

strengths and weaknesses of such forms of business. The classification presented in article orders all set of multimedia publishing houses on characteristic signs and is the basis for the development of adapted to the specifics of each type of mechanism of management and organizational support.

Keywords: *media, publishing information products, information services, information activities, multimedia technology, startups, crowdfunding.*

*Одержано редакцією: 10.01.2015
Прийнято до публікації: 18.01.2015*

УДК 69.003:658

РИЖАКОВ Дмитро Андрійович,
кандидат економічних наук, доцент, кафедра
менеджменту та адміністрування організацій,
ПЮ, Київський національний університет
будівництва та архітектури

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ МОДЕЛЕЙ ІННОВАЦІЙНО-ОРІЄНТОВНОГО РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВ НА ЗАСАДАХ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Метою статті є порівняльний аналіз міжнародно визнаних форм і механізмів венчурного інвестування та визначення можливостей їх використання для становлення національних інноваційних моделей розвитку підприємств. Подальший розвиток досліджень у сфері моделювання державної підтримки венчурного підприємництва в Україні приведе до чіткої структуризації показників ефективності її функціонування, особливо з урахуванням змін економічної кон'юнктури і зростаючого значення інституційних і неформальних венчурних інвесторів у фінансуванні компонентів інфраструктурної підтримки системної економічної трансформації.

Ключові слова: *інноваційна діяльність, моделі венчурного фінансування, венчурні фонди, венчурні інвестиційні проекти*

Постановка проблеми. Участь венчурного капіталу є принциповим чинником в інноваційному процесі. З різних причин для великих компаній реалізація ризикового проекту надто складна. Такі проекти мають більший шанс на успіх, якщо вони реалізуються малими технологічними фірмами. Венчурний капіталіст здатний за допомогою відповідних фінансових інструментів брати участь у підтримці високоризикових інноваційних проектів. Це підтверджується тим, що технологічні революції, які привели до трансформації індустріального виробництва, були проведені компаніями, котрі підтримуються венчурним капіталом. Наприклад, фірми, які лідирували в розробці кожного нового покоління комп'ютерних технологій (ПК, програмне забезпечення), фінансувалися за рахунок венчурного капіталу.

Мета статті. Аналіз функцій і особливостей венчурного капіталу та їхнє порівняння з економічним змістом капіталу взагалі, розкритим класиками економічної теорії, дозволяє охарактеризувати економічну сутність венчурного капіталу як різновид фінансового капіталу, що виконує роль особливого інвестиційного ресурсу в суспільному відтворенні, має переважну спрямованість на активізацію науково-технічної та інноваційної діяльності, поєднує високі ризики і невизначеність кінцевого сукупного ринкового ефекту з надвисокою прибутковістю коштів, вкладених в засоби нових фірм чи фірм, що розвиваються.

Виклад основного матеріалу дослідження. Поняття "венчурний капітал" вперше з'явилося у США в 60-х роках ХХ століття. Проте лише на початку ХХІ століття венчурний капітал став предметом пильної уваги економістів. Саме поняття венчурного інвестування

можна трактувати по-різному. Одні розуміють під цим лише високоризиковані вкладення коштів на початкових етапах розвитку бізнесу або навіть бізнес-ідеї. Інші віддають перевагу більш широкому трактуванню, що включає будь-яке фінансування швидкого зростання компанії. Таким чином, в даному випадку венчурний капітал фінансує не тільки формування стартового капіталу, а й наступні етапи становлення інноваційного підприємства.

Назва "венчурний" походить від англійського "venture", яке, з одного боку, означає "ризик", а з іншого – "підприємство". Сам термін "ризиковий" має на увазі, що у взаєминах інвестора і підприємця, який претендує на отримання фінансування, присутній елемент ризику. Тобто венчурним можна вважати фінансування, яке спрямовується безпосередньо у підприємство і при цьому несе в собі невизначеність. Ризик властивий венчурному фінансуванню і без нього венчурне фінансування не існує.

Поняття "венчур", "венчурний капітал", "венчурне фінансування" нерозривно пов'язані з винахідницькою діяльністю, а також зі створенням і функціонуванням підприємства, що займається впровадженням результатів даної винахідницької діяльності в комерційне виробництво. Тому для більш точного визначення поняття "венчурний капітал" необхідно розглянути його значення за стадіями розвитку підприємства.

Основна відмінність від традиційного інвестування полягає в тому, що фінансові активи надаються підприємству без будь-якої гарантії забезпечення рухомим чи нерухомим майном або заощадженнями. Єдиною гарантійною заставою служить відповідна частина акцій, менша, ніж контрольний пакет існуючого або тільки створюваного підприємства, тобто венчурний капітал надається підприємству під перспективну ідею.

Венчурний капітал – особлива форма вкладення капіталу в об'єкти інвестування з високим рівнем ризику в розрахунок на швидке отримання високої норми доходу.

У країнах з технологічно орієнтованою економікою піднесення виробництва й індустріальний розвиток переважно залежать від успішних інновацій, які означають, що результати досліджень і розробок ефективно комерціалізуються (переходять у стадію комерційного випуску продукції). При цьому доступ технологічних компаній до фінансових ресурсів стає ключовим чинником в інноваційному процесі.

Залежно від різних ситуацій, рис і структури компанії менеджерський персонал може вибирати найбільш доцільний тип фінансування інноваційних проектів за рахунок зовнішніх коштів, враховуючи обмеження та вимоги до різних джерел фінансування, їх переваги та недоліки (табл. 1). Як свідчить проведений аналіз переваг і недоліків, обмежень і вимог до джерел фінансування, які властиві українській економіці, залучення венчурного капіталу відповідає потребам фінансового забезпечення інноваційних проектів і важливим принципам системи фінансування інновацій, що передбачає множинність джерел для фінансування проектів із досить високим ступенем невизначеності та ризику.

Венчурний капітал протягом останніх 25 років вважається феноменом розвитку промисловості США. Завдяки саме цьому бізнес-інструментові було впроваджено переважну більшість розробок у новітніх галузях промисловості й медицини. Існує багато визначень того, що таке венчурне фінансування, але всі вони так чи інакше зводяться до його функціонального завдання: сприяти розвитку конкретного бізнесу шляхом надання певної суми коштів в обмін на частку в статутному капіталі або на певний пакет акцій.

Венчурний капітал, за визначенням Європейської асоціації венчурного капіталу (EVCA – European Venture Capital Association), є пайовим капіталом, що надається професійними фірмами, які інвестують і спільно керують стартовими, що розвиваються, або приватними компаніями, котрі трансформуються і демонструють потенціал для помітного зростання.

Доцільно також відмітити такий істотний чинник, як зростання вартості компанії, що відбувається в середньо - або довгостроковій перспективі та веде до зростання вартості частки венчурного інвестора. Цей приріст капіталу вищий, ніж прибуток від альтернативних вкладень, що компенсують їх ризик і неліквідність. Молоді компанії в партнерстві з коштами венчурного капіталіста та його професійним досвідом мають

Порівняльна характеристика джерел фінансування інновацій

Джерело фінансування	Обмеження та вимоги	Переваги	Недоліки
Державне фінансування	Соціальна значущість. Фінансування може використовуватися тільки для пріоритетних видів діяльності	Здійснюється навіть у випадках, коли неможливо отримати фінансування з комерційних джерел; вимагає до виплати менший обсяг коштів і на довший термін	Обмеження на використання. Труднощі в отриманні, переважно невеликі обсяги
Кредити	Ліквідна застава. Наявна позитивна кредитна історія компанії. Вимоги до плану розвитку проекту, що фінансується	Гнучкість у запозиченні й обслуговуванні позики. Відсутність оперативного контролю над використанням коштів	Ризик неплатоспроможності. Високі процентні ставки. Вимоги до ліквідної застави
Венчурний капітал	Компанія повинна показувати: потенційне зростання, унікальність ідеї, високу кваліфікацію управлінського персоналу	Венчурний капіталіст як власник акцій реалізовує досвід в управлінні та фінансовій сфері, що дозволяє компанії додатково прогресувати	У компетенції інвестора здійснювати кадрові перестановки. Процес отримання фінансування тривалий і складний. Проблематичним є вилучення венчурного капіталу

більші можливості для розвитку. Венчурним інвестиціям притаманні такі риси: венчурний капіталіст ділить ризик з підприємцем; тривалий інвестиційний період – від 3 до 7 років; на доповнення до інвестицій здійснюються заходи з підтримки управлінського персоналу компанії, що базуються на досвіді та зв'язках інвестора; повернення коштів здійснюється у вигляді реалізації частки інвестора у власності компанії, ціна якої зростає в кінці інвестиційного періоду.

З огляду на зазначене під венчурним капіталом будемо розуміти капіталовкладення вивільнених суспільних і комерційних коштів у високоприбуткові, ризикові інноваційні проекти з довгостроковим терміном окупності. Загалом його можна охарактеризувати як економічний інструмент, який використовується для фінансування створення компанії, її розвитку, захоплення чи викупу інвестором при реструктуризації власності. Інвестор надає фірмі необхідні кошти шляхом вкладення їх у статутний капітал та (або) виділення пов'язаного кредиту. За це він отримує обумовлену частку (не обов'язково у формі контрольного пакета) в статутному фонді компанії, яку він залишає за собою доти, доки не продасть її і не отримає належний йому прибуток.

Для ризикового капіталу, на відміну від кредиту, гарантії фірми не мають вирішального значення. Важливіше для нього наявність привабливого та реального підприємницького задуму, а також колективу менеджерів, здатного втілити його в життя. Довгострокові вкладення здійснюються не тільки у грошовій формі, а й шляхом надання конкретної допомоги дрібним і середнім фірмам, що сприяє перетворенню їх у великі компанії.

Через підвищений ризик венчурний капітал надається під більш високий відсоток, ніж кредит, як правило, з розрахунку 25–35% річних (точна ставка встановлюється при деталізації інвестицій). Венчурні вкладення можна розділити на чотири групи: стартові, фінансування початкової стадії, у період розвитку компанії та при реалізації певної операції.

Саме такі принципи було закладено на початковому етапі становлення венчурного капіталу батьками-засновниками цього бізнесу – Томом Перкінсом, Юджином Клейнером, Франком Кофілдом, Бруком Байерсом та ін. У 50–60-ті роки минулого століття вони розробили нову концепцію організації фінансування: створення партнерських об'єднань у вигляді венчурних фондів, збір грошей у партнерів з обмеженою відповідальністю і

запровадження гарантій захисту їхніх інтересів, застосування статусу генерального партнера. Така організаційна побудова інвестиційного процесу стала новаторською для США середини ХХ ст. і відразу створила досить вагому конкурентну перевагу.

Ці принципи залишаються в основному незмінними й досі. Організаційна структура типового венчурного інституту виглядає таким чином: він може бути створений або у вигляді самостійної компанії, або ж діяти як командитне товариство.

Перш ніж перейти до аналізу розвитку венчурних послуг в Україні, визначимо особливості венчурного капіталу в США та країнах Західної Європи. Там венчурний капітал – невеликий сектор порівняно з іншими фінансовими ринками. Однак оскільки цей капітал інвестується в зростаючі компанії, економічна роль його значна. Економічна цінність венчурного капіталу в основному полягає в такому:

- більшість технологічних революцій була ініційована фірмами, що фінансуються венчурним капіталом; завдяки підтримці венчурних капіталістів економічно піднялися найбільш успішні останнім часом компанії, такі як Епл Комп'ютер, Компак, Сан Майкросистемс, Федерал Експрес, Майкрософт, Лотус, Інтел і Нетскайп;
- венчурний капітал підтримує галузі, що найбільш динамічно розвиваються та забезпечують країні міжнародну конкурентоздатність;
- у США 4% фірм, що найшвидше зростають і більшість з яких підтримується венчурним капіталом, створюють 70% усіх нових робочих місць;
- у Європі витрати на проведення наукових досліджень і розробок у нових зростаючих фірмах, які підтримуються венчурним капіталом, становлять у середньому 8,6% від обсягу продаж, у той час як в інших компаніях – лише 1,3%;
- у Європі за останні роки кількість працівників у фірмах, підтриманих венчурним капіталом, зростала на 15% щорічно, а в середньому по економіці – менш як на 1% [2].

Для компенсації високого ризику і тривалого інвестиційного періоду, протягом якого кошти є неліквідними, венчурний капітал має забезпечувати інвестору високий прибуток. Цей прибуток повинен перекривати зростання інфляції, прибуток від безризикових інвестицій і перевищувати прибутки фондового ринку. В США інтегральні прибутки були більш помірними, ніж очікувалося. Інакше кажучи, такі прибутки можуть бути привабливими і для інституційних інвесторів. Як уже зазначалося, з підвищенням стадії розвитку компанії знижується ризик і прибутковість інвестицій. Необхідно врахувати також, що віддача змінюється залежно від галузі промисловості. Європейський досвід показує, що фонди, які інвестують у ранні стадії технологічних проектів компаній, мають найменший зведений показник прибутковості.

Нині на українському ринку венчурних фондів діють три найбільші венчурні компанії: Фонд прямих інвестицій “Україна”, яким керує компанія Claflin Capital Management (м. Бостон, США), що від початку своєї діяльності в Україні (1992 р.) інвестував понад 22,5 млн. дол. в 31 українське підприємство; Ukrainian Growth Funds (UGF), створений у 1996 р., який інвестував у 75 українських компаній 55 млн. дол.; Western NIS Enterprise Fund – інвестиційний фонд з початковим капіталом 50 млн. дол., наданих урядом США.

Крім перерахованих вище компаній у тій чи іншій формі своїх представників в Україні на сьогоднішній день мають Commercial Capital Enterprise, Foyil Assets Management, Ladenburg Thalmann Ukraine Ltd., NCH Advisors. На українському ринку присутні також Baring Vostok Capital (структура, що входить до групи ING) та New Century Holdings. Офіс іншого фонду Societe General Emerging Europe уже закрито. Схеми венчурного фінансування, що використовуються цими незалежними фондами венчурного капіталу, зводяться переважно до фінансування розширення виробництва за допомогою купівлі частини акцій підприємств, що випускаються в межах вторинної емісії. Що ж стосується суто українських венчурних фондів, то, на жаль, сьогодні в нашій країні немає жодного фонду, що працював би за західними стандартами, тобто залучав кошти третіх

інвесторів. Переважна більшість венчурних фондів, які працюють в Україні, створені або безпосередньо міжнародними організаціями, такими як ЄБРР, або в рамках міжурядових угод. Приватні венчурні фонди в чистому вигляді поки що мало представлені на українському ринку.

Для українських венчурних компаній пріоритетними є проекти в агробізнесі, харчопереробній галузі, виробництві меблів і промисловості будівельних матеріалів. Виробникам алкоголю та зброї звертатися до фонду немає сенсу, так само як і компаніям, що створюються. При цьому партнер фонду має бути повністю приватизований або бути приватним підприємством з кількістю працівників до 2 тис. осіб. В Україні венчурні компанії в середньому щорічно вкладають від 1 млн. до 7,5 млн. дол., при цьому вони не планують тримати пакет акцій компанії обсягом менше 25% і більше 40%. Якщо їхня частка становитиме менше 25%, то права венчурних капіталістів будуть недостатньо захищені, якщо більше 51% – менеджери компанії не будуть зацікавлені в роботі. Отже, венчурні капіталісти намагаються тримати такий баланс, щоб їхні партнери були зацікавлені в розвитку компанії.

Як свідчить аналіз обсягів попиту та пропозиції зовнішніх капіталовкладень, істотної розбіжності в галузевому розрізі не спостерігається. Проте помітною є значна перевага попиту над пропозицією зовнішніх інвестицій за кількістю учасників. Це закономірно, оскільки ринок венчурного капіталу в Україні перебуває нині в стадії формування та має істотний потенціал до розширення.

Україна має певні передумови для розвитку венчурного бізнесу, що впливають з ментальних та історичних особливостей української нації: дух підприємництва та “розумного авантюризму”; високий рівень освіти населення; злиття особливостей азіатської та європейської культур – поєднання індивідуалізму з колективізмом; наявність численних НДІ; зростання кількості приватних малих і середніх підприємств; збільшення попиту на фахівців інженерної спеціальності [3]; високий кваліфікаційний рівень трудових ресурсів, особливо на існуючих і колишніх підприємствах ВПК.

У Україні у листопаді 2014 р. створено Українську асоціацію венчурного капіталу і прямих інвестицій (УАВК), до якої увійшли практично усі представники інвестиційного ринку, працюючі в Україні, у тому числі, компанії і фонди TA Venture, Horizon Capital, DTEK, SCM, KM Core, EBRD, AVentures, EY, Vostok Ventures, InVenture, East Capital, A7 Group, Capital Times, Quintessentially Capital, AYA Capital, STARTUP.UA, Wolf Theiss. Фактично, УАВК організована по образу Європейської організації венчурного капіталу - EVCA, заснованою в 1983 році і майданчиком, що став, для співпраці інвесторів Європейського Союзу. Об'єднавши навколо себе переважну більшість гравців на українському інвестиційному ринку, організація ставить перед собою мету не лише притягнути в Україну нових зарубіжних інвесторів, але і створити для них комфортний і сприятливий клімат.

Водночас на шляху розвитку ринку венчурного капіталу у сфері інноваційного бізнесу стоять серйозні проблеми: на високі ризики, властиві інноваційним проектам на ранніх стадіях реалізації, накладається загальна економічна та політична нестабільність і невизначеність у країні; складність пошуку кандидатів для інвестицій внаслідок слабкого розвитку відповідної інфраструктури; низький рівень підприємницької культури та навичок, необхідних при підготовці інвестиційних проектів; законодавчо не закріплено діяльність венчурних фондів (в Україні немає закону про венчурні фонди); значний обсяг кримінального капіталу в українській економіці, що посилює насторожене ставлення підприємців до інвесторів. Крім цього, головним ризиком венчурного бізнесу в Україні оператори ринку називають “складні умови для виведення інвестицій”.

У світі прийнято два варіанти виходу венчурних компаній з бізнесу. Перший – шляхом продажу своїх акцій на фондовому ринку. Однак через вкрай низький рівень розвитку такого виходу з бізнесу менеджери венчурних фондів нині навіть не

розглядають його серйозно. Залишається варіант другий – продаж акцій стратегічному інвестору, який виглядає більш реальним. Ряд венчурних фондів, здійснюючи інвестиційні вкладення, намагаються навіть заздалегідь визначити потенційного покупця тієї чи іншої компанії в майбутньому. Разом із тим представники венчурних фондів відзначають, що цей напрям виходу з бізнесу також складно реалізувати в Україні, оскільки не спостерігається достатнього попиту з боку стратегічних інвесторів, які готові інвестувати в місцеві підприємства. За твердженням операторів ринку, коли ситуація за рік не зміниться на краще, вдалих виходів із бізнесу нинішніх венчурних фондів може не відбутися, що вкрай негативно позначиться на залученні в Україну нових “ризикових” інвестицій.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Ефективним механізмом розвитку ринку венчурного капіталу в Україні може стати створення відповідної інфраструктурної мережі на базі консалтингових фірм, які надаватимуть послуги малим підприємствам у науково-технічній сфері. Вони могли б, по-перше, стати для венчурних компаній джерелом інформації про перспективні проекти, що потребують інвестицій; по-друге, сприяти доведенню технологічних розробок до стадії продуктів, готових до комерціалізації, та встановленню контактів між підприємцями й інвесторами; по-третє, здійснювати ретельний відбір учасників венчурних проектів як з боку потенційних інвесторів, так і з боку підприємців, котрі потребують фінансових ресурсів.

Проведене дослідження дозволило уточнити сутність поняття "венчурний капітал" наступним чином: венчурний капітал – це акціонерний капітал, що представляє собою комбінацію фінансових, людських та інтелектуальних ресурсів, орієнтований на отримання надприбутків у результаті швидкого зростання інвестованої інноваційно-орієнтованої компанії, що характеризується високим ступенем ризику.

Список використаних джерел

1. Йескомб Э. Р. Принципы проектного финансирования / Пер. с англ. И. В. Васильевской. – М.: Вершина, 2008. – 488 с.
2. Дэвид С. Киддуэлл и др. Финансовые институты, рынки и деньги. Базовый курс / Пер. с англ. – СПб. – М.: ПИТЕР, 2000. – 749 с.
3. Кадзума Татенси. Вечный дух предпринимательства. Практическая философия бизнесмена / Пер. с японск. – К.: УкрЗакордонВизаСервис, 1992. – 220 с.
4. Партин Г., Тивончук О. Роль небанківських фінансових посередників у фінансуванні інноваційного розвитку // Вісник НБУ. – 2013. – № 5. – С. 46–51.

RYZHAKOV Dmytro Andriiovych,

PhD (Economics), Associate Professor,

Department of Management and Administration organizations

Kyiv National University of Construction and architecture

CONCEPTUAL BASES OF FORMATION MODELS INNOVATION-ORIENTED ENTERPRISE DEVELOPMENT ON THE BASIS OF VENTURE CAPITAL INVESTMENT

Abstract. *The aim of the article is the comparative analysis of internationally recognized forms and mechanisms of venture capital investment, and identify opportunities for their use for the formation of national innovative models for the development of enterprises. Further development of research in the field of modeling of state support of venture business in Ukraine will lead to a clear structuring of indicators of efficiency of its functioning, particularly given the changes in economic situation and the growing importance of institutional and informal venture capital investors in financing infrastructure components support systemic economic transformation.*

Keywords: *innovation activity, the model venture capital financing, venture funds, venture capital investment projects.*

Одержано редакцією: 22.01.2015
Прийнято до публікації: 28.01.2015