайківський // Інноваційна економіка / І. А. Чайківський., 2014. – С. 237–250.

65. Чернев. Є.В. Венчурний капітал: характерні особливості та проблеми законодавчого визначення. / Є.В. Чернев // Інвестиції: практика та досвід / , 2016. – (Економічна наука). – (2016; 19). – С. 52–55.

66. Шатирко Д. В. Оцінка світового досвіду венчурної діяльності та його адаптація до реалій української економіки / Д. В. Шатирко. // Економіка. Управління. Інновації. Серія : Економічні науки. - 2015. - № 1. - (Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/eui_2015_1_43)

67. Шевченко О. М. Роль та функції венчурного капіталу в умовах формування економіки інвестиційно-інноваційного типу / О. М. Шевченко, О. О. Шевченко. – Полтава: Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету.

68. Caselli S. Private Equity and Venture Capital in Europe [Електронний ресурс] / Stefano Caselli // Elsevier. – 2010. – Режим доступу до ресурсу: <https://books.google.com.ua/books?id=d2S2k4pioZsC&pg=PA198&dq=venture+capital&hl=uk&sa=X&ved=2ahUKFwjK8Ie7g7zuAhW0YsAKIHZjCAB8Q5AEwBHoECSAcQA#v=onepage&q&f=false>.

69. Guide on private equity and venture capital for entrepreneurs [Електронний ресурс] // EVCA. – 2007. – Режим доступу до ресурсу: <https://investeurope.eu/media/1809/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>.

70. James Chen Private equity & venture capital [Електронний ресурс] / James Chen // Investopedia. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.investopedia.com/terms/v/venturecapital.asp#citation-1>.

71. NVCA Year Book [Електронний ресурс]. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://nvca.org/wp-content/uploads/2020/03/NVCA-2020-Yearbook.pdf>.

72. Schumpeter J. A. Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung — eine Untersuchung über Unternehmerrgewinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjunkturzyklus. — 2. Aufl. — Mlinchen, 1926.

73. The Global Startup Ecosystem Report 2020 [Електронний ресурс] // Startup Genome. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://startupgenome.com/report/gser2020>.

НУБІП України

НУБІП України

НУБІП України