

DOI: <https://doi.org/10.32070/ec.v1i45.73>**Руслана Білик**

кандидат економічних наук, доцент,
Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича,
доцент кафедри міжнародної економіки
Україна, Чернівці
rs_bilyk@ukr.net
ORCID ID: 0000-0003-4006-8416

**ВЕНЧУРНИЙ КАПІТАЛ У СИСТЕМІ ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ
ІННОВАЦІЙНОЇ ЕКОНОМІКИ**

Анотація. У статті розглянуті теоретичні основи венчурного фінансування. Висвітлено економічну сутність та специфіку венчурного капіталу, його основні форми та вплив на фінансове забезпечення інноваційної економіки. Розглянуто взаємозв'язок інноваційного розвитку і венчурного інвестування. Визначено можливості використання венчурного капіталу як додаткового джерела фінансування інноваційної діяльності. Проаналізовано світовий досвід формування і розвитку венчурного капіталу, механізми організації венчурних підприємств. Досліджено сучасний стан та основні тенденції розвитку ринку венчурного капіталу в розвинених країнах. Виявлено можливості використання досвіду інноваційних економік для України, де венчурний капітал з його розподілом ризику може стати одним із ефективних методів залучення капіталу для подолання кризи та глибокої структурної перебудови національної економіки. Зроблено висновки щодо відповідності розвитку українського венчурного фінансування загальносвітовим тенденціям. Виявлено чинники, які стримують ефективний розвиток українського ринку венчурних інвестицій. Визначено ризики, характерні для венчурного фінансування, які обумовлені його особливостями та специфікою механізму такого фінансування. Виокремлено шляхи мінімізації та уникнення ризиків венчурного фінансування для інвестората підприємства-реципієнта. Оцінено практику застосування венчурного фінансування в Україні, на основі чого зроблено висновки про високу ефективність венчурного фінансування для новітніх інноваційних підприємств. Запропоновано комплекс заходів та надано рекомендації щодо створення сприятливого інвестиційного клімату для стимулювання розвитку венчурного підприємництва, активізації інноваційної діяльності в Україні.

Ключові слова: венчурні фонди, інноваційна економіка, фінансування, інвестування, інноваційна ідея

Формул: 0, рис.: 1, табл.: 3, бібл.: 19

JEL Classification: G24, O31

Ruslana Bilyk

PhD (Economics), Assistant Professor,
Uriy Fedkovych National University of Chernivtsi,
Department of the International Economics
Ukraine, Chernivtsi
rs_bilyk@ukr.net
ORCID ID: 0000-0003-4006-8416

VENTURE CAPITAL IN THE FINANCIAL SUPPORT SYSTEM OF INNOVATIVE ECONOMY

Abstract. In the article are considered the theoretical bases of venture financing. The economic essence and specificity of venture capital, as well as its main forms and influence on financial provision of innovative economy, are highlighted. Interaction of innovation development and venture investment is considered. The possibilities of using venture capital are determined as an additional source of financing for innovation activity. The world experience of formation and development of venture capital, mechanisms of organization of venture enterprises are analyzed. The present state and main tendencies of development of the venture capital market in the developed countries of the world are researched. The possibilities of using the experience of innovative economies for Ukraine are revealed, where venture capital with its distribution of risk can become one of the effective methods of raising capital to overcome the crisis and deep structural restructuring of the national economy. Conclusions regarding are made the conformity of development of Ukrainian venture financing to the world tendencies. The factors are revealed, which restrain the effective development of the domestic market of venture investments. The risks typical for venture financing are determined, which are conditioned by its features and specificity of the mechanism of such financing. The ways of minimizing and avoiding the risks of venture financing for the investor and the enterprise-recipient are set out. The practice of using venture financing in Ukraine is evaluated, on the basis of which conclusions are made about the high efficiency of venture financing for the newest innovative enterprises. The complex of measures was proposed and recommendations on creation of favorable investment climate for stimulating the development of venture business, activation of innovation activity in Ukraine, were given.

Keywords: venture funds, innovative economy, financing, investment, innovative idea

Formulas: 0, fig.: 1, tabl.: 3, bibl.: 19

JEL Classification: G24, O31

Вступ. Необхідність створення сприятливих умов для становлення економіки, в якій відбуваються на безперервній основі глибокі технологічні і структурні зрушення, актуалізує проблему пошуку ефективних джерел акумулювання та форм вкладення коштів в активізацію і розвиток інноваційної діяльності. У розвинених країнах протягом тривалого періоду важливим і дедалі більше зростаючим елементом системи фінансового забезпечення інноваційного підприємництва стає венчурний капітал. Цей вид фінансового капіталу відповідає ризиковому характеру інноваційної діяльності, забезпечує суб'єктів підприємницької діяльності довгостроковими фінансовими ресурсами, надає можливості для виробничого впровадження наукових розробок, комерціалізації нововведень, надання маркетингових, консультаційних та інших послуг.

Ще більш вагомими є результати функціонування венчурного капіталу на рівні національної економіки, в якій під впливом механізмів його формування і використання відбуваються структурні зрушення у виробництві і сфері послуг, активізується ринок фінансових інновацій. У світовому економічному просторі під впливом глобалізації та інтелектуалізації виробництва новітні інформаційні технології створюють умови

та можливості для об'єднання різних наукових ідей, розробок, вузлів, технологічних систем для нововведень та їх стрімкого поширення. Відповідно зростає потреба у фінансуванні інноваційної діяльності, інтерес науковців і представників бізнесу до венчурного капіталу.

У сучасних умовах ці питання набувають для економіки України надзвичайно великого значення в контексті втрати національним господарством конкурентних переваг у науково-технічній та інноваційній сферах, обмеження фінансових можливостей держави і суб'єктів господарювання фінансувати належним чином розвиток цих сфер.

Аналіз досліджень та постановка завдання. Проблемам формування і використання венчурного капіталу як джерела фінансування інноваційної економіки приділяють значну увагу у своїх дослідженнях зарубіжні та українські науковці, а саме: Дж. Аллен, Л. Антонюк, М. Арвін, Ю. Бажал, С. Беннетт, О. Джусов, Н. Мешко, В. Зянько, М. Канніс, М. Коніна, М. Найр, Р. Прадхан, В. Сизоненко, О. Лапко, Л. Федулова, С. Циганов.

У працях цих та інших українських та зарубіжних дослідників значна увага приділяється накопиченому досвіду формування венчурного капіталу, визначенню його ролі в активізації використання традиційних джерел фінансування інноваційних процесів. Доволі змістовними є роботи, присвячені механізмам функціонування венчурних фондів, питанням трансформації прямих приватних інвестицій у фінансування нових і швидкозростаючих компаній або розширення бізнесу.

Але фінансування інноваційної економіки охоплює й інші проблеми, від розв'язання яких залежить економічна поведінка суб'єктів інноваційно-інвестиційного процесу, зміни в структурі національного виробництва, співвідношення між різними видами капіталу, конкурентоспроможність національної економіки.

Метою цієї статті є виявлення ролі венчурного капіталу в фінансовому забезпеченні інноваційної економіки, з'ясування причин, що перешкоджають розвитку венчурного підприємництва у вітчизняному інституційному середовищі та визначення шляхів і способів вдосконалення системи стимулів та механізмів підтримки діяльності високо ризикованих підприємств.

Результати дослідження. Обґрунтування шляхів формування і використання венчурного капіталу вимагає з'ясування економічних передумов застосування досвіду венчурного інвестування інноваційної діяльності, специфіки дії обмежувальних чинників у фінансуванні ризикових проектів.

Крім того, в Україні відсутній державний вплив на мотивацію широкого використання венчурного капіталу в системі фінансового забезпечення інноваційної діяльності, а ринкові механізми за існуючої моделі розвитку по суті не зачіпають проблеми підтримки конкуренції у науково-технічній та інноваційній сферах, утворення власної технологічної бази корпоративних утворень.

Слабкість інфраструктури інноваційного сектору не дозволяє перетворити венчурні фірми на центри інноваційної економіки, ефективно трансформувати фінансування наукових розробок у нові інноваційні продукти та технології.

Венчурні фірми (від англ. *venture* – ризиковані підприємства) – це організації, які створюються для здійснення інноваційної діяльності, і передусім тих нововведень, які пов'язані зі значним ризиком. Венчурні фірми є тимчасовими структурами, які характеризуються підвищеною діловою активністю, прямою особистою

зацікавленістю співробітників фірми та партнерів по венчурному бізнесу в успішній комерційній реалізації нововведень з мінімальними витратами і у відносно стислі строки. Але на практиці не всі інноваційні ідеї втілюються в життя, а тим більше далеко не всі досягають завершення інвестиційним процесом. Причини: помилки в обґрунтуванні, недостатньо чисті результати експерименту, нестача засобів для розвитку виробництва, і нарешті, довгі строки інноваційного процесу, які призводять до старіння новації.

Фінансові ресурси венчурної фірми утворюються на договірній основі та на грошові кошти, одержані шляхом об'єднання коштів юридичних та фізичних осіб, вкладів і кредитів корпорацій, інститутів спільного інвестування, приватних фондів і держави. Сформований у такий спосіб венчурний капітал виявляється у механізмі венчурного фінансування, яке є спеціальним видом високого ризику.

Прямі інвестиції реалізують участь інвесторів венчурного капіталу в капіталі венчурної фірми через варанти, опціони або конвертовані цінні папери [Сизоненко, Циганов 2009]. Таким чином, венчурне фінансування трансформує систему фінансового забезпечення інноваційної діяльності, розширює можливості венчурних фірм (рис. 1).

Сильні сторони	Можливості
<p>Формування нових джерел фінансування інновацій</p> <p>Отримання надприбутків і їх подальше використання в інвестиційному забезпеченні інноваційної діяльності</p> <p>Опанування нової сфери отримання надприбутків від реалізації перспективних наукових ідей</p>	<p>Використання приватних заощаджень, перетворення їх в інвестиції</p> <p>Зростання активів венчурних ІСІ, можливість інвестування капіталу в акції нових і швидкозростаючих компаній</p> <p>Можливості диверсифікації вкладень венчурних компаній, зниження рівня ризикованості капіталу</p>
Слабкі сторони	Загрози
<p>Посилення ризикового характеру інвестування в умовах інституціональної невизначеності</p> <p>Відсутність наукових ідей, адекватних комерційним очікуванням</p> <p>Низька прибутковість окремих проектів, тривалий термін окупності венчурного капіталу</p>	<p>Загрози втрат акціонерних товариств, банкрутство суб'єктів ринку венчурного капіталу</p> <p>Низький рівень доходів населення, відсутність вільних коштів у суб'єктів господарювання</p> <p>Зменшення кількості зарубіжних ринків із присутністю високотехнологічних українських розробок</p>

Рисунок 1 – Результати SWOT-аналізу формування венчурного капіталу в Україні
Джерело: розроблено автором за даними [Сизоненко, Циганов 2009; Коніна, Тузова 2016]

Венчурний капітал, за визначенням Європейської асоціації прямих приватних інвестицій та венчурного капіталу, – це кошти професійних учасників ринку, що інвестуються спільно з підприємницькими коштами для фінансування початкових стадій діяльності підприємства або на етапі його розвитку. Його вирізняє двояка природа, а саме, з одного боку, це ризикована спроба заробити на новітніх розробках

та ідеях, а з іншого – сильне бажання примножити власний капітал, а не втратити [European Venture Capital Assosiation 2018].

Венчурний капітал за своїм змістом є пайовим капіталом, що інвестується в стартові інноваційні підприємства або в реструктуризацію вже існуючих підприємств. Вкладення і використання капіталу забезпечується спеціальними фінансовими і банківськими інститутами, малими інноваційними фірмами і фондами венчурного фінансування. Венчурні підприємці здійснюють збір коштів інвесторів, пошук відповідних для інвестицій компаній, формують додану вартість в компанії з наступним виходом з неї і поверненням грошей інвесторів. Венчурне фінансування відбувається з дотриманням таких принципів, як диверсифікація ризику між партнерами, поетапності фінансування, опосередкованої участі в капіталі стартових компаній. Вважається, що найбільш доцільним використання венчурного капіталу є за умов достатньо високої прибутковості бізнесу (більше 30%), а при розширенні функціонуючого бізнесу – 15%. Основний складник використання венчурного капіталу полягає в комерційній результативності реалізації інновацій, а його поєднання з людським капіталом трансформує інтелектуальну працю в інвестиційний процес.

Формування венчурного капіталу відбувається залежно від видів організації венчурного бізнесу та від стадій розвитку венчурних фірм. Так фінансуванням самостійних невеликих венчурних фірм займаються індивідуальні інвестори. Це можуть бути учені, інженери, винахідники, які спеціалізуються на дослідженнях, розробках та виробництві нової продукції – так звані бізнес-ангели («business angels»), які реалізують свої власні економічні інтереси, намагаються отримати матеріальну вигоду. Початковим капіталом невеликих венчурних фірм слугують особисті заощадження засновників, а в разі необхідності кошти отримують від інших суб'єктів ринку венчурного капіталу [Cannice, Allen, Tarrazo 2016; Tykiová 2017; Wallmeroth, Wirtz, Groh 2018]. Розмір інвестицій бізнес-ангелів доволі строкатий: він коливається від 10 тис. до декількох млн. дол. США і зазвичай складає 5-20% їх коштів. Кількість активних бізнес-ангелів в Європі оцінюється в 125 тис., а кількість здійснених ними інвестицій у 30-40 разів перевищує обсяги інвестицій венчурних фондів. Значну роль відіграють у фінансуванні інновацій бізнес-ангели і в США: на початкових стадіях вони здійснюють більше 80% інвестицій, забезпечуючи тим самим активізацію малого бізнесу та посилюючи його інноваційність [Cooke, Mayers 2014].

У формальному секторі інвестиційні фонди формуються за рахунок інвестиційних інститутів, пенсійних фондів, страхових компаній, різних урядових агенцій та міжнародних організацій. Кошти з цих фондів активно використовуються на стадії швидкого зростання фірми, для якої характерним є розширення виробництва і збільшення обсягів продажів. Тим самим венчурний капітал інвестується у нові і швидкозростаючі компанії з метою отримання великого прибутку, які здійснюють ризиковану діяльність з приводу розробки і комерціалізації результатів наукових досліджень [Джусов, Мешко 2009]. Характерною ознакою механізму венчурного фінансування є активне залучення інвесторів до управління венчурною фірмою, що передбачає підбір команди менеджерів, прийняття стратегічних рішень розвитку фірми, здійснення фінансового контролю за її діяльністю. Водночас інвестування у венчурний бізнес здійснюється у малі та середні підприємства без будь-яких гарантій та матеріального забезпечення від венчурної фірми. За існуючими розрахунками, венчурний капітал, вкладений в реалізацію проектів, у 15% випадків втрачається

повністю, у 25% - приносить збитки, в 30% дає лише невеликий прибуток. Але в 30% випадків досягнутий успіх і отриманий прибуток дозволяють у 30-200, а іноді і більше разів перевищити вкладені кошти [Chesbrough 2012]. Технологічне ядро світового економічного розвитку займають такі країни як США, Японія, Німеччина, Великобританія, Франція. У цих країнах з державного бюджету НДДКР фінансується на 35-45%, а частка продукції, що спрямовується на експорт, становить 20-25% ВВП. При цьому, одним із найважливіших інструментів фінансування науково-дослідних робіт і розвитку високих технологій, підтримки малого і середнього бізнесу тут виступає венчурний капітал [Pradhan, Arvin, Nair, Bennett 2017].

Крім того, на відміну від нашої країни, в економічно розвинених країнах вже сформувався ринок венчурного капіталу. Він складається з двох взаємодоповнюючих секторів: з неформального, представленого індивідуальними інвесторами, і формального, на якому домінують венчурні фонди. Мала приватна ініціатива справляє суттєвий вплив на формування ринку венчурного капіталу в окремих країнах, зокрема, у США. Але у більшості випадків формування венчурного капіталу відбувається в результаті стимулюючої політики сприяння інноваційного розвитку, про що свідчить досвід таких країн як Великобританія, Франція, Німеччина, Швеція, Ізраїль [Мордань, Відменко, Кобець 2018].

За останні роки обсяги венчурних інвестицій зросли у декілька разів, що свідчить про високий рівень попиту на нові ідеї, рішення та продукти. Відповідно до рейтингу, складеного бізнес-школою IESE (Іспанія) за 2015-2016 рр., із 120 країн найбільш привабливими для Private Equity й Venture Capital є США, Великобританія та Канада. Вони стабільно перебувають на найвищих позиціях рейтингу разом із Сінгапуром (4-е місце), Японією (5-е місце), Гонконгом (6-е місце), Німеччиною (7-е місце) й іншими розвиненими країнами Західної Європи та Азії. У свою чергу, Україна перебуває на 78-му місці рейтингу разом з Ганою та Ботсваною, хоча у 2014 р. наша країна була на 74-й позиції, а в 2013-му – на 73-й. Проте Україна перебуває вище багатьох держав СНД і Центральної Європи (Сербії, Вірменії, Чорногорії, Білорусі, Молдови та ін.) [European Venture Capital Association]. Основний напрямок використання венчурного капіталу – фінансування діяльності високоризикових фірм, орієнтованих на інновації. Такі компанії, що стали відомими у світі своєю високотехнологічною, наукоємною продукцією та інноваційними підходами до ведення бізнесу, як Microsoft, Intel, Advanced Micro Devices, Apple Computers, Sun Microsystems, Google, Seagate Technologies, Cisco Systems, Yahoo, Genentech і Biogen на початкових етапах свого розвитку фінансувались саме венчурним капіталом [Джусов, Мешко 2009].

У цих та інших розвинених країнах світу створено інституціональне середовище для розвитку інноваційної економіки. Регулятивний вплив державних інститутів здійснюється шляхом нормативно-правового забезпечення інноваційно-інвестиційних процесів, мотивації суб'єктів господарювання до нововведень, безпосереднього сприяння держави розвитку наукоємного виробництва, науки, освіти. Усвідомлення необхідності надавати поштовхи розвитку інноваційної економіки досягається завдяки відповідності визначеної мети інноваційної політики можливостям і потребам економіки. Розвиток ринку високотехнологічної продукції узгоджується з правовими та економічними інструментами державного впливу на інноваційні перетворення економіки в цілому. В умовах сприятливого інституційного середовища виникає мотивація до інвестування інноваційної діяльності. Але ризиковий характер розробки

і комерційного освоєння нововведень вимагають особливої організації інвестування, що і обумовлює появу і подальший розвиток пристосованих для цього підприємств і форм руху капіталу. В умовах постійного розвитку венчурної індустрії по усьому світу варто зазначити, що загальний обсяг венчурного капіталу, який інвестується, постійно зростає і залишається досить високим (табл. 1).

Таблиця 1 – Обсяги фінансування венчурного капіталу у світі, млрд. дол. США

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Америка	43,0	47,0	72,0	82,0	72,0	87,3	132,5
Європа	10,0	11,0	15,0	18,0	16,0	22,7	24,4
Азія	5,0	6,0	21,0	39,0	39,0	65,2	93,5
США	41,0	45,0	69,0	79,3	69,1	83,0	130,0
Китай	5,0	5,0	16,0	25,0	31,0	46,1	70,5
Україна	0,06	0,09	0,04	0,13	0,09	0,26	0,29

Джерело: розроблено автором за даними [European Venture Capital Association 2018]

Аналіз даних табл. 1, свідчить, що порівняно з 2012 р. обсяг світових венчурних інвестицій збільшився більше ніж удвічі, але в 2016-2017 рр. спостерігалось зменшення венчурних інвестицій майже на 20,0% по відношенню до 2015 р., тобто відбулося абсолютне скорочення з 218,0 млрд. дол. США до 174,6 млрд. дол. США відповідно. Однак у 2018 р. обсяги венчурних інвестицій на глобальному венчурному ринку значно зросли до рекордної позначки у 254,0 млрд. дол. США. Це майже на 70 млрд. дол. США більше, ніж минулого року. З іншого боку, за даним звіту Venture Pulse від KPMG Enterprise, загальна кількість угод знизилася до шестирічного мінімуму – 15,3 тис. Автори дослідження прогнозують, що досягти поліпшення наявних результатів у 2019 р. може бути проблематично. Проте, на їхню думку, кількість угод на ринку зменшуватиметься, але їх розміри, навпаки, зростатимуть. Також, як і минулого року, найбільше приваблюватимуть інвесторів, стартапи, що займаються штучним інтелектом, медтехом, біотехом та розвивають транспортні рішення. Незважаючи на такі коливання, оцінка розмірів світових тенденцій венчурного інвестування залишається високою, що підтверджує значний вплив таких інвестицій на розвиток світового господарства.

Венчурний капітал виник у США ще у середині 50-х рр. ХХ ст. як альтернативне джерело фінансування приватного бізнесу. На сьогодні США займає лідируючі позиції у світі у формуванні венчурного капіталу, що значною мірою забезпечила американська модель регулювання господарського життя, яка ґрунтується на максимальному самозабезпеченні фізичних і самофінансування юридичних осіб з низьким рівнем бюджетної централізації національного продукту (25-30%). Водночас держава бере на себе близько 50% витрат на проведення НДДКР, майже повністю фінансує створення найбільш складних і дорогих установок фундаментальної науки. У США венчурні інвестиції спрямовуються перш за все у високотехнологічні галузі, що дає вагомий поштовх для розвитку й інших сфер економіки.

Найбільшу частку у загальному обсязі венчурних інвестицій США займають інвестиції у розвиток програмного забезпечення, біотехнологій, медіа-сфери. Тим самим венчурне фінансування набуває форму інтеграційних зв'язків. Серед американських країн окрім США найбільш всього венчурних інвестицій залучають

Бразилія, Канада, Мексика [Швець, Нужна 2018]. В Європі венчурний капітал почав розвиватися наприкінці 70-х рр. ХХ ст.

Для розвитку венчурного бізнесу в країнах Європи використовуються різні засоби його стимулювання, а саме: безпосередня фінансова підтримка з боку держави шляхом виділення пільгових кредитів, зниження оподаткування на біржові доходи, надання державних гарантій та інші засоби, що умотивовують учасників підприємницької діяльності переорієнтовуватися на інноваційний шлях розвитку. При цьому, регуляторні постанови суттєво впливають на процес мобілізації капіталу, даючи змогу пенсійним фондам і страховим компаніям розміщувати свої кошти у венчурних інвестиціях. Серед європейських країн найбільше всього залучають венчурних інвестицій Німеччина, Франція, Італія, Іспанія, Фінляндія, Швеція. Венчурний капітал, як джерело фінансування, особливо актуальний у країнах Європи для молодих компаній, для компаній у високотехнологічних галузях, таких як аерокосмічна промисловість, біотехнології, енергетика, Інтернет, нанотехнології, фармацевтика, робототехніка, програмне забезпечення, TLC, вебпублікації, для інноваційних компаній та для компаній з низькою часткою матеріальних активів.

Спільною рисою цих компаній є те, що вони відносяться до малого бізнесу, є прозорими і більш ризиковими для інвесторів [European Venture Capital Report 2018; Karpa, Grginović 2019]. В останні роки на світовому ринку венчурних інвестицій посилюється конкуренція між різними країнами за залучення фінансових ресурсів. На ринку з'являються нові потужні гравці, насамперед це азійські країни: Китай, Індія, Японія, Сінгапур, Гонконг. Серед азійських країн особливе місце займає Китай, який у 2016 р. став другим найбільшим у світі ринком залучення венчурних інвестицій, поступаючись лише США. Обсяги венчурного інвестування в Китаї постійно зростають і вже перевищують 70 млрд. дол. США. Високі показники венчурного інвестування в Китаї пов'язують з рядом мегаугод, укладених в останні роки. Зараз у Китаї швидкими темпами розвивається венчурне інвестування та інвестування в інноваційні компанії. За 2012-2018 рр. венчурні інвестиції в країні зросли майже у 14 разів. Це пов'язане із створенням нових підприємницьких структур і збільшенням попиту на фінансові ресурси.

При цьому найбільший внесок у зростання такого показника роблять галузі стратегічного значення, які народжуються, і галузь сучасних послуг [Venture monitor 2018]. У сучасних умовах ринок венчурного капіталу в Україні є достатньо вузьким. Він виник лише наприкінці 90-х років ХХ ст. і знаходиться в стадії формування та має істотний потенціал до розширення. Частка України у світовому ринку венчурних інвестицій не перевищує 0,01%. На сьогодні в Україні, також можна відмітити тренд зростання кількості та об'ємів угод. Згідно з дослідженням Tech Ecosystem Guide to Ukraine 2019, інвестиції в українські стартапи у 2018 р. склали 290 млн. дол. США, що дещо більше ніж у минулому році – 265 млн. дол. США. При цьому Україна не відстає від глобального тренду: кількість укладених угод менша, ніж у 2017 р. – 33 проти 44.

Аналіз діяльності компаній з управління активами (КУА), дає можливість виокремити такі сфери, в які венчурні фонди переважно інвестують свої фінансові ресурси: будівництво, готельний і туристичний бізнес, торгівля, переробка сільгосппродукції, страхування та інформатизація. Як бачимо, орієнтація на інноваційні проекти, технопарки та технополіси не характерна для сучасних венчурних ІСІ. Активи

вкладаються здебільшого у середньоризикові інвестиційні проекти з диверсифікацією своїх ризиків.

Серед найбільших фондів та компаній, які функціонують нині в Україні, можна виділити наступні: Фонд прямих інвестицій «Україна», ним було проінвестоване 31 підприємство на суму понад 22,5 млн. дол. США, UkrainianGrowhtFunds (UGF) – інвестував близько 55 млн. дол. США у 75 українських компаній, також BlackSeaFund, компанії «Euroventures Ukraine», Техінвест, «Інеко», Chernovetskyi Investment Group, Decarta Capital, TA Venture, Vostok Ventures, AVentures Capital, Detonate Ventures, Global Technology Foundation, Венчурний фонд «Буковина». [Аналітичний огляд ІСІ в Україні 2018]. Згідно даних Єдиного державного реєстру інститутів спільного інвестування, венчурні фонди протягом тривалого періоду складають найбільшу частку – більше 80% (табл. 2). Це пояснюється українськими реаліями, коли венчурні інвестиційні фонди стають інструментом реалізації схем інвестування для своїх. Як інститут спільного інвестування закритого типу та не диверсифікованого виду, що здійснює винятково приватне розміщення цінних паперів власного випуску, венчурний фонд за своїм складом і структурою активів визначається тільки його учасниками. Функціонування венчурного інвестиційного фонду дає можливість знижувати податкові витрати згідно чинної законодавчої бази.

Таблиця 2 – Динаміка кількості венчурних ІСІ в Україні та їх зміна в структурі ІСІ в 2012-2018 рр., од.

Дата	Венчурний ПІФ	Венчурний КІФ	Усього венчурних ІСІ	Усього ІСІ	Частка венчурних ІСІ в структурі
31.12.2012	829	144	973	1250	77,84%
31.12.2013	861	170	1031	1250	82,48%
31.12.2014	846	160	1006	1188	84,68%
31.12.2015	803	189	992	1147	86,49%
31.12.2016	765	233	998	1130	88,32%
31.12.2017	748	280	1028	1167	88,62%
31.12.2018	742	361	1103	1228	89,07%

Джерело: складено автором за даними [Аналітичний огляд ІСІ в Україні 2018]

Крім того вплив глобалізації полягає у подальшому зростанні сукупного обсягу фінансових асигнувань у сфері науки та інноваційної діяльності, збільшення масштабу ринкової комерціалізації втілених і невтлених складників прогресивного світового науково-технічного доробку. На цьому фоні спостерігається незацікавленість резидентів економічно розвинених країн в інвестуванні українських виробників високотехнологічної сфери. Достатньо сказати, що частка вітчизняного hi-tech – сектору в структурі прямих іноземних інвестицій найбільших національних інвесторів не досягає 3%. У поєднанні з низьким рівнем попиту на високотехнологічну продукцію і науково-інноваційні розробки з боку держави, низькою ефективністю вітчизняної системи комерціалізації розробок нових технологій це призводить до втрати теперішніх позицій у рейтингу глобальної конкурентоспроможності у сфері інноваційного розвитку економіки. Згідно з Рейтингом країн світу за індексом

глобальної конкурентоспроможності у 2017-2018 рр. Україна зайняла 81 місце хоча в 2012 р. займала 73 позицію [Global Competitiveness Index 2018].

На сучасний стан, структуру та динаміку ринку венчурних інвестицій в Україні значно вплинула тривала фінансова криза 2007-2009 рр., яка мала системний характер. Намагання односторонніми заходами фінансово-кредитного регулювання подолати кризові явища не дають позитивного результату: системний характер кризи вимагає вихід з системи, її руйнацію. Про такі дії свідчить досвід багатьох країн, зокрема Японії, Китаю. Фінансова слабкість України провокує дезінтеграційні процеси, протидіє інноваційному співробітництву України з ЄС та іншими країнами. Подолання фінансових обмежень та інвестиційної кризи можливе за умов реформування основних параметрів нагромадження капіталу, орієнтації на випереджувальний розвиток венчурного капіталу [Дідик 2017]. Формування венчурного капіталу в Україні відбувається вкрай повільними темпами (табл. 3). За період з 2012 до 2018 рр. обсяги активів ІСІ, і зокрема венчурних ІСІ зросли менш ніж у 2 рази. Хоча при цьому активи венчурних ІСІ у загальній структурі значно переважають і з кожним роком їхня частка зростає.

Таблиця 3 – Динаміка вартості активів ІСІ в Україні та їх зміна в структурі ІСІ в 2012-2018 рр., млн. грн.

Роки	Невенчурні ІСІ		Венчурні ІСІ		Всього активів ІСІ
	Активи	Чисті активи	Активи	Чисті активи	
2012	11289,0	9762,2	145912,0	129498,4	157201,0
2013	9340,0	8543,6	168183,0	149880,8	177523,0
2014	10925,0	10366,7	195433,0	170038,1	206358,0
2015	10634,0	9952,5	225541,0	189908,7	236175,0
2016	8050,0	7668,9	222138,0	180662,6	230188,0
2017	8522,0	8256,6	267000,0	214900,8	275522,0
2018	17052,0	15395,0	279713,0	220438,1	296765,0

Джерело: складено автором за даними [Аналітичний огляд ІСІ в Україні 2018]

Розв'язання цієї ситуації можливе за умов виваженої і послідовної політики держави, яка враховує тенденції сучасних інноваційних процесів, змін у структурі виробництва і структурі попиту. Механізми її реалізації передбачають спрямування фінансового капіталу у сферу інноваційного підприємництва, в об'єкти інвестування, де можна забезпечити високу прибутковість на вкладений капітал [Коніна, Тузова 2016].

Внаслідок незадовільного інституціонального забезпечення формування венчурного капіталу мають місце наступні проблеми:

- по-перше, відбувається суперечливе поєднання збереження системи фінансування інноваційної діяльності, яка була притаманна тривалому періоду ринкового реформування, починаючи з 90-х років минулого століття з одночасним непослідовним і несистемним нарощуванням таких її елементів, як венчурне фінансування;
- по-друге, напрямки створення підприємницького сектору показують низьку інноваційність як великих, так і середніх та малих підприємств (переважання торговельно-посередницьких структур, незначна кількість стартапів тощо);

- по-третє, некритичне запозичення досвіду формування венчурного капіталу, який накопичувався в межах відносно стабільного зростання сукупного капіталу, системного оновлення ринкових і державних інститутів показує неконгруентність форм і методів стимулювання розвитку венчурного фінансування.

Причинами незадовільного стану венчурного бізнесу є по-перше, недосконала і застаріла законодавча база (передбачено лише фінансову підтримку інноваційних проектів шляхом кредитування вже існуючого бізнесу, що призводить не до фінансування інноваційних проектів, а до втілення спекулятивних схем керування власністю з використанням податкових пільг). По-друге, обмеження джерел венчурного капіталу лише вітчизняними ФПГ, іноземних приватних і інституційних інвесторів. Держава по суті не приймає участі у сприянні формування умов для розвитку венчурного капіталу. Податкові зміни підпорядковані завданням зростання надходжень та обмеження дефіциту бюджету на прийнятному для міжнародних донорів рівні. Але без фінансового стимулювання інноваційного розвитку за цих умов слід очікувати лише зростання податкового навантаження. Але слабкість фондового ринку, відсутність гарантій для венчурних інвесторів і недостатня інвестиційна привабливість економіки негативно впливають на стан джерел венчурного капіталу. По-третє, невідповідність розробок науково-дослідного сектору реальним потребам економіки та брак на ринку венчурного інвестування економічно вигідних проектів. У більшості випадків відбувається інвестування проектів, які не підтримані належним чином необхідною маркетинговою стратегією, якісним бізнес-планом, розумінням перспектив інноваційного розвитку обраної технології. По-четверте, слабкість інституту захисту інтелектуальної власності і відсутність надійних механізмів компенсацій втрат інвесторів від «провальних» інноваційних проектів [Кочешкова, Трушкіна 2017].

Водночас за умов зміни відношення держави до проблем формування венчурного капіталу, усунення цих та інших обмежень здатно сприяти підвищенню його ролі в системі фінансового забезпечення інноваційної економіки. Ефективне використання цього виду фінансового капіталу можливе, на наш погляд, шляхом послідовного запровадження наступних заходів:

1. Створення умов для налагодження партнерства держави з приватним сектором у фінансовому забезпеченні інноваційного розвитку шляхом прямого надання капіталу венчурним фондам та інноваційно активним підприємствам у вигляді прямих інвестицій або пільгових кредитів. При цьому можливе як утворення окремої спеціалізованої фінансово-кредитної установи за прикладом Бельгії, Данії, Ізраїлю та інших країн, так і законодавчо закріплені стимулюючі заходи для комерційних банків, які беруть участь у інноваційних проектах.

2. З метою інституалізації базових функцій венчурного капіталу доцільно структурувати державне регулювання фінансового забезпечення інноваційної економіки за такими напрямками як посилення державного інфорсменту, примусового використання учасниками процесів формування і використання венчурного капіталу їх регуляторних норм, удосконалення управління венчурним капіталом шляхом оптимізації його прибутковості і ризикованості та економічною відповідальністю за масштаби одержаних результатів комерціалізації науково-технічних нововведень.

3. Механізм фінансового забезпечення інноваційної діяльності, який реалізується шляхом збільшення венчурного капіталу корпоративного напрямку (інноваційних підрозділів усередині корпорації) за рахунок реальних інвестицій акціонерів повинен використовувати як інструмент фінансування проведення додаткової емісії акцій з урахуванням її відповідності дивідендної політики. Визначення стратегічних напрямів використання венчурного капіталу відповідно до потреб інноваційного розвитку сприятиме його розширеному відтворенню у довгостроковій перспективі.

4. Суттєвим стимулом для процесів формування венчурного капіталу може стати встановлення податкових канікул для стартапів терміном від 2-х до 5-ти років, застосування прискореної амортизації для інноваційно активних підприємств, податкової знижки на термін реалізації інноваційних проектів. З метою уникнення зловживань в сфері оподаткування інноваційних підприємств доцільно ввести показники частки інноваційних витрат у структурі загальних витрат та частки інноваційної продукції у загальному обсязі. Для внутрішніх венчурів з метою підвищення ефективності використання фінансових ресурсів в інноваційній економіці доцільно застосовувати пільгове оподаткування інноваційних продуктів, а не інноваційної діяльності.

5. Динаміка зростання венчурного капіталу залежить від дотримання ряду умов, серед яких чільне місце займають:

а) для спеціалізованого капіталу – наявність приватної ініціативи по створенню малих підприємств у сфері високих технологій, які в разі зростання ВВП формують попит на венчурний капітал;

б) для корпоративного капіталу – підтримка належного рівня і характеру конкуренції, безперервність прогресивних змін в структурі економіки;

в) мобільність коштів корпорацій та їх науково-технічних альянсів через механізм об'єднання, злиття, поглинання або утворення інших інтегративних форм руху капіталу з метою інвестування ризикованих нововведень. Так, економічне зростання Китаю та Індії обумовив переорієнтацію інвестицій з традиційних ринків на ці ринки венчурного капіталу.

6. Істотний момент успішного функціонування інноваційної економіки, як свідчить світовий досвід, це високий рівень розвитку інноваційної інфраструктури. Для України становлення ринків венчурного капіталу вимагає активізацію не лише венчурних фондів, а й участі інститутів спільного інвестування, технопарків, центрів трансферу технологій з їх подальшим поєднанням в спільну інформаційно-комунікаційну мережу. Створення баз даних щодо ведення інноваційної підприємницької діяльності, тенденцій і перспектив венчурного бізнесу дозволить успішно взаємодіяти авторам інноваційних проектів і програм з потенційними інвесторами, розширити можливості ринку венчурного капіталу.

7. Політика регулювання і стимулювання інноваційної економіки повинна враховувати проблему дотримання балансу розподілу суспільних ресурсів в поточному і майбутньому періоді. Концентрація коштів на формування венчурного капіталу для реалізації інноваційних проектів в повній мірі обмежує обсяги споживання та поточного інвестування з метою оновлення і підтримки діючих потужностей. Але в довгостроковій перспективі інновації формують сукупний попит, впливають на стратегію формування національного ринку науково-технічної продукції. Використання венчурного капіталу на прискорення процесів реалізації

результатів наукових досліджень, підприємницького потенціалу сприятиме формуванню інноваційної економіки. Застосування ефективного, гнучкого та системно орієнтованого механізму управління ризиками інноваційної діяльності посилює ефективність фінансування нововведень.

Висновки. Підсумовуючи сказане вище, слід зазначити, що впровадження венчурного фінансування, особливо в умовах обмеженості інвестиційних ресурсів, – є передумовою переходу економіки країни на нову модель інноваційного розвитку. Але незважаючи на те, що формування і розвиток інститутів венчурного фінансування в Україні має певні позитивні тенденції, інвестиційний бізнес в країні лише за формальними ознаками є венчурним. Найчастіше українські венчурні фонди використовуються в основному як механізм мінімізації оподаткування, а тому діють в інтересах окремих компаній та інвесторів і всупереч загальнодержавним пріоритетам, пов'язаним із забезпеченням інвестиційних потоків в інноваційну сферу. Через ці та інші причини вітчизняний ринок венчурного фінансування поки що не відповідає своїй суті і призначенню і істотно відрізняється від своїх зарубіжних аналогів. Для подолання таких невідповідностей необхідно враховувати досвід промислово розвинених країн, який вказує на обмеженість можливостей створення системи венчурного інвестування без активної підтримки та участі держави. Адже її заходи відіграють важливу роль у формуванні інноваційної сфери і виступають каталізатором запуску процесу венчурного інвестування. Так було в США, Великобританії, Японії, Ізраїлі та в інших провідних країнах світу.

Подальші дослідження виявлення ролі венчурного капіталу повинні бути скеровані на поглиблення аналізу взаємодії інноваційного та фінансового підприємництва, взаємодоповнення формального і неформального секторів економіки. Потребують розробки питання впливу венчурного капіталу на структуру і динаміку руху сукупного капіталу та його складових, з'ясування можливостей і обмежень зростання питомої ваги венчурного фінансування в сукупному національному капіталі. Поза увагою лишаються питання венчурного капіталу в умовах глобалізації економіки, використання можливостей для створення критичної маси малих та середніх інноваційних підприємств.

Література

- Аналитичний огляд ICI в Україні. URL: http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart.
Джусов, О. А., & Мешко, Н. П. (2009). *Інноваційний розвиток світової економіки: інвестиційний аспект*. Донецьк: Юго-Восток.
- Дідик, Н. В. (2017). Світовий досвід венчурного фінансування як сучасної форми фінансування. *Економіка і суспільство*, 10, 42-47.
- Коніна, М. О., & Тузова, К. О. (2016). Особливості венчурного інвестування в Україні. *Международный научный журнал*, 4, 75-79.
- Кочешкова, І. М., & Трушкіна, Н. М. (2017). Тенденції розвитку венчурного інвестування в Україні. *Економічний вісник Донбасу*, 2, 129-135.
- Мордань, Є. Ю., Відменко, Ю. В., & Кобець, Ж. О. (2018). Венчурне інвестування в Україні та світі: сучасні тенденції та особливості розвитку. *Інфраструктура ринку*, 17, 391-399.
- Сизоненко, В. О., & Циганов, С. А. (2009). *Фінанси та підприємництво: світовий досвід та практика України*. Тернопіль: Навчальна книга – Богдан.

- Швець, Ю. О., & Нужна, Ю. Р. (2018). Розвиток венчурного інвестування в Україні та світі. *Вісник економіки транспорту і промисловості*, 62, 266-275.
- Cannice, M. V., Allen, J. P., & Tarrazo, M. (2016). What do venture capitalists think of venture capital research? *An International Journal of Entrepreneurial Finance «Venture Capital»*, 18, 1-20. <https://doi.org/10.1080/13691066.2016.1102393>
- Chesbrough, H. W. (2012). *Making sense of corporate venture capital*. *Harvard business rev.*, 80(3), 90-99.
- Cooke, I., & Mayers, P. (2014). *Introduction to Innovation and Technology Transfer*. Boston: Artech House, Inc.
- European Venture Capital Association. Retrieved 29.07.2019 from <http://www.evca.org>
- European Venture Capital Report. (2018). Retrieved 29.07.2019 from <https://blog.dealroom.co/wp-content/uploads/2018-European-Venture-Capital-Report.pdf>
- Global Competitiveness Index. Retrieved 29.07.2019 from <http://edclub.com.ua/tegy/indeks-globalnoyi-konkurentospromozhnosti>
- Karpa, W., & Grginović, A. (2019). Long-term perspective on venture capital investments in early stage life-science projects related to health care, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1629326>
- Pradhan, R. P., Arvin, M. B., Mahendhiran, N., & Bennett, S. E. (2017). Venture capital investment, financial development, and economic growth: the case of European single market countries. *Venture Capital*, 19(4), 313-333, <https://doi.org/10.1080/13691066.2017.1332802>
- Tykvoová, T. (2017). When and Why Do Venture-Capital-Backed Companies Obtain Venture Lending? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(3), 1049-1080. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000242>
- Venture monitor. National Venture Capital Association. Retrieved 29.07.2019 from <https://nvca.org/research/venture-monitor>
- Wallmeroth, J., Wirtz, P., & Groh, A. P. (2018). Venture Capital, Angel Financing, and Crowdfunding of Entrepreneurial Ventures: A Literature Review. *Foundations and Trends in Entrepreneurship*, 1(14), 1-129. <https://doi.org/10.1561/03000000066>

References

- Analitychnyy ohlyad ISI v Ukrayini [Analytical review of Joint Investment Institutes in Ukraine]. Retrieved 29.07.2019 from http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart
- Cannice, M. V., Allen, J. P., & Tarrazo, M. (2016). What do venture capitalists think of venture capital research? *An International Journal of Entrepreneurial Finance «Venture Capital»*, 18, 1-20. <https://doi.org/10.1080/13691066.2016.1102393>
- Chesbrough, H. W. (2012). Making sense of corporate venture capital. *Harvard business rev.*, 80(3), 90-99.
- Cooke, I., & Mayers, P. (2014). *Introduction to Innovation and Technology Transfer*. Boston: Artech House, Inc.
- Didyk, N. V. (2017). Svitovyy dosvid venchurnoho finansuvannya yak suchasnoyi formy finansuvannya [Global experience of venture financing as a modern form of financing]. *Ekonomika i suspilstvo [Economy and society]*, 10, 42-47.

- Dzhusov, O. A., & Meshko, N. P. (2009) *Innovatsiynyy rozvytok svitovoyi ekonomiky: investytsiynyy aspekt [Innovative Development of the World Economy: An Investment Aspect]*. Donetsk: Yuho-Vostok.
- European Venture Capital Assosiation. Retrieved 29.07.2019 from <http://www.evca.org>
- European Venture Capital Report (2018). Retrieved 29.07.2019 from <https://blog.dealroom.co/wp-content/uploads/2018-European-Venture-Capital-Report.pdf>
- Global Competitiveness Index. Retrieved 29.07.2019 from <http://edclub.com.ua/tegy/indeks-globalnoyi-konkurentospromozhnosti>
- Karpa, W., & Grginović, A. (2019). Long-term perspective on venture capital investments in early stage life-science projects related to health care, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1629326>
- Kocheshkova, I. M., & Trushkina, N. M. (2017). Tendentsiyi rozvytku venchurnoho investuvannya v Ukrayini [Trends in Venture Investment Development in Ukraine]. *Ekonomichnyy visnyk Donbasu [Economic Bulletin of Donbass]*, 2, 129-135.
- Konina, M. O., & Tuzova, K. O. (2016). Osoblyvosti venchurnoho investuvannya v Ukrayini [Features of Venture Investment in Ukraine]. *Mezhdunarodnyy nauchnyy zhurnal [International scientific journal]*, 4, 75-79.
- Mordan, Y. Y., Vidmenko, Y. V., & Kobets, Z. O. (2018). Venchurne investuvannya v Ukrayini ta sviti: suchasni tendentsiyi ta osoblyvosti rozvytku [Venture Investing in Ukraine and the World: Current Trends and Features]. *Infrastruktura rynku [Market infrastructure]*, 17, 391-399.
- Pradhan, R. P., Arvin, M. B., Mahendhiran, N., & Bennett, S. E. (2017). Venture capital investment, financial development, and economic growth: the case of European single market countries. *Venture Capital*, 19(4), 313-333, <https://doi.org/10.1080/13691066.2017.1332802>
- Shvets, Y. O., & Nuzhna, Y. R. (2018). Rozvytok venchurnoho investuvannya v Ukrayini ta sviti [Development of venture capital investment in Ukraine and in the world]. *Visnyk ekonomiky transportu i promyslovosti [Bulletin of Economics of Transport and Industry]*, 62, 266-275.
- Syzonenko, V. O., & Tsyhanov, S. A. (2009). *Finansy ta pidpryyemnytstvo: svitovyy dosvid ta praktyka Ukrayiny [Finance and Entrepreneurship: Ukraine's World Experience and Practice]*. Ternopil: Navchalna knyha – Bohdan.
- Tykvová, T. (2017). When and Why Do Venture-Capital-Backed Companies Obtain Venture Lending? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(3), 1049-1080. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000242>
- Venture monitor. National Venture Capital Association. Retrieved 29.07.2019 from <https://nvca.org/research/venture-monitor>
- Wallmeroth, J., Wirtz, P., & Groh, A. P. (2018). Venture Capital, Angel Financing, and Crowdfunding of Entrepreneurial Ventures: A Literature Review. *Foundations and Trends in Entrepreneurship*, 1(14), 1-129. <https://doi.org/10.1561/03000000066>

Received: 01.08.2019
Accepted: 01.10.2019
Published: 31.01.2020