

ПРОБЛЕМИ НА ШЛЯХУ РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ

Розглядаються проблеми венчурного інвестування в Україні. Формулюються напрями та способи їх подолання

Постановка проблеми. В порівнянні з інвестиціями в традиційні проекти вкладення венчурного капіталу в малі високотехнологічні компанії обумовлене прагненням отримати більш високі доходи. Венчурний інвестор сподівається створити нові ринки збуту та посісти на них провідне місце завдяки інноваційній монополії. Інвестиції в малі високотехнологічні підприємства характеризуються високим ступенем ризику. Тому венчурний інвестор погоджується на норму прибутку не менше 25-30 % річних, розглядаючи його як плату за ризик. Венчурний капітал має й інші особливості. До них можна віднести, зокрема, орієнтацію інвесторів на його приріст, а не на отримання дивідендів на вкладений капітал. Величина приросту капіталу визначається лише під час виходу підприємства на фондовий ринок. Відповідно й засновницький прибуток – основна форма доходу на венчурний капітал – реалізується інвесторами після того, як акції венчурного підприємства будуть котируватися на ринку цінних паперів. Така технологія венчурного інвестування передбачає наявність низки забезпечуючих факторів на макро- та мікрорівнях, які поки що відсутні в Україні.

Аналіз досліджень та публікацій. Ті чи інші проблеми венчурного інвестування в Україні періодично розглядалися у ряді публікацій [6, 9, 18]. Водночас вони мають вузько спрямований характер і не розглядають проблеми венчурного інвестування в нашій країні комплексно.

Мета та методи дослідження. Основна мета дослідження полягає у виявленні комплексу проблем венчурного інвестування

в Україні, що дозволить в подальшому сформулювати науковообґрунтовані рекомендації з їх подолання. Для досягнення поставленої мети застосовані методи аналогії, порівняння, аналіз, узагальнення та статистичні дані.

Викладення основного матеріалу дослідження. Венчурні інвестори (фізичні особи і спеціалізовані інвестиційні фонди) за допомогою експертів попередньо детально аналізують як інвестиційний проект, так і діяльність підприємства, що його пропонує, його фінансовий стан, кредитну історію, якість менеджменту, специфіку інтелектуальної власності. Особлива увага приділяється оцінці ступеня інноваційності проекту, від якої в більшості залежить потенціал підвищення вартості підприємства.

Венчурний інвестор фінансує створення підприємства, потім підтримує його розвиток, на визначеному етапі сприяє випуску акцій для продажу на ринку цінних паперів з метою отримання прибутку. Для забезпечення необхідної ліквідності акцій або продажу малого високотехнологічного підприємства за високу ціну воно повинно пройти шість поступових етапів життєвого циклу: розробка інвестиційного проекту; формування підприємства; початкове залучення венчурного капіталу; початок виробництва нової наукомісткої продукції; розширення та стійке функціонування на основі успішної реалізації продукції, що випускається; продаж підприємства та повернення інвестору вкладених коштів і виплата прибутку.

Життєвий цикл інвестицій у венчурний бізнес зазвичай не перевищує 3-7 років. Протягом цього часу підприємство повинно

досягти таких економічних результатів, які б дали змогу венчурним інвесторам повністю повернути кошти й вийти з бізнесу з прибутком. До того ж вони можуть продати свою частку в компанії або ж на ринку, або її менеджменту. У випадку низької ціни або доходності бізнесу доцільне проведення реструктуризації або реінжинірингу компанії. Для повного успіху необхідний її вихід на фондову біржу за умови, що акції компанії користуються попитом і реально ліквідні. Іншими варіантами можуть бути її поглинання великою компанією, викуп венчурним фондом, власним керівництвом або співробітниками.

Як свідчить досвід різних країн (США та Європи [8], Японії [12], Кореї [13]), венчурний бізнес може докорінно змінити якість економічного зростання, сприяючи подоланню дефіциту та дороговізни інвестиційних ресурсів. Так, фахівці Великобританії вважають, що їх країна розвивається відносно швидше переважно за рахунок венчурних підприємств. У цій країні, найбільшому інвестиційному ринку Європи початку поточного десятиліття, у 2003 р. 42 % коштів було інвестовано у венчурні угоди (0,9 млрд. з 2 млрд. євро) у порівнянні з 75 % 2002 р., що склало 88 % всіх інвестиційних угод (94 % в 2002 р.). У Франції венчурні інвестиції склали 0,6 млрд. з 1 млрд. євро прямих інвестицій – це 67 % всіх інвестицій з 91 % інвестиційних угод. В Італії обсяги венчурного інвестування досягають 0,3 млрд. євро, що складає 57 % всіх інвестованих коштів і 90 % інвестиційних угод. В Німеччині 57 % інвестицій в технологічному секторі було здійснено на венчурних стадіях. Порівняно з 2002 р., де 100 % інвестицій були венчурними, спостерігалось значне зниження інвестування на цій стадії розвитку бізнесу і зростання прямих вкладень на пізніших стадіях і стадіях реструктуризації [3, с. 20].

Інвестиції у венчурне підприємництво призводять до збільшення зайнятості, особливо висококваліфікованих спеціалістів, вирівнювання рівня життя

різних верств населення. Світовий ринок венчурного капіталу в середині 1990-х років подолав межу в 100 млрд. дол. [11, с. 123]. Венчурне підприємництво відіграє важливу роль в реалізації нововведень в наукомістких галузях. З точки зору структури джерел фінансування та умов надання коштів воно значно відрізняється від традиційних методів залучення інвестицій. Венчурний бізнес створює новий тип інвестиційного механізму інноваційної діяльності та підвищує ефективність функціонування економіки в цілому.

Переваги венчурного підприємництва використовуються й великими компаніями. Наприклад, світові лідери комп'ютерної галузі – компанії Microsoft, Intel, Apple Computerr, Compaq – посіли своє сьгоднішнє місце переважно завдяки венчурним інвестиціям на ранніх стадіях свого розвитку. В теперішній час комп'ютерна галузь продовжує лідирувати серед найбільш інтересних галузей для венчурних інвестицій. В межах зазначених галузей найбільшу зацікавленість викликають у інвесторів підприємства, які спеціалізуються на Internet-технологіях, наприклад, електронна торгівля. Далі йдуть як найбільш привабливі телекомунікації, програмні продукти, біотехнології, медицина, споживчі товари та послуги [5, с. 52].

В нашій країні за минулорічною статистикою Української асоціації інвестиційного бізнесу, 77,7 % інститутів спільного інвестування (ІСІ) є венчурними фондами. На початку 2006 року їх було 199, а у вересні – вже 331. На них припадає 92,3 % активів, працюючих у сфері інститутів спільного інвестування.

На початку минулого року в Україні працювали 159 компаній з управління активами (КУА), які мали клієнтами 284 ІСІ та 54 недержавних пенсійних фондів. За дев'ять місяців частина інститутів закрилися через недосягнення нормативів або закінчення строку життя, але ще більша кількість відкрилася. За

підсумками третього кварталу, в Україні працювали 219 КУА, які управляли активами 462 ІСІ та 77 пенсійних фондів.

Багато венчурів працюють фінансовим прошарком між підприємствами фінансово-промислових груп. Через них дуже зручно робити перехресне субсидювання в межах фінансово-промислової групи, коли протягом дня можна переказати гроші з одного місця в інше. Серед КУА, які управляють великими венчурами, більшість пов'язані з ФПГ. Наприклад, КУА "Автоальянс-XXI Век" наближена до корпорації "Укравто", "Брокбізнесінвест" та "Форум" – до відомих банків.

На основі звітності, поданої фондами в ДКЦПФР за підсумками 2005 року, УАІБ розрахувала частку найбільших КУА на ринку венчурного капіталу – 9,65 % грошей венчурних фондів контролював "Автоальянс-XXI Век". На другому місці з 8,98 % стояла КУА "Альтера Ессет Менеджмент", близька до донецьких ділових кіл. В 2006 році "Альтера Фінанс" почала лідирувати на ринку, та зараз управляє венчурами з найбільшим в Україні оборотом. До першої двадцятки входять: "Форум", "Кастел фінанс" (близька до Урсіббанку), Брокбізнесінвест, "ЛІКО-ІНВЕСТ" [9].

Крім того, в 2006 році виявилось, що вклади в ІСІ пов'язані зі значним ризиком. З травня по червень у світі відбувалася міні-криза, пов'язана з впливом грошей зі світових ринків, що розвиваються. Наслідки були відчутними в Україні. Вартість акцій – основного інструменту, що приносить доход спільним фондам, – повернулася до рівня травня лише у листопаді. До того ІСІ були вимушені визнати, що мають збитки або працюють неприбутково, тим більше не йде мова про надприбутки, які приносили фонди в попередні роки.

Схожа ситуація з доходністю склалася і в інших видах фондів, що працюють з населенням – інтервальних та закритих, диверсифікованих та не диверсифікованих, корпоративних та пайових. На початку року

таких було близько двадцяти, але до кінця може бути в декілька разів більше. За минулий рік десятки КУА анонсували створення нових фондів, розрахованих на роботу з населенням.

Теоретично, у цих фондів більше шансів працювати з набагато більшою доходністю, ніж у відкритих диверсифікованих – їх організаційна форма дозволяє не боятися, що в будь-який день клієнти заберуть гроші. Звідси й велика сміливість та свобода дій. Але незважаючи на це, не всім вдалося уникнути негативного впливу падіння вартості акцій на організованому ринку цінних паперів. В портфелях інтервальних фондів частка акцій в півтори рази більша, ніж у спільних фондів, закритих – ненабагато більше. Очікувати 50 % річних не приходиться.

За даними УАІБ, невентурні ІСІ заробили клієнтам, в середньому, 33 % річних. Однак, після зняття комісійних та податку на прибуток залишиться приблизно 20 % річних.

Наведена статистика є невтішною та підтверджує той факт, що в нашій країні викривлена мета застосування венчурних інвестицій. Венчурні фонди в Україні – це найпопулярніший з легальних інструментів оптимізації фінансових потоків, які створені на декілька років, працюють з грошима юридичних осіб та мають пільги з оподаткування та здачі звітності державі. Це сформувало відповідну негативну уяву в сфері державного управління та законотворення про даний вид капіталовкладень. Традиційно ж спільний інтерес новаторів – засновників компанії та венчурних інвесторів – визначається: по-перше, ймовірністю отримання високих доходів, по-друге, активним розвитком інноваційного бізнесу, розробками прогресивних технологій, виникненням нових напрямків науково-технічного прогресу.

Існує ряд факторів загального характеру, які гальмують розвиток венчурного бізнесу та пояснюють існуючий стан речей (див. рис. 1). При цьому не дивлячись на різну природу макро- та мікроекономічних факторів, часто вони взаємопов'язані, що продиктувало відповідний їх розгляд.



Рис. 1. Проблеми венчурного інвестування в Україні

Нестабільність правових норм. На першому місці серед причин стриманої інвестиційної політики є нестабільність правових норм. Це, з іншого боку, сприяє відпливу капіталу вітчизняних інвесторів за кордон. Звичайно, венчурний бізнес в Україні не звільнений від традиційного набору проблем, що стоять перед будь-яким вітчизняним бізнесом, однак для вирішення більшості з них буде достатньо досвіду професіоналізму наших менеджерів. Найбільш серйозною є та обставина, що практично нормативна база венчурного підприємництва в Україні не розроблена, оскільки в законодавстві не передбачена можливість регулювання правовідносин, пов'язаних з венчурним інвестуванням. Відповідно, не передбачені заходи державної підтримки цього механізму, аналогічні існуючим в більшості країн як з розвинутих, так й з венчурним бізнесом, що тільки зароджується. На сьогодні розробка нормативних актів, що регулюють діяльність венчурних фондів та підприємств, знаходяться на початковому етапі. Вперше поняття венчурного фонду введено в березні 2001 року, в Законі України "Про інститути спільного інвестування". Не дивлячись на відсутність спеціальної нормативно-правової бази, венчурний бізнес ні в якому разі не суперечить діючому законодавству.

Водночас закордонний досвід свідчить, що основою нормативного регулювання венчурного інвестування є комплекс законів про інвестиції (в т.ч. іноземні) та, саме, інноваційну діяльність. Внаслідок глобалізації та інтернаціоналізації технологічних ринків нормативне регулювання в галузі інноваційної діяльності та охорони прав інтелектуальної власності в розвинутих ринкових економіках значно уніфіковано. Тому завдання нашої країни – приєднатися до світової практики та посилювати правову культуру.

Другою важливою частиною нормативного регулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності є правові акти, що стимулюють та регулюють НДДКР в інтересах промисловості та процеси передачі результатів завершених досліджень в сферу їх використання. Стан справ в Україні, який підмічений і дослідниками [6], говорить про відсутність ефективних механізмів підготовки та доведення наукового результату до товарних стандартів, що є однією з основних перешкод, яка обмежує динамічний розвиток інноваційного бізнесу та венчурної індустрії в нашій країні.

Наступним напрямом нормативного регулювання є комплекс законів та інших нормативних актів, що визначають умови

створення та діяльності різних інститутів підтримки та забезпечення інноваційного бізнесу, його інституційної інфраструктури.

Четвертий блок складає нормативне регулювання діяльності малого та середнього бізнесу (корпоративне законодавство), яке, при всьому його різноманітті в умовах різних економік, має декілька основних загальних рис: прості процедури реєстрації, засновані на деклараційному принципі; спрощені форми ведення обліку та звітності; наявність різноманітних податкових пільг (наприклад, протягом початкових етапів діяльності); право приймати участь у виконанні державних контрактів; можливість працювати на основі спеціальних бізнес-центрів та інкубаторів, що дає ряд суттєвих переваг.

Слабка культура підприємництва. Венчурним інвестиціям в технологічний бізнес також заважає слабка культура підприємництва на більшості українських підприємств. Багато з них, що займаються комерціалізацією своєї інтелектуальної власності, часто обмежуються продажем власних винаходів. Навіть за умови створення малих інноваційних фірм, переговори з венчурними інвесторами закінчуються невдало через небажання з боку керівників компаній втрачати контроль за бізнесом. Вони, як правило, надають перевагу використанню банківських кредитів або пільгових кредитів від Фонду Сприяння та інших державних фондів підтримки підприємництва. Також відображається нерегульованість прав на інтелектуальну власність між її розробниками та науковою установою, в стінах якої проводилася наукова робота. В світлі цього одним з першочергових завдань успішного інвестування є жорстке розмежування функцій між винахідниками та інноваційними менеджерами. На Заході в умовах розвинутої бізнес-інфраструктури, наявності системи державної підтримки малого бізнесу підприємцем може стати представник будь-якої професії, носій ідеї, яка може бути в перспективі

комерціалізована. Тоді як у нас існує інше уявлення про бізнесмена, що характеризується наявністю соціального світогляду, який ніяк не був пов'язаний з інтелектуальними здібностями та обмежується здібностями в сфері торгівлі, розподілу власності, розкрадання державних коштів. В цьому контексті відчувається нестача професійних менеджерів, які могли б стати посередниками між джерелом капіталу та об'єктом його застосування, спроможних об'єктивно оцінити ринкові перспективи науково-технічної розробки, що комерціалізується.

Неналагоджена фінансова інфраструктура визначає ліквідність інвестицій в Україні. Поки українське середовище малого й середнього бізнесу ще залишається недостатнім ані за кількісними і якісними показниками, ані за часткою у ВВП, складно в нашій країні здійснювати розрахунок показника внутрішньої норми доходності (IRR). В Україні "венчурність" підприємств можна більш ефективно вимірювати за темпами їх розвитку, збільшення обсягів продаж. Зростання продаж дає можливість покращити й інші показники, насамперед – збільшити ринкову частку підприємства. Тому венчурний інвестор в Україні, вклавши кошти в підприємство, що виробляє цікавий продукт і користується попитом, має також шанс досягти своєї мети – продати за велику суму свій пакет акцій. Якщо обсяги продажів того чи іншого українського підприємства зростають в межах 40-50 % на рік, то воно, можна вважати, до певної міри вже задовольняє типові запити венчурного інвестора.

Ця ситуація відображається в структурах угод, коли інвестування в акціонерний капітал часто підміняється на негарантовані позики, або відхилення від класичного придбання неконтрольного пакета акцій до придбання контрольного в розрахунок на майбутнього потенційного стратегічного партнера, як правило, зацікавленого в повному контролі над підприємством.

Ліквідність інвестицій за рахунок венчурного капіталу на даний час є невизначеною через такі проблемні питання як *нерозвиненість ринку цінних паперів* (розглянуто далі з проблемою фінансування) та організаційні перешкоди під час *виходу венчурного фонду з учасників підприємства*.

Популяризації інвестфондів не допоміг навіть гучний успіх “Синергії” компанії “КІНТО”. Після трьох років роботи він приніс 699,38 % доходу на 1 акцію. Закриття відбулося не без скандалу – більшість учасників у свій час не помітили, що в договорі прописано висока винагорода КУА, яка в підсумку значно зменшила отримання ними суми. Після того, як були виплачені всі комісійні, прибуток скоротився до 619,2 %. І все ж таки, в цілому проект закінчився успішно, показавши, що вкладати в закриття ППФи та КІФи – зовсім не безнадійна справа [9].

Цей перший (з відомих) у вітчизняній практиці випадок засвідчив, що невирішеною залишається проблема виходу з підприємства. Венчурні фонди, надавши кошти підприємству, проробивши з ним декілька років, збільшивши вартість підприємства, повинні продати належний їм пакет акцій стратегічному інвестору. В ролі останнього виступають або підприємства, що стали на ноги, тієї чи іншої суміжних галузей, що диверсифікують свою географічну або галузеву присутність, або західні підприємства.

Західні портфельні фонди, вкладаючи кошти в акції українських підприємств, оцінюють свої вклади як високоризикові, постійно відстежуючи ситуацію та змінюючи ступінь своєї присутності на українському ринку. Стратегічний західний інвестор може прийти в не котируване підприємство, лише якщо у нього є серйозні плани присутності на українському ринку та він готов прийняти значні державні ризики. Якщо більше складнощів виникає у випадку з малими підприємствами, або потенційний прибуток у співвідношенні з високими ризиками не оправдовує витрати з виходу на український ринок.

Проблеми в галузі корпоративного управління призвели до того, що інвестори стали вимагати як мінімум блокуючого пакету акцій. Ряд фондів як обов’язкову умову ставлять наявність у підприємства західного партнера, щоб спільно мати можливість блокувати небезпечні для свого бізнесу дії з боку менеджменту підприємства. Інші КУА взяли ініціативу в свої руки, підвищивши вимоги до прийняття участі в управлінні підприємством.

Діючі венчурні фонди будуть шукати можливості виходу з проектів. Більшість фондів вже прямо стикаються з цією проблемою, строки їх вкладів в ряд проектів вже перевищують заплановані. Навряд чи потрібно очікувати суттєвого надходження в галузь офіційних ресурсів. Масштабне надання коштів ЄБРР в капітали венчурних фондів було можливо лише на початковому етапі регулювання економіки в цілях сприяння розвитку галузі. Перш за все потрібно розраховувати на надходження приватних ресурсів.

Ще на етапі аналізу проекту венчурні інвестори думають, як вони будуть виходити з цього проекту, тому для них більш важливо, яка буде економічна ситуація через 3-8 років, їх більше хвилює довгострокові перспективи. Масивного надходження нових грошей, більш-менш масштабного приходу нових КУА не вдасться досягти значних позитивних змін в економічній та політичній сфері та проходження певного випробувального терміну, який би дозволив переконатися в стійкості слідування вибраному курсу.

Недостатня державна підтримка малого інноваційного бізнесу. Явно недостатня державна підтримка малого інноваційного бізнесу. Дефіцит капіталу на початкових стадіях життєвого циклу підприємства ніщо не може заповнити до встановлення розвинутого ринку венчурного капіталу, появи широкого кола “янголів бізнесу” та інших груп прямих інвесторів, готових до надвисоких ризиків, крім державних субсидій. Саме на базі державної підтримки малого

інноваційного бізнесу зародився венчурний бізнес в США та саме завдяки їй стрімко поширився в Європі.

Широкомасштабне надходження інвестиційних ресурсів можливе лише в економіці, яка розвивається. В Україні ж при задовільній ситуації в більшості експортно-орієнтованих галузях і частини галузей масового роздрібного попиту продовжується деградація виробничого потенціалу в промисловості та сільському господарстві. Без конструктивного посилення ролі держави, без чіткої державної політики переломити цю ситуацію навряд чи вдасться.

Навіть за зовнішніх ознак стабільності, тимчасовому зростанні економіки інвестиції в Україну будуть вкрай високоризиковими, а число залучених інвестиційних проектів та їх галузева диверсифікація будуть неухильно скорочуватися.

Проаналізувавши ситуацію в Україні, можна зробити наступні висновки. По-перше, в Україні не проводиться робота із визначення ключових напрямів та критичних технологій на відповідному рівні. Ця робота припускає значні часові та фінансові витрати, але вигоди від її проведення очевидні. На сьогодні відомі критичні технології та ключові напрями розвитку не повністю відповідають національним особливостям України, оскільки, в основному, орієнтовані лише на загальноприйняті світові пріоритети.

По-друге, роль венчурного капіталу в секторі високих технологій сьогодні в Україні мінімальна та не показова, не дивлячись на певний досвід. Венчурний капітал має в основному іноземну належність та орієнтований на споживчий сектор і видобувні галузі, спрямованість венчурних інвестицій в сектор високих технологій ніяк не регулюється з боку держави.

По-третє, державна підтримка та стимулювання вітчизняного венчурного капіталу поки не має успіху, більшість законодавчих ініціатив не отримали своєї реалізації у зв'язку з відсутністю фінансування та носять чисто номінальний характер.

Однією з основних причин, що стримують надходження як зарубіжних, так і вітчизняних інвестицій в український наукоємний бізнес, є сформований образ України як простору, несприятливого для ведення бізнесу та надання інвестицій. В цілому інвестори хотіли б мати більш-менш чітке уявлення про подальший економічний розвиток країни. Вироблені на офіційному рівні програмні замовлення, не супроводжуються чіткими та послідовними діями. На прикладі десятків розвинених країн світу, інвестори більше довіряють послідовним діям, ніж словам. Не потрібно сторонитися виправданих заходів з посилення державного втручання в економіку.

Розвиток індустрії венчурного капіталу та прямого інвестування на сьогодні повинен бути одним з пріоритетних напрямків державної інноваційної політики та необхідною умовою активізації інноваційної діяльності та підвищення конкурентоспроможності вітчизняної промисловості.

Залучення інтелектуального ресурсу в ринкові відносини призведе до трансформації науки та її переходу з дотаційної сфери до повноправної та високоефективної частини економіки. Тобто, економіка та наука повинні краще взаємодіяти: наука, поставляючи на ринок інтелектуальний продукт, отримує необхідні їй для подальшого розвитку фінансові ресурси, а економіка отримує новий ресурс для свого розвитку – інновації, які дозволять якісно змінити виробництво та вивести українську промисловість на конкурентоспроможний рівень.

Актуальність розвитку венчурної індустрії в Україні стала очевидною, адже саме вона дозволяє доповнити ланку, що не вистачає для поєднання науки з іншою частиною економіки, для чого значна увага та контроль має приділятися питанням патентування і гарантування прав інтелектуальної власності, яка в даних умовах стає рушієм і необхідним компонентом інвестиційної сфери.

В Україні є безліч нематеріальних активів, з-поміж яких, на думку експертів, найнижче оцінено наукові знання. Не випадково ж наукові

колективи в нас так стрімко руйнуються. Це несправедливо, тому що насправді знання, які мають українські вчені і розробники, можуть у разі комерціалізації технологій і венчурного інвестування в український хай-тек принести мільярдні прибутки [6].

З регулюючими інституціями ситуація простіше – як обґрунтовують цю проблему дослідники [18] основними суб'єктами проведення державної політики у сфері венчурного капіталу повинні виступати Державна комісія з регулювання ринку фінансових послуг разом з Державною комісією регулювання цінних паперів та фондового ринку. До складу керівництва координаційної ради, створеної з метою координації діяльності державних органів з питань функціонування ринку цінних паперів, необхідно включити Голову ДКРФП.

Перспективним в даному напрямку досліджень є визначення державної політики щодо формування необхідних передумов для венчурного інвестування, зокрема в сфері фінансування.

Таким чином, в Україні визріла необхідність створення системи венчурного інвестування, в основу якої будуть закладені стратегії та пріоритети соціально-економічного розвитку, нормативно-правові акти, сукупність організаційних структур, необхідних для функціонування венчурного капіталу.

В країнах з розвинутим ринком венчурного капіталу держава виступає активним учасником цього ринку. Державні програми стимулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності поділяються на чотири категорії: венчурне інвестування інноваційної діяльності прямо в інноваційні компанії; венчурне інвестування інноваційної діяльності через венчурні фонди; змішані програми венчурного інвестування інноваційної діяльності; гарантійні програми венчурного інвестування інноваційної діяльності.

Вибір конкретної державної програми венчурного інвестування інноваційної діяльності залежить від наступних основних джерел: можливості державного бюджету; цілі економічної політики держав; рівень розвитку ринку.

Відсутність проектів для венчурного інвестування. Однією з проблем венчурного бізнесу є недолік якісних та доходних проектів. Ця проблема багатопланова – специфічними для галузі є:

– неухильний процес старіння основних фондів на підприємствах та загальна деградація технологічного рівня виробництва в більшості галузях промисловості. Велика кількість підприємств не в змозі придбати необхідне обладнання для здійснення наукових досліджень та розробок. Це не може не відобразитися на інтелектуальному потенціалі країни;

– керівники та фінансові служби підприємств, керівники малих та середніх підприємств, потенційно спроможних стати об'єктом інтересу з боку інвесторів, не в змозі підготувати набір необхідної документації, має неправильне уявлення про його цілі та завдання. Вирішити цю проблему можна було б шляхом випуску спеціалізованих курсів, посібників, розгляду відповідних тем в базових предметах студентів-економістів;

– не розвинуто інформаційне забезпечення організації процесу взаємодії між венчурними фондами та потенційними отримувачами інвестицій.

Нерозвиненість ринку цінних паперів. До числа перешкод на шляху венчурного бізнесу потрібно також віднести нерозвиненість українського ринку цінних паперів, на якому активно продаються акції лише небагатьох компаній, головним чином “блакитних фішок”, а позабіржовий ринок до цих пір знаходиться на початковому етапі свого розвитку, заважаючи здійсненню цивілізованого виходу з бізнесу. Саме через це в найближчі 3-5 років для більшості підприємств з венчурним капіталом буде недоступна стратегія виходу через публічне розміщення акцій на вітчизняному ринку цінних паперів. Ця обставина не є визначальною для самого факту існування венчурного бізнесу. Досвід розвинутих національних венчурних галузей показує, що домінуючими стратегіями виходу залишаються випуск, злиття та поглинання, а ці фінансові технології принципово прості.

На сьогодні відсутні конкретні відпрацьовані процедури різних стратегій виходу венчурного капіталу, що в підсумку відобразиться на ефективності венчурного бізнесу (особливо на початковому етапі його розвитку) та, перш за все, на короткострокових інвестиціях в підприємства пізніх стадій розвитку. Саме тому активізація ринку цінних паперів та активна підтримка цього процесу дуже важливі, так як забезпечують створення та удосконалення технологій виходу капіталу, знижуючи рівень фінансових ризиків та перетворюючи венчурний бізнес на ще більш привабливіший для інвесторів.

В дослідженнях різних вчених [20] показано, що наявність ліквідного ринку цінних паперів дозволяє венчурним інвесторам та підприємцям, які збираються заснувати високотехнологічне підприємство, укласти неявний контракт з приводу розподілу в ній контрольних функцій. Потенційна можливість проведення первинного розміщення акцій на ринку цінних паперів дає підприємцю шанс повернути контроль (можливо, частково) над інноваційною компанією. Тому він менше схильний протиставляти себе до венчурного інвестора та більше зацікавлений в залученні венчурних коштів. Іншими словами, ліквідний ринок цінних паперів не тільки збільшує попит на венчурний капітал, але й знижує транзакційні витрати на створення нових високотехнологічних фірм.

Окрім того, ринок цінних паперів сприяє накопиченню знань та появі керівних кадрів, необхідних для розвитку венчурних фондів. Підприємці, що продали свої інноваційні підприємства на ринку цінних паперів, потім виступають оптимальними кандидатами для того щоб стати венчурним інвестором, володіючи потрібними технологічними та керівними здібностями для роботи у високотехнологічному секторі.

Вже тільки наявність венчурного капіталу в структурі власності компанії дає змогу підвищити вартість її акцій при їх первинному розміщенні, оскільки учасники фінансового

ринку визнають, що венчурні фонди мають доступ до ефективних механізмів зниження агентських витрат. Було показано, що при первинному розміщенні капіталу оцінка акцій компанії, у власності котрої бере участь венчурний капіталіст, традиційно вище, ніж в інших фірмах [23]. Схожий висновок отримали Ч. Беррі, К. Маскарелла, Д. Піві III та М. Ветсуйпенс, які встановили, що рівень недооцінки акцій при їх первинному розміщенні негативно пов'язаний з часткою у власності, що припадає на венчурних інвесторів [19]. Окрім того, успішний вихід з капіталу компанії шляхом первинного розміщення акцій зміцнює позитивну репутацію венчурного інвестора, полегшуючи в подальшому його можливість із залучення фінансування. Тобто, обсяг первинних розміщень обумовлює додатковий приплив грошових ресурсів у венчурні фонди [21].

Існує значний досвід функціонування венчурних фондів в країнах з домінуванням банківського та фондового фінансування. Найбільший обсяг венчурних інвестицій припадає на США. Навіть в США, ринок цінних паперів якого вже не одне десятиліття є найрозвиненішим та ліквідним в світі, діяльність держави вплинула на становлення венчурних фондів не менше, ніж динаміка ринків капіталу.

Цей висновок підтверджують й статистичні дослідження в інших країнах. Згідно результатів аналізу розвитку 1999-2000 рр. 187 венчурних фондів в Німеччині, 119 – в Ізраїлі, 62 – в Японії та 140 – у Великобританії інвестиційна стратегія венчурних фондів, залежних від банків та держави, найчастіше виявляється більш ризиковою, ніж орієнтованих на ринок цінних паперів та пов'язаних з пенсійними фондами (стандартний випадок для Великобританії та США) [22]. Так у США 1990-х рр. основними джерелами фінансування венчурних фондів були пенсійні фонди (39,2 %), страхові компанії (18,5 %) та благодійні фонди (22,7 %) [15, с. 34]. Відповідно у Великобританії – пенсійні фонди (25,6), банки (22,9 %) та страхові компанії (12,1) [15, с. 36].

Окремої уваги заслуговує діяльність венчурного капіталу в Японії, де розвиток венчурного бізнесу ініціює держава. Пенсійні фонди Японії володіють активами в 1,7 трлн. дол. Лише 2 % участі їх активів у венчурному бізнесі складають обсяги в 5 разів більше за весь обсяг венчурного капіталу в країні. Величезним резервом для розвитку венчурного бізнесу в Японії є заощадження населення. (вони оцінюються приблизно в 110 тис. дол. на душу населення) [5, с. 69].

Приймаючи до уваги сприятливі можливості, які відкриває ринок цінних паперів перед венчурними інвесторами, можна було б припустити, що розвиток ринків капіталу є ключовим параметром, що визначає міжрегіональні різниці в динаміці венчурного фінансування. Однак розрахунки не підтвержують цей висновок.

Як свідчать результати статистичного аналізу [25], ринок цінних паперів впливає на темпи росту венчурного капіталу в меншому ступені, ніж спільні показники розвитку економіки або очікування господарюючих суб'єктів. При цьому роль ринків капіталу має значення лише для венчурних інвестицій у вузькому їх розумінні, тобто інвестицій на ранніх стадіях реалізації інноваційних проектів до моменту їх ринкової комерціалізації. Одне з пояснень цього феномену пов'язане з тим, що венчурні інвестори, володіючи повною інформацією про новий продукт/послугу, є найбільшою конкурентною загрозою для новаторів саме після завершення основного обсягу інноваційних робіт. Тому на даній стадії новатори нерідко звертаються до банківського кредитування, відмовляючись від продовження венчурного фінансування та швидшого виходу на ринок капіталу [24].

З точки зору інституційних перетворень відмітимо зміни умов функціонування небанківських фінансових посередників, в першу чергу пенсійних фондів.

Таким чином, аналіз досвіду венчурного фінансування в різних країнах не дозволяє зробити висновок про те, що одна з моделей фінансування (банківська або фондова)

володіє наявними перевагами з точки зору перспектив венчурного бізнесу та створення фінансових умов для прискорення інноваційних процесів. Проте відмітимо однозначно позитивну роль державної підтримки розвитку венчурних фондів.

Джерела фінансування. Залучення коштів для венчурного інвестування з Українських джерел надзвичайно ускладнене. Розглядаючи традиційні джерела, ми бачимо або дуже слабкий розвиток цього сектора, або несприятливе законодавство і відсутність комерційного інтересу на тлі високого ризику.

Скористаємося вже існуючим оглядом політики венчурного інвестування деяких фінансових установ [17].

Банки. Інвестиційна політика Українських банків у значному ступені продиктована недавнім минулим з високою інфляцією, нестабільністю курсу обміну гривні до іноземної валюти і дуже високою прибутковістю державних цінних паперів. В даний час банки виявилися невідповідними для довгострокових інвестицій. Дорогі, короткострокові, малоризиковані позики, що пропонуються українськими банками їх клієнтам і на які українські підприємці змушені погоджуватися в існуючій ситуації, не надихають банки інвестувати у венчурні фонди. До того ж: багато комерційних проектів починають приносити прибуток не раніше ніж через 3-5 років, але в такому разі вони погіршують баланс банку; такі проекти пов'язані з дуже високим ступенем фінансового ризику; банки будуть обов'язково вимагати забезпечити застави або гарантій.

Пенсійні фонди. Відповідно до українського законодавства, пенсійним фондам дозволено інвестувати в деякі дуже обмежені фінансові інструменти: державні цінні папери; банківські депозити; нерухомість; акції кватованих компаній.

Страхові компанії. Ринок страхування почав розвиватися в результаті дії уряду десь на початку дев'яностих. До того часу існувала державна страхова компанія – Держстрах. Тепер в Україні багато страхових компаній,

але загальна сума страхових премій, що збирається за рік – незначна. Загальний акціонерний капітал усіх українських страхових компаній порівняємо з акціонерному капіталу однієї респектабельної страхової компанії в якій-небудь західній країні. Структура страхового ринку дуже негармонійна. З іншого боку, цей ринок знаходиться на грані підйому. В країнах з розвинутою ринковою економікою страховий бізнес за розмірами стоїть поряд з банківським бізнесом.

Підводячи підсумки про можливі українські джерела створення фондів для венчурного капіталу, відзначимо, що в майбутньому пропорція українських грошей у венчурному капіталі буде неухильно зростати. Банки найбільш підготовлені для цих структур, а зміни в законодавстві дозволять пенсійним фондам діяти як інвесторам венчурного капіталу. Зростання страхових компаній і їх злиття може призвести до створення ще одного джерела для венчурного капіталу. Таким чином, в Україні фінансові джерела для індустрії венчурного капіталу дуже відмінні від європейського венчурного капіталу.

Отже, основними джерелами для венчурного капіталу в Україні є інституційні інвестори і закордонні бюджетні джерела. Приватні інвестори не досить представлені в Україні. Потенційні приватні інвестори дуже уважно спостерігають за результатами діяльності фондів, що вже діють на ринку. Успіх ЄБРР буде вирішальним аргументом для появи приватних інвесторів в Україні.

Все більш актуальним стає залучення інвестицій у вигляді заощаджень населення. Створюються інвестиційні фонди, вклади яких будуть заморожені на певний строк, наприклад 7-10 років. Фонд зможе інвестувати кошти в державні цінні папери, іпотечні облігації. За підсумками року власники паїв зможуть отримати дохід, наприклад, в процентному розмірі приросту ВВП. Паралельно може бути створений венчурний фонд. Інвесторам цього фонду можна буде дозволити управляти своїми

портфелями, організованими за галузевою ознакою. Наприклад, телекомунікації, біотехнології, програмне забезпечення. В портфелі можна встановити певну мінімальну межу інвестицій для кожної галузі (наприклад, 5 % від інвестованих коштів), таким чином, буде неможливо звести до нуля вклади в конкретну галузь.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Таким чином венчурний бізнес в Україні знаходиться на стадії становлення.

Необхідне подальше удосконалення державної політики в галузі венчурного фінансування, в тому числі прямої фінансової підтримки, а також формування відповідної інституційної інфраструктури. Ефективність венчурного фінансування буде визначатися характером проявленого інтересу до цієї сфери бізнесу, як з боку держави, так й з боку приватних національних підприємств.

На сучасному етапі розвитку більшість країн з розвинутим ринком венчурного капіталу здійснюють виборчу політику відповідно до розвитку науки та техніки: застосовують різноманітні методи визначення критичних галузей та технологій з врахуванням загальноосвітових пріоритетів та національних особливостей, притаманних саме цим країнам.

Держава здійснює регулювання та підтримку ринку венчурного капіталу. Пряма державна підтримка в цьому напрямі здійснюється в двох основних формах: прямі інвестиції в інноваційні фірми та інвестиції в приватні та державні венчурні організації. Непряма підтримка полягає в активізації попиту на ринку венчурного капіталу зі допомогою різних механізмів стимулювання наукової діяльності та створення умов для утворення інноваційних фірм та венчурних організацій.

Необхідна розрахована на інноваційні підприємства популяризація ідеї венчурного фінансування в Україні, яке поки займають незначне місце в порівнянні з системою мікрофінансування підприємств малого бізнесу та кредитними союзами.

Венчурний капітал може бути не тільки фактором успішного зростання наукомістких галузей, які є найважливішим компонентом економічного ядра української економіки, але й фактором переносу необхідних професійних навичок в сфері менеджменту.

Необхідний подальший розвиток цієї форми підтримки інноваційної діяльності приватних підприємств, удосконалення всієї процедури прийняття рішень аж до виходу венчурної фірми з проінвестованого підприємства.

Формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо захисту інвесторів, залучення інвестиційних капіталів і технологій (ноу-хау), розвиток та функціонування ринку цінних паперів та їх похідних, вільний обіг акцій на вторинному ринку цінних паперів, сприяння адаптації національного фондового ринку до міжнародних стандартів є тією рушійною силою, яка здатна оживити механізм реальної інвестиції.

Ці висновки підтверджують необхідність державної участі на ринку венчурного капіталу для ефективного функціонування цього ринку та підвищення економічної безпеки країни в цілому.

Список використаної літератури:

1. Закон України “Про інноваційну діяльність” № 2505-IV від 25.03.2005 р.
2. Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” від 15.12.2005, № 3201-IV.
3. Деньги для роста. Обзор инвестиций в технологический сектор в Европе 2004. – СПб.: РАВИ, 2004.
4. Жуков В.Б. Инновационный фактор экономического развития и венчурное финансирование. – Дис... к.э.н., Санкт-Петербург, 2004. – 122 с.
5. Каржауев А.Т. Национальная система венчурного инвестирования / А.Т. Каржауев, А.Н. Фоломьев. – М.: ЗАО “Издательство “Экономика”, 2006. – 239 с.
6. Ковтун Т. Їхні гроші та нашим би вченим. Українські проекти у сфері хай-тек презентують у Силіконовій долині // Україна молода. – № 208. – 2005. – <http://umoloda.kiev.ua/number/548/159/19804/>
7. Комлева О.О. Венчурное инвестирование в международном инвестиционном процессе. – Дис... к.э.н., М., 2004. – 148 с.
8. Лотонин Н.Н. Сравнительный анализ венчурной индустрии США и Западной Европы и перспективы ее развития в России. – Дис... к.э.н., Санкт-Петербург, 1999. – 183 с.
9. Лямец С. ИСИ-2006: оптимизация налогообложения в масштабах страны // www.economica.com.ua/top/trend/97687/98204.html.
10. Малахов В.В. Формирование рынка венчурного капитала в экономике России. – Дис... к.э.н., Москва, 2005. – 160 с.
11. Мацнев О. Венчурное предпринимательство: мировой опыт и отечественная практика // Вопросы экономики. – 2006. – № 5. – С. 122-131.
12. Пинюгин К.О. Теория и практика применения венчурного капитала (на примере Японии). – Дис... к.э.н., Москва, 2004. – 144с.
13. Ряшенцев В.А. Социально-экономические условия развития венчурного бизнеса (на примере Республики Корея). – Дис... к.э.н., Владивосток, 1999. – 135 с.
14. Сергиенко Я., Френкель А. Венчурные инвестиции и инновационная активность // Вопросы экономики. – 2006. – № 5. – С. 115-121.
15. Стальченко А.Ю. Организационно-экономический механизм венчурного инвестирования инновационной деятельности. – Дис... к.э.н., Москва, 2003. – 142 с.
16. Финансовые и кредитные проблемы инвестиционной политики: Научный альманах фундаментальных и прикладных исследований / Финансовая академия при Правительстве РФ. Гл. ред. Л.Н. Красавина. – М.: Финансы и статистика. – 2004. – С. 171-174.
17. Фінансова діяльність венчурних фірм // <http://bookz.com.ua/6/6.htm>

18. Яскевич А.Й. Державне регулювання розвитку венчурного бізнесу в інвестиційній сфері // <http://www.academy.kiev.ua/ej1/txts/Yaskevut.htm>.

19. Barry C.B., Muscarella C.J., Peavy III J.V., Vetsuypens M.R. The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from Going Public Process // Journal of Financial Economics. – 1990. – Vol. 27. – P. 447-472.

20. Black B.S., Gilson R.J. Venture Capital and Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets // Journal of Financial. – 1998. – Vol. 47. – No 3. – P. 243-277.

21. Gompers P.A. The Rise and Fall of Venture Capital // Business and Economics History. – 1995. – Vol. 23. – P. 1-26.

22. Mayer C., Schoors K., Yafeh Yi. Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel and UK: Working Paper 9645 / NBER Working Paper Series, April 2003.

23. Megginson W.L., Weiss K.A. Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings // Journal of Finance. – 1991. – Vol. 46. – P. 879-903.

24. Osada M. Bank versus Venture Capital: Mimeo. University Pompeu Fabra, November 2000.

25. Schertler A. Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis: European Integration, Financial Systems and Corporate Performance (EIFC): United Nations University Working Paper No 03-27, 2003.

МОШЕНСЬКИЙ Сергій Захарович – кандидат економічних наук, професор кафедри фінансів Житомирського державного технологічного університету

Наукові інтереси:
– економічна безпека України;
– теорія і практика венчурного інвестування

ПЕРЕГУДА Віта Валентинівна – стажер кафедри фінансів Житомирського державного технологічного університету

Наукові інтереси:
– організація та методика венчурного інвестування