

УДК 334.7

Світлана Черничинець

Тернопільський національний економічний університет

**РОЗВИТОК ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ ЯК СКЛАДОВОЇ
ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ**

Анотація. У статті розглядається питання регулювання ризиків в інвестиційній діяльності. Основна увага зосереджена на висвітленні діяльності інституціональних інвесторів, які займаються венчурним бізнесом і операціями на фондовому ринку. У роботі наводяться поняття інвестиційного простору та системи risk-mix.

Ключові слова: інвестиційна діяльність, інституціональний інвестор, ризик, венчурний бізнес, фондовий ринок, risk-mix.

Svitlana Chernychynets

**DEVELOPMENT OF VENTURE BUSINESS AS A COMPONENT OF
INVESTMENT ACTIVITY**

Annotation. In this article the issue of risk regulation in the investment activities is examined. The main attention is paid to the activities of institutional investors that are involved in venture business and operations on the stock market. The consents of investment space and risk-mix systems are adduced in the article.

Постановка проблеми. Головною умовою раціонального розвитку інвестиційної сфери є підвищення економіко-організаційного, нормативно-правового, адміністративного, фінансово-кредитного регулювання діяльності та розвитку суб'єктів інфраструктури ринку, як професійних, інституціональних, індивідуальних і корпоративних учасників інвестиційного процесу.

Активізація ролі держави у вирішенні завдань по зростанню економіки повинна не перешкоджати принципам ринкового регулювання, а поєднуватись з ними через синтез державного регулювання та ринкового саморегулювання з метою досягнення як короткотермінових, так і довготермінових завдань економічного росту.

Раціональному розвитку інвестиційної діяльності сприяє застосування різноманітних форм і типів механізмів регулювання, пов'язаних з соціальним, інтелектуальним, правовим потенціалом населення, а також поєднання суспільних та ринкових еквівалентних відношень.

У даний час на сучасному економічному просторі України заслуговує уваги утворення багатоступінчастої моделі інвестиційної діяльності. Структуризація та інституціоналізація якої, з розмежуванням функцій і завдань між різними суб'єктами господарювання, дає змогу відобразити

ставлення різних типів людей до ризику й діяльності, пов'язаної з ним. Побудова цієї моделі та її застосування в системі державного управління є актуальним та важливим завданням сьогодення.

Аналіз останніх досліджень. Існуючі проблеми інвестиційних ризиків різного типу знайшли висвітлення у наукових працях багатьох вітчизняних і зарубіжних науковців. Зокрема, в роботах І.Борщука, О.Бугрова, В.Варені, В.Головатюка, А.Дагаєва, І.Дворака, О.Зальотова, О.Іваницької, М.Клапківа, В.Мартиненка, А.Пересади, О.Чечелюка. Пропонуємо зосередитися на формуванні наукового уявлення щодо суб'єктного представлення системи мінімізації небажаних ризиків та їх регулювання.

Постановка завдання. Метою даної статті є висвітлення діяльності фінансових інституцій, зокрема інституціональних інвесторів, які перебирають ризики з метою управління ними.

Для вирішення поставленої мети необхідно вирішити наступні завдання:

- визначити поняття венчурного бізнесу і венчурного капіталу та передумови його виникнення за кордоном і в Україні;
- виділити поняття венчурні фірми і фірми спін-офф;
- проаналізувати систему законодавчо-нормативного регулювання венчурного фінансування в Україні;
- виокремити групи інвесторів та механізми інвестування на ринку цінних паперів;
- побудувати модель діяльності інституціональних інвесторів та фінансових посередників.

Виклад основного матеріалу. В країнах Західної Європи та США економічний простір характеризується розмежуванням діяльності суб'єктів інвестиційного ринку. Частина з них займається венчурним бізнесом, частина – операціями на фондовому ринку. Характерною ознакою венчурного бізнесу є розробка наукової ідеї, започаткування фірми та масовий випуск продукції, емісія акцій і вихід на ринок цінних паперів, а вже потім продаж своєї частини активів і пошук нових привабливих проектів.

Розглянемо особливості трактування поняття «венчурний бізнес» у західній школі. Терміни «венчурний капітал» і «венчурний бізнес» беруть початок від англійського слова «venture», яке перекладається в словнику В.К.Мюллера як «ризикове підприємство», «спекуляція», «сума, яка підлягає ризику».

Окремі схеми венчурного фінансування застосовувались в 30-х роках ХХ ст. і навіть раніше, проте, це явище набуло сучасних рис у США лише після Другої світової війни. Прообразом сучасних фірм з управління венчурним капіталом стало фінансове партнерство «Дж. Х. Уїтні енд Компані», засноване колишнім послом США у Великобританії Дж.Х.Уїтні, акціонерної компанії «Амерікен Рісерч енд Дівелопменч», створеної у цьому ж році під керівництвом генерала Ж.Д.Доріо, і фонду «Вен рок», заснованого в кінці 40-х – початку 50-х років сімейством Рокфеллерів [2].

Вирізняють основні ринки венчурного капіталу – США і Канади та Європи. Звичайно, під європейським ринком розуміють ринок Західної Європи. Ринки Південно-Східної Азії, Ізраїлю, Індії і Австралії також вважаються перспективними. На рахунок потенціалу Китаю думки експертів розходяться, однак, на нашу думку, він є великим.

На цих ринках склалась певна спеціалізація венчурного капіталу. У країнах Західної Європи венчурні інвестиції спрямовуються переважно на розвиток компаній. При цьому посилюється інтерес до венчурного капіталу з боку управлінського персоналу з метою придбання своїх підприємств. Особливо підвищеним попитом венчурне фінансування користується у Франції, Великобританії та інших країнах.

Для США характерно залучення венчурного капіталу в нові наукоємні технології. Найбільш привабливим вважається фінансування у нові інноваційні об'єкти, незважаючи на високий рівень ризикованості подібних вкладень. Для зниження ризиків використовуються механізми венчурного інвестування окремих проектів.

У середині 90-х загальний світовий ринок венчурного капіталу перевищив 100 млрд. дол. За один тільки 1996 р. нові інвестиції венчурного капіталу в США становили майже 10 млрд. дол., а на європейському континенті – майже 8 млрд. дол. [2].

Загальний річний обсяг у 1997 р. оцінювався в 20-25 млрд дол., при чому на ринок венчурного капіталу США припадало 12,7 млрд дол., Європи – 10 млрд еку (без врахування інвестицій в країни ЦСЄ) [3].

У малих фірм немає шансів витримати конкуренцію на ринку. Саме життя штовхає їх на ризикований шлях радикальних інновацій, оскільки найчастіше останні мало зв'язані з витратами. Не випадково у швидко прогресуючих новітніх галузях електроніки, біоінженерії і біотехнології, у виробництві споживчих товарів діє безліч дрібних фірм.

У США, Японії, країнах Західної Європи в малому інноваційному бізнесі використовуються такі організації, як венчурні – фірми «ризикованого» капіталу і спін-офф – фірми – «нащадки», різні інвестиційні фонди. Спочатку діяльність таких фірм нерідко фінансується великими компаніями, що не бажають ризикувати, але контролюючими цей ризик. У випадку успіху велика компанія одержує готове нововведення.

Венчурний (ризиковий) бізнес – якісно новий вид підприємницької діяльності, при якому здійснюється фінансування ризикованого підприємства, що працює над впровадженням у виробництво певної новації.

Венчурний капітал – це промисловий капітал, використовуваний у формі прямих інвестицій для фінансування підприємств, що мають значний потенціал росту, знаходяться на різних стадіях розвитку і належать до різних галузей економіки. При цьому процес венчурного фінансування супроводжується підвищеним ступенем ризику в порівнянні з іншими альтернативними джерелами фінансування, якщо такі наявні, високими нормами дохідності та ступінню залучення венчурного інвестора в процес

прийняття рішень.

Фірми спін-офф організуються (започатковуються) при вузах, спеціальних лабораторіях і державних дослідницьких центрах з метою комерційного впровадження науково-технічних досягнень, отриманих у ході виконання великих нецивільних проєктів: військових розробок, космічних програм, фундаментальних досліджень.

Венчурні фірми і фірми спін-офф працюють на етапах росту і насичення винахідницької активності з початком падіння активності наукових вишукувань.

Створення венчурних фірм припускає наявність наступних компонентів:

- інноваційної ідеї – нової технології, нового виробу;
- суспільної потреби і підприємця, готового на основі ідеї організувати фірму;
- ризикового капіталу для фінансування.

Венчурний капітал може бути вкладений не тільки великою чи компанією банком, але і державою, страховим чи пенсійним фондом. На відміну від інших дана форма інвестування має специфічні умови:

- пайова участь інвестора в капіталі фірми в чи прямій опосередкованій формі;

- надання засобів на тривалий термін;
- активна роль інвестора в управлінні фінансованою фірмою.

У США на початкові етапи розвитку бізнесу в підготовчий і стартовий періоди приходиться 39 % венчурних інвестицій. Середній річний рівень прибутковості американських венчурних фірм складає близько 20 %, що в 3 рази вище, ніж у цілому по економіці США. Але в більшості венчурні фірми неприбуткові, тому що не займаються виробництвом. Вони передають свої результати фірмам - експлорентам, пацієнтам, віолентам і комувантам.

В наслідок ефективної державної політики та фінансової підтримки зі сторони венчурного капіталу отримали путівку в життя такі досягнення людства, як мікропроцесори, персональні комп'ютери, технологія рекомбінантних молекул ДНК (генна інженерія). Низка раніше невідомих фірм, таких як «Майкрософт», «Діджітл екуїпмент», «Джінентек» піднялися на «дріжджах» венчурного капіталу до рівня лідерів нових галузей сучасного наукоємкого виробництва.

В Україні інвестиційна політика держави потребує вдосконалення, оскільки не стимулює розвиток науково-технічного потенціалу на користь найсучаснішого високотехнологічного виробництва.

Модель розвитку інвестиційної діяльності, яка побудована на венчурному бізнесі як окремому виді підприємництва, є необхідною для успішного розвитку економіки України і поступу всього суспільства.

Однак, вона вимагає ряд передумов, зокрема законодавчого врегулювання венчурного бізнесу, наявності певної кількості інвесторів із достатнім обсягом капіталу, які зможуть стати суб'єктами венчурної

діяльності.

Сам термін «венчурний бізнес» уже протягом кількох років зустрічається в низці законодавчих актів України, зокрема в Рішенні Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку від 8 січня 2002 р. №8 та 9, постанові Верховної Ради «Про дотримання законодавства щодо розвитку науково-технічного потенціалу та інноваційної діяльності в Україні» від 16 червня 2004 року, проте досі не дано визначення суті, функцій, принципів діяльності саме венчурних фондів і венчурних фірм. Актуальність і необхідність розвитку цих інститутів, зокрема, зазначена в Програмі діяльності Кабінету Міністрів «Назустріч людям».

Уперше на законотворчому рівні функціонування венчурних фондів було передбачено Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)». Проте в цьому законі йдеться лише про інвестиційні фонди, які проводять діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів із метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість, тобто інвестиції в уже існуючий бізнес, або нерухомість.

Закон України «Про інноваційну діяльність» не вирішує питання венчурного фінансування. Ним передбачено лише процедуру фінансової підтримки Державною інноваційною фінансово-кредитною установою інноваційних проектів шляхом надання кредитів чи передавання майна у лізинг, яка здійснюється за умови наявності гарантій повернення коштів у вигляді застави майна, договору страхування, банківської гарантії, договору поруки тощо.

Крім того, запроваджено процедуру ліцензування компаній з управління активами інститутів спільного інвестування. Державною комісією регулювання ринку цінних паперів та фондового ринку протягом 2003 року видано 27 ліцензій на здійснення діяльності з управління активами інститутів спільного інвестування. В Єдиному державному реєстрі інститутів спільного інвестування зареєстровано 32 інститути спільного інвестування, з яких 22 венчурні фонди [1].

На кінець 2007 року відповідно до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» створено 334 фонди. 326 компаній з управління активами мали ліцензії на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів – діяльність з управління активами. Відповідно до Положення про порядок подання інформації компанією з управління активами про результати діяльності інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів), затвердженого рішенням Комісії від 01.08.2002р. №216, 54 Компанії з управління активами надали адміністративні дані щодо управління активами 136 Інститутів спільного інвестування.

За станом на 31.12.2007р. Інститути спільного інвестування проводили свою діяльність у 9 областях України, найбільша кількість Інститутів

спільного інвестування зосереджена в Київській області – 97.

Слід відмітити, що загальною рисою, притаманною для венчурного фінансування, є пряма залежність між ризиком і можливістю отримати інвестиції – чим вищий фінансовий ризик, тим важче підприємцю отримати необхідне фінансування для його проектів і тим вищу ціну потрібно платити за залучені кошти у вигляді процентів, або в обсязі прибутків майбутньої фірми.

Проте виявляється, що в умовах інтенсивного науково-технічного прогресу відмова від здійснення ризикових, але перспективних підприємницьких проектів на практиці несе загрозу значно більших фінансових втрат для економіки і суспільства загалом через втрату конкурентоспроможності національних виробників на внутрішньому і зовнішньому ринках.

На наш погляд, американська модель венчурного бізнесу є найбільш прийнятною для України. Високий рівень ризику відрізняє її від більш поширених механізмів підтримки бізнес-проектів, таких як, наприклад, інвестування в цінні папери або банківські кредити. Для венчурного бізнесу в Україні можна виділити три найбільш суттєві особливості, що відповідають завданням його розвитку, зокрема:

Виділення коштів під перспективну ідею без гарантованого забезпечення власністю, збереженнями, або іншими активами підприємця. Якщо проект провалиться, максимум, на що може претендувати інвестор, це частина активів даної фірми, пропорційна його частці в зареєстрованому статутному фонді. Інвестор венчурного капіталу йде на розділення всієї відповідальності і фінансового ризику разом з підприємцем. Потреба в одержанні кредитів такого роду часто виникає у початківців або дрібних підприємців, винахідників, учених та інженерів, які намагаються самостійно реалізувати нові оригінальні і перспективні розробки. Слід зазначити, що під такі проекти кредити не надають з наступних причин:

- проекти починають приносити прибуток не раніше ніж через 3-5 років, тому вони погіршують баланс банку;
- проекти пов'язані з дуже високим ступенем фінансового ризику;
- банки будуть обов'язково вимагати забезпечення застави або гарантій.

Активна участь інвесторів в управлінні фінансуванням проектів на всіх етапах, починаючи з експертизи ідей підприємців і закінчуючи забезпеченням ліквідності акцій створеної фірми.

Венчурні фонди готові вкладати кошти в наукомісткі розробки навіть тоді, коли існує висока ступінь невизначеності. Адже саме тут приховано найбільший потенційний резерв одержання прибутку.

Зрозуміло, що інвестори венчурного капіталу йдуть назустріч підприємцям, виходячи не з альтруїстичних міркувань. Інтерес інвестора полягає якраз у тому, щоб отримати від своїх капіталовкладень прибуток, який буде суттєво вищим, ніж розміщення вільних фінансових коштів на

банківських депозитах, або при їх вкладенні в державні цінні папери з фіксованим прибутком.

За опублікованими в середині 80-х років даними обстежень 38 американських фондів, що спеціалізувалися на здійсненні ризикових капіталовкладень, їх середня норма прибутку до обкладання податками становила в 1970-1974 рр. 23,4% у рік, у 1975-1980 рр. 32,5% у рік, в 1984 році - 40%. Це дуже високі за мірками реальної ринкової економіки показники, що набагато переважають аналогічні показники для обробної промисловості США в цей же час [2].

Для отримання таких результатів потрібно було проведення великої підготовчої роботи із вивчення рівня підготовки і особистих якостей підприємців, аналізу бізнес-планів, оцінці відповідних ризиків і можливих шляхів їх зменшення. На це націлена відпрацьована за багато років на практиці технологія відбору і супроводу ризикових інвестиційних проєктів, що включає в себе рекомендації науки управління, особистий досвід та інтуїцію спеціалістів венчурного бізнесу.

Спрощену схему процесу відбору пропозицій зображено на рис. 1.

Багато чого залежить від суб'єктивного (інституційного) представлення діяльності, тобто від інвесторів на ринку цінних паперів.

Інвестор на ринку цінних паперів – фізична або юридична особа, яка купує цінні папери від свого імені та за свій рахунок з метою одержання доходу чи збільшення вартості цінних паперів або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до чинного законодавства.

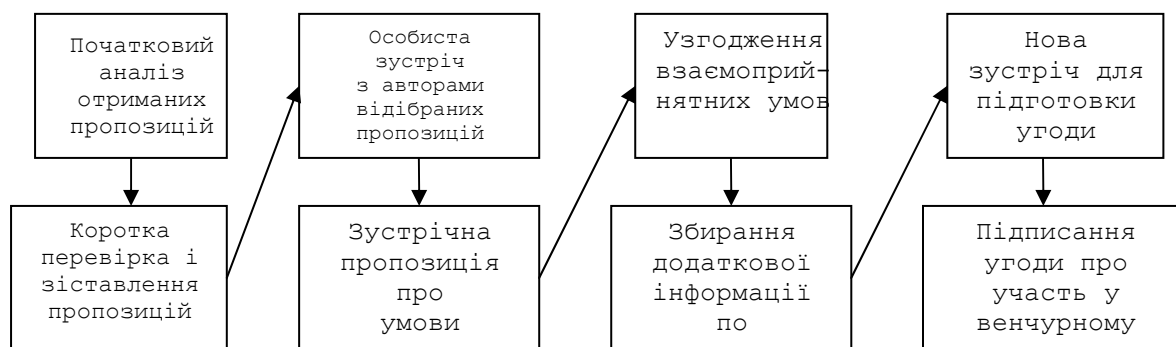


Рис. 1. Схема процесу відбору пропозицій [2]

На ринку цінних паперів інвесторів поділяють на індивідуальних та інституційних. У розвинених країнах інституціональні інвестори є основною категорією на фондовому ринку. Серед них найбільш активними є пайові та корпоративні інвестиційні фонди, крім того інвестиційною діяльністю займаються інші фінансові посередники, зокрема комерційні банки, пенсійні фонди, страхові компанії.

Відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» визначається, що метою державного регулювання ринку цінних паперів є гарантування прав власності на цінні папери.

Досягненню цієї мети має слугувати страхування професійної відповідальності осіб, діяльність яких може заподіяти шкоду третім особам. Це дасть можливість розподілити ризики, послабити тиск ризиків на інвестора.

Жодна держава сьогодні не може допустити, щоб похитнулася віра до ринку цінних паперів як зовнішніх інвесторів, так і з боку населення країни і щоб люди, які вклали свої заощадження в цінні папери своєї країни або будь-якої іншої, раптом втратили б їх у результаті якихось катаклізмів чи шахрайства. Створення умов для формування повноцінного фондового ринку забезпечить вільний обіг акцій на вторинному ринку цінних паперів – а це є головний показник, який дозволяє визначити ефективність роботи підприємств.

Із сукупності суб'єктів економічної діяльності можна виділити множину, елементи якої виступають у ролі інвестиційних донорів або акцепторів інвестицій. Ця множина утворює інвестиційний простір, який стосовно ризиків і методів мінімізації їх негативного впливу розпадається на дві підмножини:

- науково-дослідна діяльність, виробництво, сфера послуг, фінансове посередництво та інші – усіх тих, для кого поява ризиків, зокрема фінансових, є небажаною і призводить до втрат;
- споживачі ризику – ті, хто бере на себе чужі ризики, сподіваючись отримати у майбутньому великий виграш.

З метою формування інвестиційного простору на підставі результатів дослідження нами розроблено комплексне управління рівнем інвестиційного ризику, який пропонується назвати *risk-mix*.

Risk-mix водночас є наукою і практичною діяльністю, його можна розглядати як систему, яка поєднує *Risk*-маркетинг і *Risk*-менеджмент.

Risk-mix як система (рис. 2) – комплекс управлінських принципів впливу на взаємопов'язані економіко-організаційні, соціальні, правові, ринкові елементи, людський фактор та інформації щодо діяльності суб'єктів інвестиційного простору. Така система має певні завдання та методи їх вирішення.

Діяльність елементів інвестиційного простору буде успішною за умови застосовування елементів *risk-mix* у комплексі. Використання окремих складових комплексу не дає бажаних результатів, оскільки вони взаємозалежні й відображають різні напрями інвестиційної діяльності.

Враховуючи те, що Українська держава переходить на інвестиційну модель розвитку, сьогодні набирає особливого значення державне регулювання інвестиційного процесу в Україні, яке виражається у створенні певних передумов:

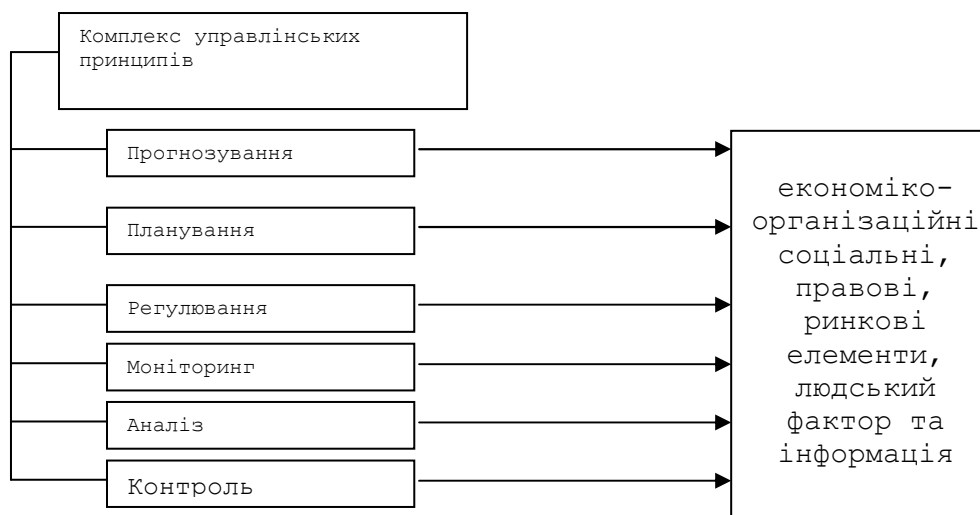


Рис.2. Система Risk-mix

- введення відповідної законодавчої бази, контролю за дотриманням законодавства;
- стимулювання розвитку венчурного бізнесу та Інститутів спільного інвестування;
- забезпечення прозорості, чесної конкуренції на виробництві, у сфері послуг і банківському секторі, що унеможливить отримання суперприбутків, використовуючи екстенсивні чинники ведення бізнесу;
- ведення єдиної бухгалтерської звітності замість двох чи трьох: для податкової, акціонерів і для себе;
- підготовка спеціалістів-професіоналів, які зможуть іти на виправданий ризик;
- проведення пенсійної реформи.

Висновки і перспективи подальших досліджень. Враховуючи високий рівень ризику для реалізації довгострокових інвестиційних проєктів, необхідність інвестицій у наукомісткі розробки і відсутність достатніх передумов для отримання коштів у фінансових посередників, для України найбільш прийнятною є американська модель венчурного інвестування.

Головними суб'єктами проведення державної політики у сфері венчурного капіталу повинні виступати Державна комісія з регулювання ринку фінансових послуг разом з Державною комісією регулювання ринку 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 Державної комісії з регулювання ринку фінансових послуг.

Значна увага та контроль має приділятися питанням патентування і гарантування прав інтелектуальної власності, яка в даних умовах стає рушієм і необхідним компонентом інвестиційної сфери.

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.

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

Література.

1. Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2007 р. // <http://www.ssmc.gov.ua/4/2007/2.1.6.shtml>
2. Дагаев А.А. Механизмы венчурного (рискового) финансирования: мировой опыт и перспективы развития в России // Менеджмент в России и за рубежом. – 1998. – № 1.
3. Дворжак И., Кочишова Я., Прохазка П. Венчурный капитал в странах Центральной и Восточной Европы // http://www.cfin.ru/investor/east_europe.shtml
4. Княжанський В. Продається “українська ідея”. Без венчурного капіталу інновацій не буде // День. – 2003. – № 9.
5. Фатхутдинов Р.А. Инновационный менеджмент. — СПб.: Питер. 2002. — 400 с
6. Черничинець С.П., Кривокульський А.Б. Методичні вказівки до вивчення дисципліни “Інноваційний менеджмент” – Тернопіль: ТДЕУ, 2005. – 54 с.

REFERENCES

1. Annual Report of the State Commission on Securities and Stock Market 2007 [Richnyy zvit Derzhavnoyi komisiyi z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku 2007], available at: // <http://www.ssmc.gov.ua/4/2007/2.1.6.shtml>
2. Dagaev A. A. Mechanisms of venture (risk) of financing: international experience and development prospects in Russia. Management in Russia and abroad [Mekhanizmy venchurnogo (riskovogo) finansirovaniya: mirovoy opyt i perspektivy razvitiya v Rossii. Menedzhment v Rossii i za rubezhom], 1998, No. 1.
3. Dvorzhak I., Kochishova Ya., Prokhazka P. Venture Capital in Central and Eastern Europe. [Venchurnyy kapital v stranakh Tsentral'noy i Vostochnoy Evropy], available at: http://www.cfin.ru/investor/east_europe.shtml.
4. Kniashanskyi V. Sold Ukrainian idea. Without venture capital innovation is not. [Prodaietsia ukrainska ideia. Bez venchurnoho kapitalu innovatsii ne bude], Day Publ., 2003, No. 9.
5. Fatkhutdinov R. A. Innovation management. [Innovatsionnyy menedzhment]. Peter, St. Petersburg. Publ, 2002, 400 p.
6. Chernychynets S. P., Kryvokulskyi A. B. Guidance for the discipline

"Innovation Management". [Metodychni vказivky do vyvchennia dystsypliny "Innovatsiinyi menedzhment"]. Ternopil, TNTU, 2005, 54 p.