

330.322.16:303.446

“ ” “ ”  
“ ”

“ ”

-

.

,

.

.

:

,

,

-

,

,

.

.

,

,

.

,

.

-

.

підприємницької діяльності виділилось відносно нещодавно – у 50-60-х роках минулого століття, тому механізми його функціонування є дослідженими не в повній мірі.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Для України дослідження венчурної індустрії в контексті інноваційного розвитку країни є відносно новим. Вітчизняні науковці намагаються узагальнити закордонний досвід, дослідити можливості та умови його реалізації в Україні. Цій проблемі присвячені праці наступних науковців: Л. Федулової [8; 9], В. Гейця [10], В. Семиноженка [10], С. Ілляшенка [11], Л. Івіна [12], С. Москвіна [13], П. Ковалишина [14]. Подальшого дослідження потребує комплекс питань, пов'язаних із виокремленням ключових факторів успішного розвитку венчурної індустрії за кордоном та визначенням ролі держави у її формуванні.

**Метою статті** є співставлення досвіду США, Ізраїлю та Росії у формуванні індустрії венчурного інвестування як фактору інноваційного розвитку.

**Виклад основного матеріалу.** Венчурне інвестування (від англ. Venture – ризиковий) – один з основних економічних інструментів, який забезпечував протягом останніх десятиліть інноваційний розвиток провідних індустріальних країн. За останні 60 років воно отримало стрімкий розвиток і в результаті виділилося в самостійний напрям інвестування зі своєю специфікою та інфраструктурою, відмінною від традиційних напрямів інвестиційної діяльності, та поступово оформилося в окремий вид підприємницької діяльності.

Венчурне інвестування як окрема індустрія фінансування почала зароджуватись у Сполучених Штатах у кінці 40-х років ХХ століття. На думку Дагаєва А., інтерес до ризикового фінансування зростає з трьох причин. По-перше, інвестори мали змогу отримувати дохід, який кратно перевищував можливий дохід від традиційних кредитно-фінансових операцій. По-друге, специфіка об'єктів фінансування – високоризикових підприємницьких проектів - дала поштовх розвитку особливих методів управління, що сприяють мінімізації інвестиційних ризиків. По-третє, венчурний механізм забезпечив практичну можливість фінансування нових інноваційних ідей і розробок на початкових етапах їхньої реалізації [1].

На сьогодні саме взаємодія держави, бізнесу та науки забезпечує налагоджене функціонування індустрії ризикового інвестування в США, що дає змогу виділити основні характеристики американської моделі венчурного інвестування.

По-перше, держава реалізує програми стимулювання венчурного інвестування та підтримки малого інноваційного бізнесу. Головна роль у державній підтримці відводиться Управлінню у справах малого бізнесу (УСМБ), яке було засноване в 1953 р. в якості незалежного агентства федерального уряду для консультування, сприяння розвитку та захисту інтересів малого бізнесу. Найбільш важливим напрямком діяльності УДМБ в області венчурного фінансування є програма інвестиційних компаній малого бізнесу (ІКМБ). Згідно з цією програмою компанії, що здійснюють інвестиції в пайові і боргові цінні папери венчурних фірм, отримують допомогу в залученні коштів з використанням державних гарантій. Усього за більш ніж 50 років роботи програми ІКМБ були здійснені інвестиції в 105 тис. компаній на загальну суму 53 млрд. дол. США, в тому числі були профінансовані такі фірми, як «Компак», «Еппл комп'ютер», «Америка онлайн», «Федерал експрес», «Інтел», «Сан мікросістемс» [3].

По-друге, ефективно взаємодіють дослідницькі університети та стартові компанії інноваційного бізнесу. Налагоджений механізм передачі запатентованих та ліцензованих університетами технологій дає змогу безперешкодно перетворювати наукові відкриття в комерційні зразки і на їхній базі створювати стартапи. Протягом останніх 25-30 років створення та розвиток нових компаній за участі університетів відіграють велику роль у розвитку економіки регіонів, сприяє підвищенню рівня зайнятості, залученню суттєвих інвестиційних ресурсів навіть на початкових стадіях розвитку. Наприклад, за участі Массачусетського технологічного інституту (МТІ), найбільшого регіонального центру академічних досліджень, щорічно створюється близько 150 компаній. У 4 тисячах компаній, заснованих за останні десятиріччя за участі МТІ, зайнято 1,1 млн. чоловік, а загальний обсяг продажу склав 232 млрд. дол. США [4].

По-третє, фінансове забезпечення інноваційного підприємництва, в основі якого лежить поетапне залучення коштів, базується на взаємодії формального і неформального секторів венчурного капіталу. Мережа бізнес-янгелів, тобто неформальних інвесторів, є основою венчурної індустрії в США. Без участі приватних інвесторів на початковому етапі власникам перспектив-

них ідей майже неможливо залучити капітал на більш пізніх стадіях розвитку підприємства. За підсумками 2010 р. розмір ринку капіталу неформального сектору оцінювався в 164,7 млрд. дол. США, що складає більше 90% усього акумульованого венчурного капіталу [5]. Важливість цього сектору полягає і в тому, що разом із фінансовими ресурсами він передає і підприємницький досвід.

По-четверте, в Сполучених Штатах функціонує розвинена інфраструктура інноваційної діяльності, в тому числі механізм виходу інвесторів із проєктів, який реалізується через позабіржовий ринок NASDAQ.

Венчурний капітал зробив дуже суттєвий внесок в соціально-економічний розвиток США. За даними американської асоціації венчурного капіталу, сумарна виручка венчурних фірм у 2008 р. склала 21% ВВП США, тобто 2,9 трлн. дол. США, а кількість працівників зазначених компаній - 11,0% загальної кількості зайнятих в американському приватному секторі, що становить 12,1 млн. робочих місць. За 2006-2008 рр. зростання зайнятості у венчурному секторі склало 1,6% (при середньому показнику в приватному секторі в цілому - 0,2%), а прибутків - 5,3% (у приватному секторі в цілому - 3,5%) [5].

Одним із яскравих прикладів успішного розвитку індустрії венчурного капіталу, високотехнологічних кластерів малих компаній та цілеспрямованої державної інноваційної політики є Ізраїль.

Ізраїль посідає перше місце в світі за часткою видатків державного бюджету на НДДКР у ВВП (4,2% ВВП у 2009 р.), друге місце (поступаючись США) – за кількістю венчурних компаній і третє місце (поступаючись США і Канаді) – за кількістю компаній, що котируються на фондовій біржі NASDAQ. У 2008 р., який став початком світової кризи, венчурні інвестиції в Ізраїлі в перерахунку на душу населення були в 2,5 рази більше, ніж у США, в 30 разів більше, ніж у Європі, і в 80 разів більше, ніж у Китаї. В Ізраїлі найбільша в світі кількість початкових компаній на душу населення - 3850, тобто одна компанія доводиться на 1844 жителя країни [6].

Таких показників Ізраїлю вдалося досягти завдяки цілеспрямованій інноваційній політиці уряду. Він не лише надає стимули, але й є ініціатором розвитку венчурної індустрії. Її успіх забезпечила централізована реалізація державної політики Відділом головного вченого, через який здійснюються усі програми підтримки венчурного інвестування. Він розробив та успішно втілює наступні програми:

- фінансування розробок, що мають потенціал комерціалізації в промисловості;
- «інкубаторська програма» (і пов'язана з нею підтримка компаній посівної стадії);
- програма «Yozma» (орієнтована на стартап компанії).

На наш погляд, ключову роль у формуванні успішної ізраїльської моделі венчурного інвестування відіграли «інкубаторська програма» та програма «Yozma». Завдяки першій відбулося накопичення критичної маси стартап проєктів (близько 300), які згодом пред'явили попит на венчурний капітал. Протягом цього періоду здійснювалася підтримка малого підприємництва і венчурних компаній - збільшився обсяг грантового фінансування досліджень і розробок, стимулювалися міжнародні зв'язки, почали створюватися технологічні інкубатори. У сфері венчурного капіталу в цей період проводилися законодавчі ініціативи щодо лібералізації валютного ринку і ринку капіталу. Друга програма дала поштовх розвитку венчурної індустрії як такої та швидкому зростанню високотехнологічного кластеру. «Yozma» був перший фонд фондів, чий капітал повністю складався з державних коштів. У рамках програми «Yozma» були створені фонди із загальною капіталізацією 250 млн. дол. США, які профінансували більше 200 проєктів.

Російська модель венчурного інвестування багато в чому схожа з ізраїльською моделлю, але разом із тим має декілька особливих рис.

Як і в Ізраїлі, в Росії уряд взяв на себе ініціативу закладення основ венчурної індустрії. До 2000 р. існували лише іноземні венчурні фонди, які почали створюватися з 1994 р. за підтримки Європейського банку реконструкції та розвитку. Після прийняття низки нормативних актів, які були покликані активізувати механізми венчурного інвестування, почали з'являтися фонди із вітчизняним капіталом. На сьогодні розвиток венчурного інвестування, а також лобювання інтересів інвесторів забезпечується активною діяльністю таких інститутів, як Російська асоціація венчурного та прямого інвестування (РАВІ), під егідою якої проходять Російський

венчурний форум і щорічні венчурні ярмарки, а також Співтовариство бізнес-янголів Росії (СБАР).

Варто окремо виділити заснування у 2006 р. «Російської венчурної компанії» - аналогу ізраїльської «Yozma». РВК – це державний фонд фондів, головною функцією якого є стимулювання венчурних інвестицій та фінансова підтримка високотехнологічного сектору (інформаційні технології, телекомунікації, нано- та біотехнології). Результатом діяльності компанії є формування 12 фондів, в тому числі 7 венчурних фондів, фонд посівних інвестицій, біофонд, інфрафонд та два міжнародних фонди. Загальна частка державних коштів в них становить 15 млрд. руб. при загальному обсязі капіталу близько 25 млрд. руб. За час існування РВК було проінвестовано близько 70 інноваційних фірм.

Окрім РВК функціонують регіональні венчурні фонди інвестицій в малі підприємства науково-технічної сфери, які створені на основі партнерства федеральних і місцевих органів влади та бізнесу.

Також активно розвивається фондовий ринок Росії з метою забезпечення виходу інвесторів із проєктів, а фірм – на відкритий ринок. Зокрема, один із найбільших біржових майданчиків Росії – ММВБ в даний час ініціює організацію торгів акціями високотехнологічних компаній [7].

Проте, незважаючи на усі державні ініціативи, практика застосування венчурного капіталу в інноваційному розвитку економіки Росії обмежена. Існує низка проблем, які перешкоджають становленню та розвитку венчурного інвестування. До них можна віднести: відсутність адекватної законодавчої бази, нерозвиненість інноваційної інфраструктури, невелику частку вітчизняного російського капіталу в загальному обсязі інвестованого венчурного капіталу, недостатній розвиток фондового ринку. Окрім цього, створені без участі державних коштів венчурні фонди майже не займаються інвестиціями в інноваційні сектори економіки, віддаючи перевагу традиційним видам діяльності. Інвестиції венчурних фондів у споживчий ринок та ринок фінансових послуг за підсумками 2009 р. склали більше 60% загального обсягу капіталовкладень.

Подолати вищезазначені проблеми російський уряд намагається завдяки комплексному підходу, який враховує багатогранний досвід країн із розвиненим ринком венчурного капіталу, таких як Сполучені Штати та Ізраїль.

**Висновки.** Таким чином, співставлення досвіду венчурного інвестування США, Ізраїлю та Росії доводить, що державна політика відіграє ключову роль. Для цього на початкових етапах венчурного інвестування надаються певні пільги та забезпечується фінансова підтримка, участь держави у фінансуванні стартових фаз проєкту та державні гарантії інвестицій. Важливою причиною успіху американської моделі венчурного інвестування також можна визнати високу активність саме вищих навчальних закладів при комерціалізації своїх наукових розробок. Посилюють ефект від активності високий рівень розвитку фондового ринку, участь в інвестиційних процесах значної кількості інституційних інвесторів, орієнтація на малі інноваційні фірми, новітні галузі економіки, використання ефективних механізмів комерціалізації інновацій, що зумовлює швидкий обіг ресурсів, висока активність «бізнес-янголів», розвиток наукових центрів та територіальних агломерацій інноваційної інфраструктури. Показовим є досвід Росії у формуванні своєї власної моделі індустрії венчурного інвестування. На початкових етапах вона стикалась із тією ж проблемою, яку на сьогодні має і Україна: значний науково-дослідницький потенціал та відсутність досвіду в доведенні інновацій до виробництва. Проте сьогодні в Росії спостерігаються якісно нові зрушення в цьому питанні в основному за рахунок активності регіонів.

#### Література:

1. Дагаев А. Венчурный бизнес: управление в условиях кризиса / А. Дагаев // Проблемы теории и практики управления. – 2003. – №3. – С. 38-46.
2. Захарін С. Інвестиції в інновації: теорія, парадигма, методологія досліджень / С. Захарін // Економіка та управління національним господарством. – 2010. – №4. – С. 60-64.
3. Спицын Д. Государственная поддержка венчурного бизнеса в США / Д. Спицын // США и Канада: экономика, политика, культура. – 2010. – №1. – с. 120- 127.
4. Судакова Н.А. Стартовые компании в исследовательских университетах США: проблемы организации и функционирования / Н.А. Судакова // США и Канада: экономика, политика, культура. – 2010. – № 2. – С. 111- 127.

5. National Venture Capital Association 2011 Yearbook [Електронний ресурс] / Prepared by Thomson Reuters, 2011. – 115 p.
6. Скрипкина О.С. Место и роль венчурного финансирования в инновационной экономике /О.С. Скрипкина //Вестник ТГУ. – 2008. – №1. –С. 81-86.
7. Шафиев Р.М. Об инновационной деятельности в России / Р.М. Шафиев // Школа университетской науки: парадигма развития. – 2010. – №1. – С. 12-16.
8. Федулова Л.І. Перспективи інноваційного розвитку промисловості України / Л. Федулова // Економіка і прогнозування. – 2006. – №2. – С. 58-76.
9. Інноваційний розвиток економіки: модель, система управління, державна політика / за ред. Л.І. Федулової. – К.: Основа, 2005. – 552 с.
10. Геєць В.М. Інноваційні перспективи України / В.М. Геєць, В.П. Семиноженко. – Харків: Константа, 2006. – 272 с.
11. Ілляшенко С.М. Менеджмент та маркетинг інновацій: Монографія / С.М. Ілляшенко. – Суми: ВТД «Університетська книга», 2004. – 616 с.
12. Инновационная экономика: монография / [Л.Н. Ивин, В.М. Куклин, А.С. Захарченков и др.]; под ред. Л.Н. Ивина. – Харьков: НТУ «ХПИ», 2009. –588 с.
13. Москвін С.О. Венчурні фонди інноваційного розвитку / С.О. Москвін // Економіка та управління підприємствами. – 2009. - № 2. – с. 89-96.
14. Ковалишин П. Венчурний бізнес у США. Від кризи до кризи / Ковалишин П. // Економіст. – 2010. – № 7. – С. 69-71.

#### АННОТАЦИЯ

#### ВЕНЧУРНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ С ПОЗИЦИИ КОМПАРАТИВИСТИКИ

**Дуна Н.Г., к. э. н., доцент**

**Вовченко В.В., магистр**

*Харьковский национальный университет имени В.Н. Каразина*

В статье определено место венчурного инвестирования в инновационном развитии государства и причины его выделения в отдельный вид финансирования. Проанализированы основные факторы и направления развития венчурной индустрии в США, Израиле и России. Отдельное внимание уделено роли государства в процессе становления венчурного инвестирования в этих странах.

**Ключевые слова:** венчурное инвестирование, инновационное развитие, государственные программы стимулирования, малые инновационные фирмы, фирмы венчурного капитала.

#### SUMMARY

#### COMPARATIVE ANALYSIS OF VENTURE CAPITAL WORLD EXPERIENCE

**Duna N.G., Ph.D., docent**

**Vovchenko V.V., master**

*V.N. Karazin Kharkiv National University*

The article shows the place of venture capital in the innovative development of the country and the background of its separation in a new type of financing. The main factors and the ways of venture industry development in the U.S., Israel and Russia are analyzed. Distinct attention is paid to the government role in the venture processes in these countries.

**Key words:** venture investment, innovative development, government incentive programs, small innovative firms, venture capital firms.