НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ «КИЄВО-МОГИЛЯНСЬКА АКАДЕМІЯ»
МІНІСТЕРСТВА ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ТОРГОВЕЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
МІНІСТЕРСТВА ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

МОСІЄВИЧ ОЛЕНА ОЛЕГІВНА

УДК 336.142.3

ДИСЕРТАЦІЯ
ВЕНЧУРНЕ ФІНАНСУВАННЯ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНИХ ПЕРЕТВОРЕНЬ

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Подається на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело_____О.О. Мосієвич

Науковий керівник
Сєміколенова Світлана Вікторівна
кандидат економічних наук, доцент

Київ – 2020

АНОТАЦІЯ

Мосієвич О. О. Венчурне фінансування в умовах економічних перетворень. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Національний університет «Києво-Могилянська академія»; Київський національний торговельно-економічний університет, Київ, 2020.

В умовах економічних перетворень результативність системи венчурного фінансування є вагомою передумовою прискорення темпів економічного зростання, переходу до інвестиційно-інноваційної моделі розвитку економіки та підвищення її конкурентоспроможності. Важливим є розвиток інструментарію венчурного фінансування, оптимізація інноваційної інфраструктури та створення інституційних умов для забезпечення дієвого функціонування венчурних фондів. Визначення дієвих напрямів венчурного фінансування та створення сприятливих умов для залучення інвестицій забезпечить розвиток високотехнологічного виробництва, сприятиме наданню якісних та доступних публічних послуг громадянам. Здійснення обґрунтованої оцінки інвестиційної привабливості проєктів сприятиме реалізації дієвої інноваційної політики у сфері венчурного капіталу.

Разом з тим, важливим є перетворення венчурного фінансування у ефективний інструмент стимулювання інноваційних процесів, створення інституційних умов для розвитку системи венчурного фінансування інноваційної діяльності, удосконалення інфраструктури венчурної діяльності та структури венчурного капіталу. Активізація інноваційної діяльності потребує дієвого використання інвестиційного потенціалу країни, розвиток системи державної фінансової підтримки інноваційно-інвестиційної діяльності. Вагомим є визначення напрямів розвитку системи венчурного фінансування враховуючи провідний досвід країн з розвинутою та трансформаційною економікою; взаємоузгодження цілей органів державного

управління спрямованих на розвиток та впровадження нових технологій з цілями інвесторів, зацікавлених в ефективності інвестування. З метою оптимізації джерел фінансування венчурної діяльності потребують подальшого розвитку відповідний фінансово-бюджетний інструментарій та інститути. Зазначене свідчить про актуальність дисертаційної роботи та обумовило визначення її мети, завдань, об'єкту і предмету дослідження.

Об'єктом дослідження є система венчурного фінансування як інструмент стимулювання інноваційних процесів.

Предметом дослідження є теоретичні засади та механізми венчурного фінансування в умовах економічних перетворень.

У роботі застосовано сукупність методів і підходів, що дозволило реалізувати концептуальну єдність дослідження. Системний та структурний методи використано при розкритті сутності венчурного фінансування як інструменту стимулювання інноваційних процесів. За допомогою порівняльного та факторного методів узагальнено та систематизовано досвід розвитку системи венчурного фінансування у країнах із розвинутою та трансформаційною економікою. Методи наукового абстрагування, синтезу застосовано при визначенні пріоритетних напрямів фінансової політики стосовно розбудови національної інноваційної системи. Інформаційну базу дослідження становили законодавчі та нормативно-правові акти з питань венчурного фінансування, статистичні та аналітичні матеріали Міністерства фінансів України, Міністерства розвитку економіки, торгівлі та сільського господарства України, Державної служби статистики України, Державної казначейської служби України, Української Асоціації венчурного капіталу та прямих інвестицій, відповідні монографії, наукові статті вітчизняних та зарубіжних вчених.

Розкрито сутність венчурного фінансування як інструменту стимулювання інноваційних процесів, що ґрунтується на інтеграції фінансових інститутів в процесі створення та освоєння інновацій, сукупності методів та інструментів мобілізації фінансових ресурсів в інноваційний

сегмент економіки, що забезпечить прискорення темпів економічного зростання, переходу до інвестиційно-інноваційної моделі розвитку економіки та підвищення її конкурентоспроможності та надасть можливість для посилення впливу державного регулювання на соціально-економічний розвиток країни, стимулювання процесів суспільного відтворення.

Удосконалено інституційні засади венчурного фінансування інноваційних проєктів як динамічної, адаптованої системи до стратегічних завдань соціально-економічного розвитку країни, що дозволить посилити дієвість фінансово-економічного регулювання інноваційної діяльності на основі взаємоузгодження дій учасників процесу венчурного фінансування, оптимальних співвідношень складових моделі венчурного фінансування, у тому числі низки обмежень та вимог, що визначають інноваційно-інвестиційну складову економіки, сприяючи інституційному розвитку економічного середовища. Розвинути положення щодо особливостей становлення та розвитку системи венчурного фінансування, що сприятиме ефективності регуляторного механізму фінансової політики у сфері здійснення венчурного фінансування інноваційних проєктів, створення та забезпечення функціонування венчурних фондів; основні засади формування венчурних фондів фінансування інноваційних проєктів, виходячи з оцінки впливу екзогенних та ендогенних факторів на інвестиційний потенціал та особливості розвитку інвестиційного середовища. Узагальнено та систематизовано досвід розвитку системи венчурного фінансування у країнах із розвинутою та трансформаційною економікою, що надасть можливість підвищити якісний рівень управління державними та корпоративними фінансами в умовах економічних перетворень.

Удосконалено підходи щодо щодо пріоритетних напрямів фінансової політики стосовно розбудови національної інноваційної системи, розвитку венчурного фінансування, що надасть можливість стимулювання науково-технічного прогресу та прискорення темпів економічного зростання; положення щодо підвищення ефективності механізмів венчурного

фінансування з метою задоволення суспільних потреб та досягнення стратегічних соціально-економічних цілей розвитку країни.

Основні висновки та результати дисертаційного дослідження використано Академією публічно-приватного партнерства в роботі з проведення аналізу інвестиційного клімату України та умов для залучення інновацій містами в рамках реалізації їх стратегій сталого розвитку (довідка від 15.01.2020 р. № 98), Українською асоціацією венчурного та приватного капіталу в частині визначення факторів, що спонукають до інвестування, найбільше впливають на успіх венчурних проєктів (довідка від 20.01.2020 р. № 1/20012020). Положення дисертаційної роботи використано у навчальному процесі Національного університету «Києво-Могилянська академія» при викладанні дисциплін «Фінанси», «Інвестиції», «Інвестиційний менеджмент», «Фінансовий менеджмент», «Фінанси ІІ (Фінансовий ринок)», «Ринок фінансових послуг (довідка від 14.01.2020 р. №35).

***Ключові слова*:** фінансова система, венчурне фінансування, венчурний капітал, інноваційні проєкти, фінансово-економічне регулювання, інвестиційне середовище, інноваційно-інвестиційна діяльність, економічне зростання.

ANNOTATION

Mosievich O.O. Venture Financing in the Conditions of Economic Transformation. – Qualification scientific work with the manuscript copyright.

Thesis for a candidate degree in economy: specialty 08.00.08 – Money, finance and credit. – Kyiv National University of Trade and Economics, Kyiv, 2020.

In the context of economic transformations, the effectiveness of the venture financing system is a prerequisite for accelerating the pace of economic growth, the transition to an investment-innovative model of economic development and enhancing its competitiveness. Important is the development of venture financing tools, the optimization of innovation infrastructure and the creation of institutional conditions to ensure the effective functioning of venture funds. Defining effective

directions of venture financing and creation of favorable conditions for attracting investments will ensure the development of high-tech production, facilitate the provision of quality and accessible public services to citizens. The implementation of sound evaluation of the investment attractiveness of projects will facilitate the implementation of effective innovation policy in the field of venture capital.

At the same time, it is important to transform venture financing into an effective tool for stimulating innovation processes, creating institutional conditions for the development of venture financing system for innovative activities, improving the infrastructure of venture activity and the structure of venture capital. Activation of innovative activity requires effective utilization of the country's investment potential, development of the state financial support system for innovation and investment activity. It is important to determine the directions of development of the venture financing system, taking into account the leading experience of countries with developed and transformational economies; the reconciliation of the goals of public authorities aimed at the development and introduction of new technologies with the goals of investors interested in investing efficiency. In order to optimize sources of funding for venture capital, appropriate financial and budgetary tools and institutes need to be further developed. The aforementioned testifies to the relevance of the dissertation and determines its purpose, tasks, object and subject of research.

The object of the research is the venture financing system as a tool to stimulate innovative processes.

The subject of the research is theoretical foundations and mechanisms of venture financing in the conditions of economic transformations.

The set of methods and approaches was applied in the work, which made it possible to realize the conceptual unity of the research. Systematic and structural methods have been used to disclose the essence of venture financing as a tool to stimulate innovation processes. The comparative and factor methods generalize and systematize the experience of developing a venture financing system in developed and transformational economies. The methods of scientific abstraction

and synthesis were applied in determining the priority directions of financial policy for the development of the national innovation system through the development of venture financing.

The information base of the study was legislative and regulatory acts on venture financing, statistical and analytical materials of the Ministry of Finance of Ukraine, Ministry of Economic Development and Trade of Ukraine, State Statistics Service of Ukraine, State Treasury Service of Ukraine, Ukrainian Venture Capital Association and direct monographs , scientific articles of domestic and foreign scientists. The essence of venture financing as a tool to stimulate innovation processes, based on the integration of financial institutions, a set of methods and tools for mobilizing financial resources in the innovative segment of the economy, which will accelerate the pace of economic growth, the transition to an investment-innovative model of competitiveness the opportunity to strengthen the influence of public administration on the socio-economic development of the country, stimulated public reproduction processes.

The institutional principles of venture financing of innovative projects as a dynamic, adapted system to strategic tasks of socio-economic development of the country have been improved, which will allow to increase the effectiveness of financial and economic regulation of innovative activity on the basis of mutual coordination of actions of participants of the venture financing process, optimal ratios of the components a number of constraints and requirements that determine the innovation and investment component of the economy contributing to institutional development. economic environment.

To develop provisions on the peculiarities of formation and development of the venture financing system, which will contribute to the effectiveness of the regulatory mechanism of financial policy in the field of venture financing of innovative projects, creation and maintenance of operation of venture funds; the basic principles of formation of venture funds for financing innovative projects based on the assessment of the impact of exogenous and endogenous factors on the investment potential and features of the development of the investment

environment.

The experience of developing the system of venture financing in the countries with advanced and transformational economies is generalized and systematized, which will provide an opportunity to improve the quality level of management of public and corporate finances in the conditions of economic transformations. Improved approaches to the priority areas of financial policy for the development of a national innovation system through the development of venture financing, which will provide an opportunity to stimulate scientific and technological progress and accelerate the pace of economic growth; provisions to improve the effectiveness of venture funding mechanisms to meet public needs and achieve strategic socio-economic goals for the country's development.

Fundamentals and results of dissertational progress made by the Ukrainian Academy of Public-Private Partnership No. capital in part of the value of factors, which springs up to the investment, is the most infused into the success of venture projects (update dated January 20, 2020, No. 1/20012020). The position of the dissertational robotics in the initial process of the National University "Kiev-Mohyla Academy" under the victories of the disciplines "Finance", "Investments", "Investments post-finance management", "Financial management", "Finance confirmation from 14.01.2020 p. No. 35).

Keywords: financial system, venture finance, venture capital, innovation projects, financial and economical regulation, investment middle ground, innovation and investment efficiency.

Список публікацій здобувача

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Мосієвич О. О. Класифікація та методи врахування ризиків в моделях оцінки венчурних проектів. *Інноваційна економіка*. 2016. №11-12(66). С. 142–148. (0,4 друк. арк.)

2. Мосієвич О.О. Проблеми оцінки вартості компаній на ранніх етапах їх розвитку. *Інноваційна економіка*. 2017. №1-2(67) С. 142–146. (0,3 друк. арк.)

3. Мосієвич О. О. Фактори відбору венчурних проектів у рамках прийняття рішень інвесторами щодо венчурного фінансування. *Бізнес Інформ*. 2019. №4. С. 124–130. (0,4 друк. арк.)

4. Мосієвич О. О. Структурування угод при венчурному фінансуванні. *Бізнес Інформ*. 2019. №5. С. 169–173. (0,3 друк. арк.)

5. Мосієвич О. О. Використання фінансових метрик у рамках прийняття рішень інвесторами щодо венчурного фінансування. *Бізнес Інформ*. 2019. №8. С. 181–189. (0,5 друк. арк.)

6. Мосієвич О. О., Сєміколенова С.В. Підходи в оцінюванні компаній при венчурному фінансуванні. *Агросвіт*. 2020. №6. С. 93–103. (0,6 друк. арк.)

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:

7. Мосієвич О. О. Сучасні підходи в оцінці стартапів. *Сучасні тенденції в економіці та управлінні: новий погляд*: матеріали II міжнар. наук.-практ. конф. (м. Донецьк, 23-24 серпня 2013 р.). Східноукраїнський інститут економіки та управління. Донецьк: ГО «СІЕУ», 2013 С. 85–86. (0,1 друк. арк.)

8. Мосієвич О. О. Оцінка новоствореної компанії: як виміряти її потенціал. *Глобальні проблеми та світовий економічний розвиток*: матеріали XXIX міжнар. наук.-практ. конф. (м. Львів, 6-7 вересня 2013 р.). Громадська організація «Львівська економічна фундація». Львів: ЛЕФ, 2013. С. 69–70. (0,1 друк. арк.)

9. Мосієвич О. О. Сучасні тренди у венчурній індустрії. *Фінансово-економічний та суспільний світовий розвиток: сучасні тренди і перспективи*: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 25 січня 2017 р.). Київ: НАУКМА. 2017. С.72–74. (0,1 друк. арк.)

10. Мосієвич О. О. Інтелектуальний капітал в контексті інвестиційної оцінки венчурних проєктів. *Nowoczesna edukacja: filozofia, innowacja,* doświadczenie. № 1(9). Lodz : Wydawnictwo Naukowe Wyższej Szkoły Informatyki i Umiejętności. 2018. P. 116–120. (0,2 друк. арк.)

11. Мосієвич О. О. Галузева спеціалізація при венчурному фінансуванні. *Стратегічні пріоритети розвитку економіки, фінансів, обліку та права в Україні та світі*: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м. Полтава, 3 жовтня 2019 р.). Полтава, ЦФЕНД, 2019. Ч. 3. С. 35–36. (0,1 друк. арк.)

12. Мосієвич О. О. Після-інвестиційна додана цінність венчурного інвестування. *Nastolem moderni vedy – 2019*: матеріали XV міжнар. наук.-практ. конф. (м. Прага, 22-30 вересня 2019 р.). Praha, Publishing House «Education and Science», 2019. С. 13–15. (0,1 друк. арк.)

13. Мосієвич О. О. Генерування потоку угод як фактор успіху у венчурній індустрії. *Научният потенциал на света – 2019*: матеріали XV міжнар. наук.-практ. конф. (м. Софія, Болгарія, 15-22 вересня 2019 р.). София, Бял ГРАД-БГ, 2019. С. 15–17. (0,1 друк. арк.)

14. Мосієвич О. О. Якості управлінської команди при венчурному фінансуванні. *Scientific horizons – 2019*: матеріали XV міжнар. наук.-практ. конф. (м. Шеффілд, Великобританія, 30 вересня – 7 жовтня 2019 р.). Sheffield, Science and education LTD. 2019. С.11–14. (0,2 друк. арк.)

15. Мосієвич О. О. Підвищення ефективності функціонування механізму венчурного фінансування. *Фінансова політика як складова економічного розвитку*: матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Київ, 15-16 квітня 2020 р.). Київ: Київ. нац. торг.-екон. ун-т. 2020. С. 21–23. (0,1 друк. арк.)

16. Мосієвич О. О. Особливості прийняття інвестиційних рішень венчурними інвесторами в умовах трансформаційної економіки. *Науковий прогрес на рубежі тисячоліть – 2020*: матеріали XVI міжнар. наук.-практ. конф. (Прага, 22-30 квітня 2020 р.). Прага, Чехія, Publishing House «Education and Science», 2020. Т.5. С. 40–42. (0,1 друк. арк.)

17. Мосієвич О. О. Венчурне фінансування в умовах трансформаційних змін української економіки. *Scientific Letters of Academic Society of Michal Baludansky*. 2020. №8. Vol.4. P.12-23.(0,8 друк. арк.)

ЗМІСТ

АНОТАЦІЯ 2

ВСТУП 12

РОЗДІЛ І. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ

1.1. Економічний зміст і сутність венчурного капіталу 18
1.2. Інституційні засади венчурного фінансування 30
1.3. Система венчурного фінансування у країнах з розвинутою та трансформаційною економікою 49
Висновки до розділу І 72
Список використаних джерел до розділу І 77

РОЗДІЛ ІІ.СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТОК СИСТЕМИ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ

2.1. Основні аспекти еволюції в венчурній галузі 88
2.2. Особливості розвитку системи венчурного фінансування 104
2.3. Аналіз та оцінка вітчизняного ринку венчурного фінансування 111
Висновки до розділу ІІ 125
Список використаних джерел до розділу ІІ 128

РОЗДІЛ ІІІ. НАПРЯМИ УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМІВ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНИХ ПЕРЕТВОРЕНЬ

3.1. Управління венчурними інвестиціями у системі фінансово-економічного регулювання 138
3.2. Особливості використання фінансових метрик венчурними інвесторами при прийнятті інвестиційних рішень 178
3.3. Напрями підвищення ефективності механізмів венчурного фінансування 191
Висновки до розділу ІІІ 200
Список використаних джерел до розділу ІІІ 205

ВИСНОВКИ 214

ДОДАТКИ 220

ВСТУП

Актуальність теми. В умовах економічних перетворень результативність системи венчурного фінансування є вагомою передумовою прискорення темпів економічного зростання, переходу до інвестиційно-інноваційної моделі розвитку економіки та підвищення її конкурентоспроможності. Важливим є розвиток інструментарію венчурного фінансування, оптимізація інноваційної інфраструктури та створення інституційних умов для забезпечення дієвого функціонування венчурних фондів. Визначення дієвих напрямів венчурного фінансування та створення сприятливих умов для залучення інвестицій забезпечить розвиток високотехнологічного виробництва, сприятиме наданню якісних та доступних публічних послуг громадянам. Здійснення обґрунтованої оцінки інвестиційної привабливості проєктів сприятиме реалізації дієвої інноваційної політики у сфері венчурного капіталу.

Серед вагомих наукових досліджень зарубіжних вчених у сфері венчурного фінансування можна назвати праці: Ш. Бланкарта, Дж. Б'юкенена, А. Вагнера, М. Вілліса, П. Гомперса, В. Горнелла, Р. Дорнбуша, С. Каплана, Дж. М. Кейнса, П. Кругмана, Дж. Лернера, Р. Масгрейва, Г. Мейера, В. Парето, А. Пігу, К. Рау, Д. Рікардо, В. Салмена, П. Самуельсона, А. Сміта, М. Соренсена, Дж. Стігліца, П. Стромберга, В. Танзі, С. Фішера, Е. Хансена, Т. Хеллманна, Дж. Хікса. Питанням венчурного фінансування у системі фінансово-економічного регулювання присвячені наукові праці вітчизняних вчених: О. Барановського, О. Вовчак, С. Волосович, О. Гаманкової, Ж. Гарбар, Н. Дибко, І. Запатріної, М. Кужелєва, І. Лук'яненко, Л. Лисяк, І. Лютого, А. Мазаракі, В. Міщенка, С. Науменкової, І. Рекуненка, С. Сєміколенової, Л. Сідельникової, В. Федосова, І. Чугунова, В. Шелудько, І. Школьник, Н. Шульги, С. Юрія та інших.

Разом з тим, важливим є перетворення венчурного фінансування у ефективний інструмент стимулювання інноваційних процесів, створення інституційних умов для розвитку системи венчурного фінансування інноваційної діяльності, удосконалення інфраструктури венчурної діяльності та структури венчурного капіталу. Активізація інноваційної діяльності

потребує дієвого використання інвестиційного потенціалу країни, розвиток системи державної фінансової підтримки інноваційно-інвестиційної діяльності. Вагомим є визначення напрямів розвитку системи венчурного фінансування враховуючи провідний досвід країн з розвинутою та трансформаційною економікою; взаємоузгодження цілей органів державного управління спрямованих на розвиток та впровадження нових технологій з цілями інвесторів, зацікавлених в ефективності інвестування. З метою оптимізації джерел фінансування венчурної діяльності потребують подальшого розвитку відповідний фінансово-бюджетний інструментарій та інститути. Зазначене свідчить про актуальність дисертаційної роботи та обумовило визначення її мети, завдань, об’єкту і предмету дослідження.

Зв’язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана відповідно до плану науково-дослідних робіт Національного університету «Києво-Могилянська академія»: «Теоретико-методологічне забезпечення та розробка сучасного математичного інструментарію формування взаємоузгодженої фінансово-бюджетної та монетарної політики в умовах макроекономічної нестабільності» (номер державної реєстрації 0114U001671), Київського національного торговельно-економічного університету «Фінансова стратегія суспільного розвитку» (номер державної реєстрації 0118U000047), автором надано відповідні матеріали та пропозиції щодо розвитку системи венчурного інвестування в умовах економічних перетворень.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є розкриття теоретичних засад та удосконалення методологічних положень венчурного фінансування в умовах економічних перетворень.

Досягнення поставленої мети зумовило необхідність вирішення наступних завдань:

– розкрити сутність венчурного фінансування як інструменту стимулювання інноваційних процесів;

– удосконалити інституційні засади венчурного фінансування інноваційних проєктів;

– узагальнити та систематизувати досвід розвитку системи венчурного фінансування у країнах із розвинутою та трансформаційною економікою;

– удосконалити положення щодо особливостей становлення та розвитку системи венчурного фінансування;

– розвинути підходи щодо пріоритетних напрямів фінансової політики стосовно розбудови національної інноваційної системи;

– удосконалити основні засади формування венчурних фондів фінансування інноваційних проєктів;

– розвинути положення щодо підвищення ефективності механізмів венчурного фінансування.

Об’єктом дослідження є система венчурного фінансування як інструмент стимулювання інноваційних процесів.

Предметом дослідження є теоретичні засади та механізми венчурного фінансування в умовах економічних перетворень.

Методи дослідження. У роботі застосовано сукупність методів і підходів, що дозволило реалізувати концептуальну єдність дослідження. Системний та структурний методи використано при розкритті сутності венчурного фінансування як інструменту стимулювання інноваційних процесів. За допомогою порівняльного та факторного методів узагальнено та систематизовано досвід розвитку системи венчурного фінансування у країнах із розвинутою та трансформаційною економікою. Методи наукового абстрагування, синтезу застосовано при визначенні пріоритетних напрямів фінансової політики стосовно розбудови національної інноваційної системи.

Інформаційну базу дослідження становили законодавчі та нормативно-правові акти з питань венчурного фінансування, статистичні та аналітичні матеріали Міністерства фінансів України, Міністерства розвитку економіки, торгівлі та сільського господарства України, Державної служби статистики

України, Державної казначейської служби України, Української Асоціації венчурного капіталу та прямих інвестицій, відповідні монографії, наукові статті вітчизняних та зарубіжних вчених.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у наступному:

вперше:

– розкрито сутність венчурного фінансування як інструменту стимулювання інноваційних процесів, що ґрунтується на інтеграції фінансових інститутів в процесі створення та освоєння інновацій, сукупності методів та інструментів мобілізації фінансових ресурсів в інноваційний сегмент економіки, що забезпечить прискорення темпів економічного зростання, переходу до інвестиційно-інноваційної моделі розвитку економіки та підвищення її конкурентоспроможності та надасть можливість для посилення впливу державного регулювання на соціально-економічний розвиток країни, стимулювання процесів суспільного відтворення;

удосконалено:

– інституційні засади венчурного фінансування інноваційних проєктів як динамічної, адаптованої системи до стратегічних завдань соціально-економічного розвитку країни, що дозволить посилити дієвість фінансово-економічного регулювання інноваційної діяльності на основі взаємоузгодження дій учасників процесу венчурного фінансування, оптимальних співвідношень складових моделі венчурного фінансування, у тому числі низки обмежень та вимог, що визначають інноваційно-інвестиційну складову економіки, сприяючи інституційному розвитку економічного середовища;

– положення щодо особливостей становлення та розвитку системи венчурного фінансування, що сприятиме ефективності регуляторного механізму фінансової політики у сфері здійснення венчурного фінансування інноваційних проєктів, створення та забезпечення функціонування венчурних фондів;

– основні засади формування венчурних фондів фінансування інноваційних проєктів, виходячи з оцінки впливу екзогенних та ендогенних факторів на інвестиційний потенціал та особливості розвитку інвестиційного середовища;

дістало подальшого розвитку:

– узагальнення та систематизація досвіду розвитку системи венчурного фінансування у країнах із розвинутою та трансформаційною економікою, що надасть можливість підвищити якісний рівень управління державними та корпоративними фінансами в умовах економічних перетворень;

– підходи щодо пріоритетних напрямів фінансової політики стосовно розбудови національної інноваційної системи, розвитку венчурного фінансування, що надасть можливість стимулювання науково-технічного прогресу та прискорення темпів економічного зростання;

– положення щодо підвищення ефективності механізмів венчурного фінансування з метою задоволення суспільних потреб та досягнення стратегічних соціально-економічних цілей розвитку країни.

Практичне значення одержаних результатів. Теоретичні положення та висновки дисертаційної роботи, що розкривають сутність венчурного фінансування як інструменту стимулювання інноваційних процесів мають практичне значення у процесі розвитку інноваційної діяльності, підвищення конкурентоспроможності вітчизняної економіки та прискорення темпів економічного зростання.

Основні висновки та результати дисертаційного дослідження використано Академією публічно-приватного партнерства в роботі з проведення аналізу інвестиційного клімату України та умов для залучення інновацій містами в рамках реалізації їх стратегій сталого розвитку (довідка від 15.01.2020 р. № 98), Українською асоціацією венчурного та приватного капіталу в частині визначення факторів, що спонукають до інвестування, найбільше впливають на успіх венчурних проєктів (довідка від 20.01.2020 р.

№ 1/20012020). Положення дисертаційної роботи використано у навчальному процесі Національного університету «Києво-Могилянська академія» при викладанні дисциплін «Фінанси», «Інвестиції», «Інвестиційний менеджмент», «Фінансовий менеджмент», «Фінанси ІІ (Фінансовий ринок)», «Ринок фінансових послуг (довідка від 14.01.2020 р. №35).

Особистий внесок здобувача полягає у розкритті сутності венчурного фінансування як інструменту стимулювання інноваційних процесів. Наукові результати та висновки, які виносяться на захист, одержані автором самостійно.

Апробація результатів дослідження. Основні теоретичні та методологічні положення, результати дисертаційного дослідження доповідалися на науково-практичних конференціях: «Сучасні тенденції в економіці та управлінні: новий погляд» (м. Донецьк, 2013 р.); «Глобальні проблеми та світовий економічний розвиток» (м. Львів, 2013 р.); «Фінансово-економічний та суспільний світовий розвиток: сучасні тренди і перспективи» (м. Київ, 2017 р.); «Nowoczesna edukacja: filozofia, innowacja, doświadczenie» (Lodz, Poland, 2018 р.); «Стратегічні пріоритети розвитку економіки, фінансів, обліку та права в Україні та світі» (м. Полтава, 2019 р.); «Nastolem modern vedy – 2019» (Praha, Czech Republic, 2019 р.); «Научният потенциал на света – 2019» (м. Софія, Болгарія, 2019 р.); «Scientific horizons – 2019» (Sheffield, United Kingdom, 2019 р.); «Фінансова політика як складова економічного розвитку» (м. Київ, 2020 р.); «Науковий прогрес на рубежі тисячоліть – 2020» (м. Прага, Чехія, 2020 р.).

Публікації. Основні положення та результати дисертації опубліковано у 17 наукових працях, у тому числі 6 статтях у наукових фахових виданнях загальним обсягом 5,3 друк. арк.

Обсяг і структура роботи. Дисертаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Загальний обсяг дисертації становить 246 сторінок, основний зміст роботи викладено на 188 сторінках. Дисертація містить 11 таблиць, 74 рисунки, 21 додаток, список використаних джерел включає 248 найменувань.

РОЗДІЛ І.
ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ

1.1. Економічний зміст і сутність венчурного капіталу

Венчурне інвестування є вагомим інструментом стимулювання інноваційних процесів, який надає можливість для мобілізації та забезпечення необхідного рівня якості та доступності фінансових ресурсів, необхідних для розвитку інновацій та підвищення конкурентоспроможності економіки; інструментом регулювання інноваційної діяльності, здатним взаємо узгодити фінансові потреби технологічних компаній на початковому етапі розвитку з вимогами, що пред'являються інституційними та стратегічними інвесторами; інструментом залучення капіталу в інноваційний сегмент економіки; ефективною системою відбору найбільш якісних інноваційних проєктів; інструментом стимулювання процесів суспільного відтворення, активізації науково-технічної та інноваційної діяльності на основі поєднання інвестиційних ризиків з відповідним рівнем доходу.

Задля визначення поняття «венчурний капітал», необхідне звернутись до трактування терміна «капітал» і розглянути його основні функції. Відповідно до економічної теорії, основна умова перетворення грошей у капітал - це сумісність їх з трудовими ресурсами і засобами виробництва та послідовна трансформація капіталу в різні форми – грошову, виробничу, товарну і знову в грошову. Економісти розглядають капітал як «сукупність економічних відносин», як «вартість, що породжує додану вартість» [2]. Дане визначення свідчить про те, що капітал не є статичною величиною, що знаходиться в стані спокою. Тут капітал розглядається як динамічна категорія.

Основними функціями капіталу є: створення доданої вартості; об'єднання ресурсних факторів виробництва (грошові засоби, трудові ресурси, засоби виробництва); забезпечення розширеного відтворення;

накопичення; створення ресурсних умов підготовки факторів виробничих, науково-технічних, інноваційних та інших процесів; об'єднання та оптимізація різних видів праці в процесі суспільного виробництва; ефективне використання ресурсів з ціллю досягненням оптимального інвестиційного результату.

Система венчурного фінансування потребує подальшого розвитку, що зумовлює необхідність посилення державного регулювання інноваційної діяльності, розширенням завдань та повноважень відповідних органів державного управління у даній сфері. Поряд з цим, ступінь впливу органів державного управління на розвиток національної інноваційної системи залежить від рівня розвитку інноваційної інфраструктури та моделі інноваційного розвитку економіки.

Таким чином, венчурне фінансування як інструмент стимулювання інноваційних процесів ґрунтується на інтеграції фінансових інститутів, сукупності методів та інструментів мобілізації фінансових ресурсів в інноваційний сегмент економіки, що забезпечить прискорення темпів економічного зростання, переходу до інвестиційно-інноваційної моделі розвитку економіки та підвищення її конкурентоспроможності, надасть можливість для посилення впливу органів державного управління на соціально-економічний розвиток країни, стимулювання процесів суспільного відтворення.

В результаті аналізу основних функцій капіталу можна зробити висновок, що капітал є динамічним, інтегруючим фактором різних процесів, при цьому він може існувати одночасно в різних формах, які взаємодіють один з одним та з іншими факторами економічного процесу. Вказані функції можуть конкретизуватись та змінюватись відносно різних форм капіталу. Це дозволяє перейти до визначення сутності однієї з його конкретних форм - венчурного капіталу.

При визначенні поняття «венчурний капітал» є доцільним виходити з етимологічного значення слова «венчур» (в перекладі з англійської «venture» - «сміливе та небезпечне (ризикове) починання»), що означає ту або іншу

міру ризику при інвестуванні капіталу. Ризик полягає не тільки в можливій абсолютній чи відносній збитковості інвестиційного проєкту. Якщо звернутись до слів К. Ерроу, то в суспільстві, де «вимірюваний ризик підміняє собою традиційну фортуну», необхідно враховувати також і «психологічні значення виграшів/ прибутків» при різній схильності інвесторів до ризику» [52]. Інвестори мають справу не тільки з ризиками, породженими економічним оточенням, але й з таким поняттям, як невизначеність при неможливості її емпіричного дослідження.

До одного з перших визначень венчурного капіталу можна віднести висловлювання, що з'явилося в стінах Гарвардського університету в середині XX століття, яке досить коротко охарактеризувало це поняття як «ризиковий капітал, призначений для інвестування в молоді та новостворені компанії» [67]. Дане визначення стало своєрідним поштовхом для більшості економістів, що займаються аналізом специфіки венчурного капіталу, а також виявило одну з найважливіших якісних характеристик венчурного (ризикового) капіталу - інвестування в проєкти з підвищеним (порівняно зі звичайним підприємницьким або бізнесовим) ризиком. Пізніше американськими економістами була виділена інша характерна особливість венчурного капіталу - даний вид інвестицій призначений, в основному, для компаній, яким недоступні з певних причин інші джерела фінансування (наприклад, банківські кредити, лізинг, стратегічне партнерство та ін.). Так, американський економіст Клінтон Річардсон визначив венчурний капітал як «кошти, вкладені в компанію або починання приватного підприємця з високим рівнем ризику, зазвичай в ситуації, коли така компанія або підприємець не в змозі скористатися традиційними зовнішніми способами фінансування» [98]. З точки зору іншого американця Х.-У. Дерига венчурний капітал – це «капітал, вкладений в ризиковане підприємство: особливий вид фінансування стартапів або молодих компаній з потребою в ризиковому капіталі, для яких, в більшості випадків, через відсутність застави є неможливим звичайне фінансування» [7].

Слід відзначити наявність розбіжностей у визначеннях венчурного капіталу і венчурної діяльності зарубіжних венчурних компаній, що обумовлено історією розвитку ринку в різних країнах світу. Так, в США до венчурних відносяться інвестиції в компанії, що знаходяться переважно на ранніх стадіях розвитку (аж до стадії ідеї) та зростання, і в меншій мірі в компанії, які прагнуть розширити свій бізнес [93].

В Європі венчурний капітал як альтернативне джерело фінансування приватного бізнесу з'явився тільки вкінці 70-х рр. - значно пізніше, ніж в США - і використовується для фінансування підприємств на різних стадіях життєвого циклу, включаючи також пізні стадії, де потрібне використання значних фінансових ресурсів для здійснення угод з придбання компаній [13], тому європейський підхід до визначення даного терміну є більш широким. Так, болгарський економіст Л. Дам'янова розуміє під венчурним капіталом «довгострокові інвестиції в акціонерний капітал, що надаються висококваліфікованими інвесторами, котрі разом з капіталом надають і свої управлінські вміння та досвід компаніям, які є новими, швидко розвиваються або трансформується, та мають значний потенціал для економічного зростання». Інші економісти Східної Європи І. Дворжак, Я. Кочішова, П.Прохазка характеризують венчурний капітал як «економічний інструмент, який використовується для фінансування запуску компанії, її розвитку, поглинання або викупу інвестором при реструктуризації власності» [6]. Таким чином, з точки зору європейських економістів венчурний капітал може бути інвестований в компанії, що знаходяться як на самих ранніх стадіях свого розвитку, так і на таких пізніх стадіях, де є потрібним використання значних фінансових ресурсів для здійснення угод з придбання компаній.

У російській літературі до перших спроб визначення поняття «венчурний капітал» можна віднести висловлювання І.Є. Рудакової: «Капітал спеціальних дослідницьких і впроваджувальних фірм невеликого розміру, вузькоспеціалізованих, і в більшій чи меншій мірі незалежних від галузевих

лідерів отримав назву венчурний» [34]. Ще один російський вчений Б.Г. Федоров дає наступне визначення венчурного капіталу: «Венчурний капітал – це ризиковий капітал, що вкладається з підвищеним рівнем ризику (в основному в нові компанії в наукомістких галузях)» [43]. Тобто тут основна увага акцентується на розумінні суті венчурного капіталу як форми діяльності, пов'язаної з високим рівнем ризику, до якого, перш за все, схильне інноваційне підприємництво.

Венчурний капітал є як принципово новим інструментом фінансування ризикових підприємств і стимулювання науково-технічного прогресу. Принципова відмінність венчурного капіталу від традиційного кредитування в тому, що він в цільовому порядку інвестується в ідею, проєкт [35]. Таким чином, в кінці 80-х - початку 90-х рр. XX століття поняття венчурного капіталу, перш за все, асоціювалося з ризиковими вкладеннями в інноваційні проєкти.

Науковці В.А. Воронцов і Л.В. Івіна відзначають, що «венчурні інвестиції включають високу ступінь ризику, але одночасно обіцяють високу дохідність» [12]. Вони пояснюють венчурне інвестування як спосіб фінансування підприємств, що утворюються та розвиваються, при цьому венчурні інвестори отримують певну частку акціонерного капіталу підприємства в обмін на надання коштів та можливості наступного вигідного продажу цієї частки [4]. Як видно, в наведених визначеннях акцентується увага на можливості отримання високої норми прибутку.

Ще один науковець Г. Семенцева дає наступне визначення венчурного капіталу: «Венчурний капітал - джерело фінансування, що представляє собою обмежену певними часовими рамками акціонерну участь в капіталі новостворюваних або вже існуючих малих інноваційних фірм, діяльність, яких, з однієї сторони, пов'язана зі значним ступенем ризику, а з іншого боку, здатна забезпечити високу прибутковість » [37]. В даному визначенні вказується ще на одну характерну рису венчурного капіталу - тимчасова участь венчурних інвесторів в діяльності компанії-реципієнта.

Сучасні публікації вітчизняних та зарубіжних авторів щодо венчурного фінансування містять значну кількість визначень, які розглядають венчурну діяльність, як «діяльність, пов'язану з підтримкою і фінансуванням інноваційних компаній» [17; 19; 20; 83]. Це обумовлено тим, що саме інноваційний тип виробництва на сьогоднішній день, здатний принести інвесторам підвищений прибуток на вкладений капітал.

При появі в Україні перших венчурних фондів поняття венчурного капіталу стало трактуватися інакше: якщо раніше його пов'язували з молодими зростаючими компаніями або новими інноваційними компаніями, то тепер венчурними капіталістами стали називати інвесторів, що вкладають кошти в зрілі проєкти, що підтвердили свою життєздатність. У своєму ж визначенні Сологуб А. відмічає венчурне інвестування лише як пряме вкладення грошових коштів, цінних паперів, іншого майна, в тому числі майнових прав, інших прав, що мають грошову оцінку, в статутний капітал підприємств з метою отримання інвестором прибутку та (або) досягнення іншого корисного ефекту після виходу акцій цих підприємств на фондовий ринок або продажу частки інвесторів в підприємствах [38].

При розгляді цілей венчурного фінансування та критеріїв вибору об'єктів інвестування, необхідно звернути увагу на думки наступних авторів. Американський економіст Дональд Фішер вважає, що «венчурний капітал – це засіб для створення і фінансування успішних молодих компаній, що мають перспективами швидкого зростання» [67]. Інший економіст Джон Фабоцці пише, що «венчурний капітал – це капітал, призначений для інвестицій в новий щойно створений бізнес з привабливими перспективами зростання, що не має доступу на фондовий ринок» [42]. Тобто автори звертають увагу на потенціал зростання профінансованої компанії. Даний погляд на венчурний капітал простежується також у визначеннях американської національної асоціації венчурного капіталу (NVCA) і європейської асоціації венчурного капіталу (EVCA). Так за даними NVCA «венчурний капітал - це капітал, який надається компаніями, що складаються з професіоналів, які вкладають такий

капітал в молоді компанії що швидко зростають або компанії, які реорганізуються, та володіють таким потенціалом, який допоможе їм розвинутися в конкурентоспроможних гравців на регіональних, національних або міжнародних ринках» [93]. Європейські організації визначають венчурний капітал, як акціонерний капітал, що надається професійними компаніями венчурного капіталу, котрі фактично інвестують кошти і свої управлінські здібності в приватні компанії, що володіють потенціалом швидкого зростання, з метою їх першочергового та подальшого розвитку і / або реорганізації» [13]. В останньому визначенні вказується ще на одну особливість венчурного капіталу - участь венчурних інвесторів в діяльності компанії-реципієнта. Ця особливість вказується також і в визначенні венчурного капіталу А.Н. Фоломьевим, М. Нойбертом: «венчурний капітал – це особливий ресурс, що представляє собою єдність фінансового і людського капіталу, а тому володіє синергетичним ефектом впливу на ділову активність в господарських системах через розвиток в них інноваційної та інвестиційної діяльності» [46].

Українська асоціація інвестиційного бізнесу трактує венчурний капітал як довгострокові та ризикові інвестиції у фірми, чиї акції не обертаються у вільному продажі на фондовому ринку, а повністю розподілені між акціонерами [30]

В 2001 році Верховна Ради України прийняла Закон "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)", який надає наступне тлумачення поняття "венчурний фонд" - корпоративний чи пайовий інвестиційний фонд, що є не диверсифікованим інститутом спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів власного випуску і має активи, що складаються більше ніж на 50 відсотків із корпоративних прав і цінних паперів, не допущених до торгів на фондовій біржі або у торгівельно-інформаційній системі [33].

Як за назначає, український науковець О.Мертенс: «Приклади, коли

поняття "венчурний фонд" визначено законодавчо, в світі знайти складно. У той же час, у багатьох країнах діяльність венчурних фондів на ринку капіталу дуже помітна і розвивається вже протягом багатьох десятиліть»[20].

Ще однією особливістю венчурного капіталу є те, що він може по черзі надаватися в залежності від фази (етапу) життєвого циклу компанії. Варто зазначити таку особливість венчурного капіталу як «поєднання фрагментарності та по-стадійності», коли різні стадії життєвого циклу венчурного капіталу і науково-технічного проєкту фінансуються з різних джерел, і кожна стадія фінансування вимагає участі інвесторів, котрі спеціалізуються в її фінансуванні.

Отже виявлені особливості венчурного капіталу є важливими для подальшого аналізу, тому що не зводять інвестиційну діяльність до простого розміщення коштів, а характеризують його як складний процес контролю і управління їх використання.

Аналіз вищевказаних визначень дозволяє виділити основні особливості венчурного капіталу: венчурний капітал інвестується в проєкти з підвищеним ризиком (в основному, в інноваційні проєкти); венчурний капітал розрахований на отримання високої норми прибутку; венчурні інвестори беруть участь в діяльності компанії-реципієнта тимчасово; венчурні інвестори інвестують не тільки кошти, а й свої управлінські навики; венчурний капітал по черзі надається в залежності від фази (етапу) життєвого циклу компанії; для венчурного процесу характерне поєднання фрагментарності та по-стадійності фінансування інноваційних проєктів.

Визначення сутності венчурного капіталу дозволяє перейти до виявлення його ролі в розвитку сучасної економіки. При визначенні економічного цінності венчурного капіталу необхідно звернути увагу на наступні моменти:

- більшість технологічних революцій було ініційовано фірмами, що фінансуються венчурним капіталом. Завдяки підтримці венчурного капіталу, започаткували свою діяльність найбільш успішні в останні роки компанії:

такі, як DEC, Apple, Federal Express, Cisco (виробництво мережевих маршрутизаторів), AOL (Інтернет-провайдер), Amazon, Google;

- венчурний капітал підтримує галузі, що найбільш динамічно розвиваються, що забезпечують країні міжнародну конкурентоспроможність, він зробив можливим розвиток нових галузей, таких як персональні комп'ютери і біотехнології, штучний інтелект, віртуальну реальність;

- компанії, що діють в сфері венчурного бізнесу, створюють не тільки нові робочі місця, а й нові професії, які будуть затребувані в майбутньому.

- венчурні інвестиції спрямовуються на фінансування розробок і впровадження їх у виробництво, вивід на ринок нових виробів і технологій, організацію нових або розвиток існуючих підприємств, зміцнення їх виробничого, маркетингового, збутового та управлінського потенціалу, що призводить до підвищення рівня капіталізації інвестуються підприємств

Отже, серед різноманіття визначень венчурної діяльності в більшості своїй воно зводиться до функціональної задачі венчурних інвестицій – під венчурним капіталом розуміється джерело грошових коштів та технічної або управлінської експертизи, що надаються в обмін на частку в статутному капіталі або пакет акцій молодим компаніям, які мають значний потенціал розвитку, діяльність яких пов'язана з високим ризиком і очікуванням отримання надприбутків.

Класичний венчурний капіталіст - це фахівець, який не просто фінансує розвиток компанії, але і здатен створити цінність своєю активною участі в управлінні проєктами.

Для нових компаній або підприємств, які мають обмежену історію існування (до двох років), фінансування шляхом залучення венчурного капіталу стає все більш популярним та важливим джерелом залучення капіталу, особливо якщо їм бракує доступу до ринків капіталу, банківських кредитів або інших боргових інструментів. Важливим фактором, а інколи й головним недоліком є те, що венчурні інвестори зазвичай отримують частку власності у компанії, а, отже, і думку у рішеннях компанії.

Таким чином, багатозначність і часом нечіткість поняття, що зустрічається в літературі та на практиці, свідчать про те, що венчурна галузь розвивається та змінюється, що спонукає до її вивчення.

У загальному випадку венчурна діяльність може мати місце у всіх галузях економіки, не обмежуючись високотехнологічними галузями. Можливість такого трактування обумовлена тим, що навіть в традиційних галузях економіки можна виявити потенціал для отримання надприбутків.

До основних функцій венчурного капіталу можна віднести наступні: науково-виробнича - венчурний капітал спрямований на сприяння технічному прориву і розвиток інноваційної активності; інкубація інноваційного підприємництва шляхом комерціалізації підсумків науково-технічних винаходів; ефект впливу венчурного капіталу на економіку полягає в скороченні циклу «наука - виробництво - ринок»; функція гаранта економічної стійкості малих інноваційних підприємницьких структур; функція інвестиційного забезпечення науково-технічної та інноваційної діяльності.

Отже, основна економічна сутність венчурного капіталу полягає в тому, що він є різновидом фінансового капіталу, який виконує роль особливого інвестиційного чинника - ресурсу в суспільному відтворенні, активізує науково-технічну та інноваційну діяльність, поєднуючи високі або прийнятні для інвесторів ризики з відповідним рівнем доходу.

Венчурне фінансування інноваційної діяльності є вагомим інструментом стимулювання інноваційних процесів в країні на основі мобілізації фінансових ресурсів в інноваційний сегмент економіки, що сприяє оптимізації структури та підвищення якісного рівня виробництва, розвитку соціальної сфери. Важливим є запровадження дієвих механізмів венчурного інвестування, які становитимуть цілісну систему фінансово-економічних відносин, що сприятиме покращанню фінансування високотехнологічних галузей економіки. Основними передумовами забезпечення якісного рівня системи венчурного фінансування є дієвість підходів щодо її складових з

врахуванням інституційного забезпечення розвитку інноваційного середовища, що надасть можливість для підвищення конкурентоспроможності вітчизняної економіки.

Система венчурного фінансування є динамічно-адаптаційною до внутрішніх та зовнішніх фінансово-економічних чинників. Підвищення рівня обґрунтованості венчурного фінансування, забезпечення послідовності та передбачуваності у процесі реалізації фінансової політики щодо розвитку ринку венчурного капіталу в сучасних умовах набувають особливої значущості. Розвиток вітчизняного ринку венчурного капіталу шляхом врахування провідного зарубіжного досвіду сприятиме оптимізації процесу венчурного інвестування. Вагомим є здійснення дієвих перетворень з метою забезпечення належного рівня державної фінансової підтримки високотехнологічних галузей економіки, що є вагомою складовою процесу розбудови конкурентоздатної інноваційної економіки. Доцільним є удосконалення системи моніторингу та оцінки інвестиційної привабливості інноваційних проєктів за допомогою обґрунтування якісних і кількісних індикаторів, відповідного інструментарію з урахуванням особливостей розвитку країни та світових тенденцій.

Венчурне фінансування пов'язане з інвестиційним ризиком, тобто з можливістю виникнення фінансових втрат і їх втратою в процесі здійснення інвестиційної діяльності: в разі провалу венчурного проєкту кошти, вкладені в інноваційні проєкти, не будуть компенсовані доходами, а ліквідація майна збанкрутілого підприємства внаслідок його невдалого виходу на ринок не покриє всіх понесених витрат. Чим вищий запланований дохід і очікуваний прибуток, тим, як правило, більш значні інвестиції повинні бути в нього вкладені і тим більш ризикованим стає венчурний проєкт. У зв'язку з цим основне завдання інвестора полягає у виявленні найбільш перспективних і комерційно вигідних інноваційних проєктів, а також розпізнавання проєктів з низьким бізнес-потенціалом для відмови від інвестицій в них.

Венчурне фінансування має ряд відмінностей від інших форм фінансування інноваційних проєктів. Основні принципи, на яких будується процес венчурного фінансування, були сформульовані на початку розвитку венчурної індустрії в США - Т. Перкінс, Ф. Кофілд, Б. Байєрс і ін. [18]: спеціалізація венчурного фінансування проявляється в зосередженні на певних галузях і / або окремих стадіях розвитку інноваційного проєкту; венчурне фінансування має здійснюватися за цільовим призначенням, тобто фінансувати необхідно конкретні інноваційні проєкти - в кожному випадку приймаючи окреме рішення; венчурне фінансування є високо-ризиковим видом фінансування з високою ймовірністю неповернення витрачених фінансових коштів, що вимагає застосування особливого підходу до управління інвестиційними ризиками, що поєднує традиційні фінансові методи (диверсифікація та ін.) і організаційно-консультаційну підтримку в галузі управління інноваційним бізнесом; венчурне фінансування, як правило, передбачає довгостроковість фінансових вкладень, які забезпечуються часткою в статутному капіталі профінансованого проєкту; очікування венчурного інвестора орієнтовані на високу норму прибутку інноваційного проєкту, тому для фінансування вибираються проєкти з високим бізнес-потенціалом.

Дані принципи вимагають уточнення з урахуванням специфіки української економіки і незрілості всієї вітчизняної сфери інноваційної діяльності (від законодавчої бази до елементів інфраструктури) та з урахуванням розвитку венчурної галузі в Україні та світі, тому є актуальним завдання перегляд принципів та підходів прийняття рішень про венчурному фінансуванні в умовах українського ринку.

1.2. Інституційні засади венчурного фінансування

Динамічні економічні перетворення потребують застосування виваженого підходу до визначення ефективних методів відтворення й розвитку науково-технічного потенціалу країни, впровадження інноваційних технологій. Необхідним є розвиток сучасного інструментарію фінансування інноваційних проєктів, що сприятиме результативності економічних перетворень та надасть можливість для повноцінного використання інвестиційного потенціалу країни. Вагомим завданням інноваційної політики є реалізація системи заходів у сфері розвитку людського потенціалу. Доцільним є адаптивне удосконалення інституційних засад венчурного фінансування у системі фінансово-економічного регулювання, що передбачає підвищення ступеню впливу органів державного управління на інноваційну діяльність. Посилення інституційної спроможності системи венчурного фінансування передбачає здійснення цілеспрямованих та узгоджених дій органів державного управління, інститутів інноваційного розвитку та учасників ринку венчурного капіталу. Координація діяльності суб'єктів венчурної діяльності сприятиме забезпеченню стабільності джерел фінансового забезпечення інноваційної діяльності, прискореній комерціалізації інтелектуальної власності, нарощуванню виробництва конкурентоспроможної високотехнологічної продукції.

Каплан С. і Стромберг стверджують, що венчурні інвестори особливо успішні в вирішенні важливої проблеми в країнах з ринковою економікою – поєднання або знайомство підприємців з хорошими ідеями (але без грошей) з інвесторами, які мають гроші, але не мають ідей [83]. Рішення, що було запропоновано теорією і вивчено емпірично в попередніх дослідженнях венчурних інвесторів, включає в себе специфічні дії венчурних інвесторів задля вирішення цієї проблеми фінансування. Іншими словами, венчурні інвестори є реальними суб'єктами, які, можливо, наближаючи інвестиційні можливості в економічній теорії, надають додаткові підстави для їх вивчення.

На ранніх етапах розвитку венчурної галузі венчурні капіталісти менше

сумнівалися в перспективах своїх портфельних компаній, тому в процесі прийняття рішень застосовувалось менше критеріїв / процедур. Оскільки конкуренція в бізнес-середовищі починає зростати, більш інноваційні та ризикові проєкти шукають венчурне фінансування [85] інвестори у венчурні проєкти стикаються з більшою невизначеністю та більшою кількості критеріїв, що додаються при виборі інвестиційних проєктів, вважаючи, що хороша модель прийняття рішень допоможе відокремити кращих кандидатів для інвестицій від маргінальних [79].

Еволюція процесу прийняття інвестиційних рішень, що практикується венчурними капіталістами з 1970 року, представлена в табл.1.2.1 Більш пізні дослідження пояснюють відмінності в процесі прийняття рішень відповідно до культурного, інституційного та регулятивного середовища в різних країнах [60]. Серед усіх запропонованих моделей модель Фрайд В. і Хісрич Р. [68] була широко прийнята і випробувана в різних регіонах. Дослідження Фрайд В. і Хісрич Р. [68] передбачало особисті інтерв'ю з венчурними інвесторами з 18 венчурних компаній. Дане дослідження включало опитування венчурних інвесторів, в рамках якого їх попросили описати властивий їм інвестиційний процес, обрати свої інвестиційні критерії, час, необхідний для прийняття рішень та чи був здійснений моніторинг у процесі прийняття рішень. Базуючись на відповідях Фрайд В. і Хісрич Р. розробили шести-етапну модель прийняття рішень у венчурному інвестуванні (табл. 1.2.1) і три інвестиційні критерії. Фрайд В і Хісрич Р [68] документують, що бізнес-концепція, управлінська спроможність і очікуваний фінансовий результат відіграють важливу роль у формулюванні моделі прийняття рішень. Вважається, що їх модель є основою для процесів прийняття рішень, які практикуються в інших країнах. Вона досліджує важливість кожної інвестиційної стадії та інвестиційних критеріїв у сучасному бізнес-середовищі.

Таблиця 1.2.1

Процес прийняття рішень у венчурному фінансуванні

Автор	**Модель прийняття рішень**	**Етапи процесу прийняття рішень**					
		1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**
Веллс Дж.	5-етапна модель прийняття рішень	пошук проєктів	скринінг пропозицій	оцінка пропозицій		зустріч ради директорів та операційних менеджерів	вихід
Туібджі Т., Бруно А.	5-етапна модель прийняття рішень	забезпечення потоку угод;	скринінг пропозиції	оцінка пропозиції	структурування угоди	пост-інвестиційні активності	
Халл Дж.	6-етапна модель прийняття рішень	генерування потоку угод	скринінг пропозиції; оцінка первинна пропозиції;	оцінка інвестиційна проєкту; детальна перевірка;	структурування угоди	венчурні операції	вихід
Фраєд В., Хісріч Р.	6-етапна модель прийняття рішень	забезпечення потоку угод;	2.1) скринінг спеціалізований; 2.2) загальний скринінг;	3.1) оцінка першої стадії; 3.2) оцінка другої стадії;	закриття угоди		
Сілвер А.	6-етапна модель прийняття рішень	пошук	первинний скринінг	детальна перевірка	структурування угоди	моніторинг	вихід
Гомперс П., Каплан С. ін.	6-етапна модель прийняття рішень	генерування потоку угод;	скринінг пропозиції;	оцінка пропозиції;	структурування угоди;	пост-інвестиційні активності венчурних інвесторів;	вихід

Джерело: доповнено автором на основі [76]

Модель Фрайда В. і Хісрича Р. [68] була адаптована Бліссом Р. [58] для дослідження процесу прийняття рішень для країн з перехідною економікою. Він використовував інтерв'ю та анкетування для шести венчурних фірм у Польщі. Венчурні інвестори зобов'язані були описати свої інвестиційні процеси щодо реальних інвестиційних угод. Бліссом Р.підняті питання подібні до попередньої моделі Фрайда В. і Хісрича Р. Результати дослідження Блісса Р. [58] показують, що модель прийняття рішень у венчурному інвестуванні для країн з перехідною економікою відрізняється від попередніх досліджень у двох сферах. По-перше, виявилось, що приватизація державних підприємств вважається важливою при виникненні угод, і більшість венчурних інвесторів були активними в укладенні угод цільових галузей. По-друге, дослідження показало, що сканування цільових компаній рідко використовувалося в процесі венчурного фінансування, оскільки сегментація галузей не була чітко визначеною та через відсутність конкретних знань з боку венчурних інвесторів. Його дослідження також показало, що двома важливими критеріями оцінки у процесі прийняття рішень венчурними інвесторами є вплив уряду та правова система. Блісс Р.[58] стверджує, що коротка історія генерування активних дій (англ. track record) на венчурному ринку, як у Польщі, ускладнює для венчурних інвесторів оцінку управлінських навичок менеджменту компаній-об’єктів інвестування.

Деякі нещодавні дослідження процесів прийняття рішень венчурними інвесторами використовують підходи порівняльного дослідження. Вони використовують існуючі моделі прийняття рішень в різних контекстах, а також порівнюють існуючі досліджувані моделі та класичні [85; 66]. Ларсон Дж. та Русволл М. [85] досліджували процес прийняття рішень та інвестиційні критерії, що використовуються шведськими венчурними капіталістами. Вони опитали в цілому 30 венчурних інвесторів шляхом опитування через електронну пошту. Дослідники протестували минулі теорії та порівняли з емпіричними результатами і виявили, що класична теорія не

повністю пояснює процес прийняття рішень, але вона може пояснити, чому модель прийняття рішень проводиться саме так. Дослідження стверджує, що процеси прийняття рішень, запропоновані в минулому, не можуть бути найбільш підходящим способом пошуку оптимальних інвестицій для венчурних інвесторів. Ларсон Дж. та Русволл М. [85] розширили модель Фрайда В. і Хісрича Р. [68], включивши теорію обставин до інвестиційних критеріїв. Теорія обставин ґрунтується на переговорах, моніторингу, фінансовій оцінці та стратегічному судженні венчурних інвесторів.

Сілва Дж. [107] документує, яким чином венчурні інвестори відбирають інвестиції на ранній стадії на невеликому ринку активів Португалії. У його дослідженні використовуються три підходи: спочатку було проведене експериментальне дослідження з використанням спостереження за учасниками. Ця техніка вимагає від дослідника участі в контексті, який він спостерігає. Науковці спілкувались та спостерігали за повсякденною роботою венчурних інвесторів, включаючи присутність на зустрічах між венчурними інвесторами та власниками бізнесів. Другий підхід вимагав від дослідників участі у процесі прийняття рішень шляхом аналізу зовнішньої та внутрішньої інформації наданої менеджментом об'єкта інвестування (контрактна угода, внутрішні звіти, прес-релізи). Третій підхід - інтерв'ю з керівниками та інвестиційними аналітиками венчурних компаній. Дослідження показує, що процес прийняття рішень і критерії, які використовуються венчурними капіталістами на невеликих ринках активів, відрізняються від тих, які використовуються на розвинених ринках. Висновки Сільви Дж.[107] показують, що венчурні капіталісти надають більшого значення бізнес-ідеї, стійким перевагам та потенціалу зростання, ніж фінансовим прогнозам. Дослідження виявили, що компетентність керівництва, специфічні критерії компанії та індивідуальні фактори венчурних інвесторів мають значний вплив на процес прийняття рішень у венчурному фінансуванні. Манн В. [90] документує три таких фактора: сильна управлінська команда, ринкові можливості (технологія) та бізнес-

концепція компаній, які є об’єктами інвестування. Сильна управлінська команда включає тих, хто має досвід у галузі, знання та технічну експертизу. Можливості ринку включають розмір комерціалізації продукції та послуг компанії, бар'єри для входу, конкурентні переваги, прибутковість та сприйняття клієнтів. Бізнес-концепції включають унікальність продукту або послуг, ризик розвитку продукту та права власності.

Шепард, Зачаракіс та ін. [106] підкреслили важливість досвіду венчурного інвестора у прийнятті рішень. Дослідники провели опитування 66 венчурних інвесторів з 47 венчурних фірм в Австралії. Результати дослідження показують, що недосвідчені та високо-досвідчені венчурні інвестори приймають менш надійні рішення, ніж помірно досвідчені венчурні інвестори. Тому вони приходять до висновку, що більший досвід у венчурному інвестуванні не завжди може привести до прийняття кращих рішень.

Дімов Д., Шепхерд Д. та Сутеліф К. [65] припускає, що на вибір інвестицій впливає досвід менеджменту та відносини венчурного інвестора з управлінською командою об’єкта інвестування.

Рейд Г., Террі Н. та Сміт Дж. [97] вивчили механізми управління ризиками між венчурними інвесторами та об’єктом інвестування в якості інвестиційних критеріїв при прийнятті рішень. Вони взяли інтерв'ю у 20 венчурних інвесторів та об’єктів їх інвестування у Великобританії. Результати показують, що обидві сторони зазнають значного рівня ризику. Венчурні капіталісти уникають інвестування в один сектор, щоб компенсувати погані результати хорошими. Таким чином, вони обмежують будь-який несприятливий відбір, практикуючи детальну перевірку (due diligence*) та строгий відбір. Результати показують, що тільки 3% пропозицій отримує підтримку венчурного капіталу з 30% переглянутих.

Брендер Дж., Еміт Р. та Ентвейлер У. [60] пропонують використовувати розподіл ризиків через синдиковане венчурне інвестування

на ринку Канади. Їх висновки показують, що синдиковані інвестиції мають вищий прибуток порівняно з індивідуальним інвестуванням.

Гупта Дж.та ін. [75] досліджували важливість оцінки ризику при прийнятті рішень. Вони розглянули процес оцінки ризиків, який практикують дві венчурні фірми та чотири компанії-об’єкти інвестицій в Індії. Висновки показують, що венчурні інвестори одночасно інвестують у широкий спектр бізнесів. Отже, оцінка ризику стає унікальною для кожного випадку. Їх дослідження виявило п'ять проблем, що виникли при оцінці ризику проєкту: слабкий менеджмент, слабке розуміння ринку, переоцінка, обставини поза контролем та фінансові питання. Дослідження також підкреслило, що процес прийняття рішень щодо венчурних пропозицій повинен включати чотири умови: загальний бал для запропонованого проєкту, рейтинг факторів ризику, очікувана норма прибутку та екологічні фактори [75]. Взаємовідносини між венчурними інвесторами та компаніями-об’єктами інвестування були відзначені в попередній літературі як елемент, який знижує ризик у венчурному інвестуванні [80].

Нещодавнє дослідження Каплана С. та інш. [82] задокументувало, що венчурні інвестори мали б бути більш занепокоєні бізнес-процесами, в який вони інвестують, а не командою управління. У цьому дослідженні стверджується, що унікальність бізнес-ідеї дозволяє уникнути наслідування або раптового провалу малого бізнесу на конкурентному ринку. Проте найбільш вагоме значення венчурні інвестори у їх дослідженні все ж надають команді венчурного проєкту.

Отже, робилися різні зусилля щодо впровадження нової моделі прийняття рішень у венчурному інвестуванні. Особливу увагу було приділено впливу менеджменту об’єкта інвестування на процес прийняття рішень та можливості прийняття рішень венчурних інвесторів для послідовних інвестицій.

Науковцями встановлено, що інвестори у венчурні проєкти застосовують окремий процес прийняття рішень, що складається з декількох

етапів [111; 108]. Резюме різних досліджень узагальнено у табл. 1.3.1. Процес прийняття рішень зазвичай згадується в літературі як п’яти - або шестиступінчастий процес.

З табл. 1.2.2 та 1.2.3 можна зробити висновок, що стадії оцінки та детальної перевірки (англ. due diligence) можуть бути об'єднані, беручи за основу, що, зазвичай, одне не виконується без іншого. Детальна перевірка венчурних інвесторів – це процес і активність, тоді як оцінка є результатом [108; 111]. Висновок звіту про детальну перевірку є одним з найважливіших джерел інформації, що використовується венчурними інвесторами для проведення оцінки нового венчурного проєкту.

Аналіз свідчить про те, що у широкому сенсі серед дослідників, як мінімум, існує згода на наступних етапів прийняття рішень: 1) генерація (потік) угод; 2) початковий відбір інвестиційних пропозицій; 3) оцінка проєкту та детальна перевірка; 4) структурування угоди; 5) після-інвестиційна діяльність; 6) виведення коштів або вихід (рис 1.2.1.) .

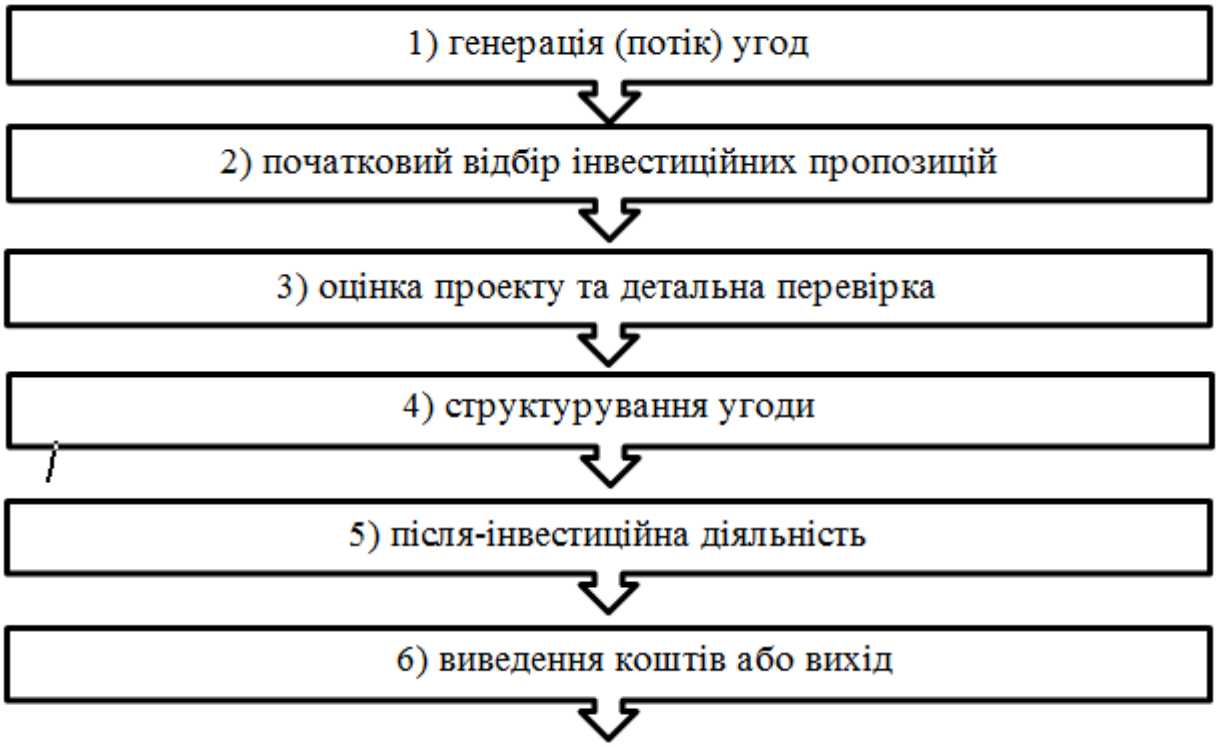


Рис.1.2.1. Етапи прийняття рішень інвесторами при венчурному фінансуванні

Джерело: розроблене автором

Генерація потоку угод (англ. deal flow) посилається на потік угод, який стосується встановлення джерел, що генерують перспективні інвестиційні можливості. Генерація потоку угод - це початковий етап роботи з компаніями, потенційно цікавими для інвестора, на якому відбувається накопичення інформації [12].

Початковий аналіз (скринінг) включає попередній перегляд інвестиційної пропозиції. Це передбачає ознайомлення з резюме пропозиції та бізнес-планом, щоб визначити чи варто переходити до більш детальної оцінки. В цьому періоді відбувається відбір венчурними інвесторами компаній для інвестування, а підприємцями (ініціаторами майбутньої компанії) - потенційних інвесторів. Для позначення цих процесів нерідко як рівнозначні використовуються англомовні терміни: «search», «screening». Однак, в дійсності між цими термінами є певна змістовна різниця: зокрема, «search» - це пошук ініціаторами венчурних проєктів можливих інвесторів; «screening» - відбір найбільш цікавих венчурних проєктів потенційними інвесторами [12]. На цих стадіях стадії здійснюються такі дії, як збір інформації про компанії при вивченні спеціальних інформаційних бюлетенів, аналіз публікацій про компанію в засобах масової інформації, відвідання презентацій, розгляд аналітичних записок радників, вчених, консультантів, вислуховування думки підприємців та бізнесменів, прямо або побічно знайомих з ініціаторами створення нової компанії і т. д. Підсумком цієї стадії має стати обґрунтований висновок про те, чи здатна дана компанія швидко рости і забезпечити високий прибуток, а також прийняття рішення про доцільність початку переговорів з потенційними партнерами проєкту;

Оцінка передбачає приділення більше уваги бізнес-плану. Етап оцінювання незмінно включає в себе проведення детальної перевірки (англ. due diligence), яка надає венчурному інвестору більше інформації для прийняття рішення. Стадія ретельного вивчення або спостереження - перевірка всіх аспектів діяльності компанії, яка претендує на отримання інвестицій. Як правило, це найтриваліша стадія доінвестиційного періоду -

вона іноді може тривати до півтора року, хоча в більшості випадків для прийняття рішення буває цілком достатньо і року. В результаті приймається або рішення про інвестуванні, або про те, що це робити недоцільно. Ця стадія завершується підписанням інвестиційної пропозиції (меморандуму) - документа, в якому міститься обґрунтування пропозиції про здійснення інвестицій [12].

Структурування угоди відбувається після того, як венчурний інвестор вирішив інвестувати в конкретний проєкт, в рамках якого венчурний інвестор оцінює проєкт і відповідно капітал в обмін на венчурні інвестиції. Цей етап також включає ряд правових документів та домовленостей як основу, на якій венчурний інвестор та підприємець погоджуються працювати разом. Документ, що узагальнює правила та умови, є декларацією про наміри (англ. term sheet), подається підприємцю, узагальнюючи терміни та рішення венчурного інвестора щодо інвестування.

Після-інвестиційна діяльність включає активності венчурних інвесторів у своїх портфельних компаніях. Це може включати візити в компанії, наставництво, моніторинг, залучення додаткового капіталу, надання стратегічних консультацій та представництво в раді директорів. Це етап, на якому венчурний інвестор надаватиме те, що зазвичай називають "доданою вартістю" або «доданою цінністю».

Вилучення коштів або вихід з інвестицій передбачає, що венчурний інвестор позбавляється своїх інвестицій для отримання економічної вигоди. Венчурні інвестори відіграють активну роль та допомагають портфельній компанії та її менеджменту у злиттях, продажах, первинному розміщенні акцій або інших стратегіях виходу, які можуть максимізувати дохід венчурного інвестора від первинних (початкових) інвестицій.

Різниця між початковим аналізом (скринінгом) та оцінкою є важливою, оскільки вона передбачає, що венчурні інвестори можуть використовувати різні критерії при прийнятті рішень на різних етапах фінансування [76; 99; 68].

Процес скринінгу фокусується на невеликій підмножині критеріїв, які не є компенсаторними, тобто неприйнятні показники за одним критерієм не можуть бути компенсовані більш високим значенням іншого. Критерії оцінки, які використовуються на стадії скринінгу - розмір ринку, потенційний ріст, значні конкурентні переваги, унікальність продукту / послуги, управлінська команда, вимоги до фінансування, стадія інвестицій, галузь, потенційні прибутки та економічна вигода. Під час етапу скринінгу, венчурні інвестори відбирають та оцінюють інвестиційні можливості дуже швидко досягаючи рішення "входити / не входити" в середньому менш ніж за шість хвилин і витрачають менше 21 хвилин на оцінку пропозиції [76].

Етап оцінки дозволяє застосовувати компенсаторні правила, тобто низький бал за однією змінною може бути компенсований більш високою оцінкою іншої [99]. Критерії оцінки, що використовуються на даному етапі, такі ж, як і для скринінгу, але з меншою суб’єктивністю, з більшим ступенем поглибленого аналізу та більшою концентрацією на фінансових аспектах прогнозів бюджету інвестиційної пропозиції [99]. Науковцями встановлено, що процес перевірки та оцінювання триває в середньому 97 днів, починаючи з 52 днів і до 142 днів [68].

Відносно великий обсяг досліджень зосереджений на виявленні та ранжируванні критеріїв оцінки, які використовувались інвесторами при відборі (скринінгу) та оцінці нових венчурних пропозицій порівняно з іншими етапами процесу венчурного фінансування [112; 88; 77].

Ґрунтовні дослідження проведені задля визначення критеріїв оцінювання та процесу прийняття рішень у працях Таєбджі Т. та Бруно А. [112] Макміллана І. та ін. [88], Робінсона Р. [100]. Більш ранні дослідження у вивченні процесу прийняття рішень зосереджувалися на 1) критеріях, які використовувалися в процесі оцінювання, 2) яким чином застосовувалися критерії оцінки та 3) рівень важливості, наданий критеріям оцінки респондентами [76].

До теперішнього часу не втрачає своєї популярності точка зору ряду авторів, які вважають достатнім критерієм аналізу інноваційних проєктів окремі фінансові показники і фінансові моделі, ігноруючи нефінансові компоненти інноваційного бізнесу [88]. Однак їм протистоїть думку інших авторів [86,114], які наполягають на проведенні оцінки проєктів на ранній стадії розвитку не тільки з фінансової точки зору, але і з урахуванням інших компонентів, оскільки існують об'єктивні труднощі прогнозування майбутніх грошових потоки призводить до спотворення фінансових показників.

У роботах Таєбджі Т. та Бруно А. [112] особлива увага приділяється нефінансовим параметрам інноваційних проєктів, на які повинен звертати увагу венчурний інвестор перед тим, як приймати рішення про фінансування проєктів. З авторами згодні і інші дослідники, які розширили цей список, включивши в нього галузеву характеристику і ринкові можливості [77], аналіз оточуючих загроз з боку зовнішнього середовища [91], рівень конкуренції в галузі [78; 81; 92] і ступінь диференціації продукту [112; 78; 81; 92].

Ряд дослідників [84; 104; 117] вважає найбільш важливим критерієм, на якому має будуватися весь процес прийняття рішення про фінансування, оцінку команди проєкту. Гормен М. і Салмен В.[73] звертають увагу на те, що якість команди проєкту є найважливішим критерієм при розгляді проєкту і, за великим рахунком, венчурні інвестори здійснюють інвестиції в менеджмент підприємства. Зазвичай для реалізації ефективної ідеї команді не вистачає тільки інвестицій, тому венчурні інвестори детально не вникають в діяльність команди, а здійснюють контроль термінів реалізації основних проєктних рішень. При виникненні конфліктних ситуацій, в разі, коли проєкт покидають ключові фахівці, ймовірність успіху проєкту зводиться до нуля, так як немає ніякої впевненості в тому, що вдасться знайти адекватну заміну вибулим з команди фахівцям.

Наприклад, Байгрейв В. стверджує, що він «охочіше інвестує в проєкт з чудовою командою, але з середньою ідеєю, ніж в середню команду з чудовою ідеєю» [62].

Деякі автори [113] виділяють одночасно кілька чинників, необхідних при аналізі бізнес-плану: якість команди проєкту (знання галузі, лідерство, репутація, зв'язку), перспективність продукту або послуги (інтелектуальна власність, стадія розвитку продукту, інноваційність, світовий потенціал розвитку), ринок (конкуренція, темпи зростання ринку, бар'єри для входу) і фінансові параметри проєкту (включаючи потреби у фінансуванні проєкту).

Важливо зазначити, що технологічний критерій не розглядає жоден з перерахованих авторів, хоча зневага даним критерієм може привести проєкт до небажаного результату так само драматично швидко як і переоцінена команда проєкту.

Прийняття рішень включає в себе також сприйняття, емоції та когнітивні процеси які дослідники завжди вважали складними для моделювання [110]. Крім того, існувало припущення, що респонденти (венчурні інвестори) були однорідними у своєму підході у прийнятті рішень. Макміллан І. у своєму дослідженні [88] чітко визначив присутність трьох різних груп в межах своєї вибірки даних, які мали унікальні уявлення про ризик і унікальні погляди на те, як вони оцінювали інвестиційні можливості. Це підтвердило, що венчурні інвестори не є однорідною групою і не підлягають узагальненням [88; 100; 89].

Халл Дж. та Хофер Р.[76] порівняли результати проведених досліджень Таєбджі Т. та Бруно А. [112], Макміллана І. та ін. [88], які показали низьку конвергенцію критеріїв оцінки. Зачарахіс Е. та Майер Г. [115] включивши результати попередніх досліджень, ще більше розширили це порівняння. Критерії оцінювання венчурних інвестицій узагальнені в табл. 1.2.2. Їх дослідження показало, що лише шість критеріїв є спільними для близько половини досліджень - (1) управлінські навички та досвід; (2) венчурна

команда; (3) продукт; (4) розмір ринку; (5) зростання ринку; і (6) очікувана рентабельність інвестицій.

Ця слабка конвергенція результатів досліджень підтверджує висновки деяких дослідників про те, що процес венчурного інвестування є скоріше мистецтвом, ніж наукою [88]. Це мистецтво в тому сенсі, що воно передбачає здатність інтерпретувати проблеми людських відносин, цінності та ставлення з метою фінансового успіху. Це наука, оскільки вона вимагає розуміння екологічних, політичних, продуктових, ринкових, галузевих, конкурентних, технологічних, стратегічних і фінансових питань.

Іншим результатом даного дослідження може бути висновок про те, що венчурні інвестори не беруть до уваги фінансову інформацію в процесі оцінки. Проте, деякі дослідники визнали, що венчурні інвестори стурбовані компромісом між ризиком та прибутковістю [112; 88;], однак недостатньо уваги було приділено фінансовій інформації через невизначеність пов'язану з бюджетними прогнозами нових венчурних проєктів [76].

Виникли розбіжності відносно методологій, що використовуються дослідниками, які можна класифікувати як дві окремі школи мислення. Перша група дослідників Таєбджі Т. та Бруно А. [112], Макміллана І. та ін. [88]; Робінсон Р.[100] визначили критерії оцінки та їх відносну важливість використовуючи сприйняття венчурних інвесторів, тоді як друга група Роурі Дж. та ін. [101]; Стюарт Р. та ін. [109] використовували критерії пре-фінансування. Різні шкали та змінні, що використовуються в цих дослідженнях унеможливили порівняння їх результатів [96]. Була зроблена спроба подолати ці обмеження шляхом стандартизації методології дослідження, щоб критерії оцінки могли бути використані для порівняння фактичних показників з критеріями, що використовуються венчурними інвесторами в процесі оцінки [96].

Таблиця 1.2.2.

Порівняння критеріїв оцінювання проєктів при венчурному фінансуванні

Автор дослідження	Веллс Дж.	ПондекстерДж.	Тайбжі Т., БруноА.	Макміллан І.та ін	Макміллан І.та ін	Робінсон Р.	Тіммосон П. та ін.	Халл Дж., Хотер Р.
Рік дослідження	1974	1976	1984	1985	1987	1987	1987	1993
Методологія	Персональне інтревью	Анкетування	телефонне опитування та анкетування	Анкетування	Анкетування	Анкетування	Неструктуровані інтервью	Верб. протоколи
Вибірка	8	97	87	100	67	53	47	16
Критерії оцінювання								
Характеристики підприємця								
менеджерські навики та досвід	X	X	X	X	X	X	X	X
команда венчурного проєкту				X	X	X		X
частка в компанії		X	X					
персональна мотивація підприємця	X					X		
персональні якості підприємця				X				
Характеристики продукту/сервісу								
характеристики продукту	X		X	X	X			
диференціація продукту			X				X	
патентування	X			X	X			
потенціал зростання			X					
сприйняття продукту ринком				X			X	
прототип				X				
Характеристики ринку								
розмір ринку	X		X				X	X
зростання ринку	X		X	X	X	X	X	
бар'єри входу			X				X	
рівень конкуренції				X	X		X	
чи проєкт створює новий ринок				X				
Фінансові характеристики								
метод виходу	X		X					X
очікуваний ROI		X	X	X			X	
очікуваний ризик		X						
частка капіталу		X						
забезпечення інвесторів		X						
розмір інвестицій	X	X						
ліквідність				X	X	X		

Джерело: складено автором на основі [96]

Один з ключових висновків, зроблений дослідниками полягає в тому, що фінансова спроможність відігравала набагато більшу роль, ніж раніше сприймалося венчурними інвесторами або визнана ними, і вона була вище рейтингована, а ніж в попередніх дослідженнях [96]. Дані висновки були підтримані результатами більш пізніх досліджень [76; 77]. Фінансова спроможність незмінно була визначена як менш важливий критерій оцінки на початкових етапах. Проте отримані результати [96] підтвердили попередні дослідження Сандберга В. та ін.[103], які використовували вербальні протоколи для визначення фактичного процесу прийняття рішень венчурних інвесторів порівняно з озвученим ними процесом прийняття рішень. Фінансова інформація та рівень ризиковості та прибутковості виявилися важливими, особливо в процесі оцінки та детальної перевірки [64].

Аналіз практичного досвіду зарубіжних венчурних фондів свідчить про переважно інтуїтивний підхід до оцінки і вибору проєктів для фінансування. Лєбре Е. [18] стверджує, що венчурний підприємець в першу чергу провидець, що володіє сильною «інтуїцією». Великі венчурні підприємці при виборі інноваційних проєктів найчастіше спираються на свій досвід спільно з далекоглядністю та інтуїцією. Національне бюро економічних досліджень [70] опублікувало роботу, присвячену відносному впливу удачі і досвіду в підприємництві і венчурному інвестуванні. Публікація показала, що на рівні з досвідом інвестора, вагомим елементом успіху ефективного венчурного фінансування є удача.

Інвестори у венчурні проєкти відбирають та оцінюють інвестиційні можливості дуже швидко, досягаючи рішення “входити / не входити” у середньому менше ніж за шість хвилин, та витрачаючи менше 21 хвилини на оцінку пропозицій [76]. Зрозуміло, що венчурні інвестори потребують ефективного та дієвого процесу відбору (скринінгу) та оцінки, враховуючи кількість пропозицій, які вони можуть розглянути щороку, і що кількість персоналу, найнятого венчурними інвесторами для оцінки даних пропозицій є мінімальним. Крім того, рівень успішності венчурних інвестицій є значно

вищим, ніж успішність новостворених компаній [64]. Це свідчить про те, що в цілому венчурні інвестори мають ефективний, дієвий скринінг та процес оцінки [76]. А це, в свою чергу, вимагає вивчення процесів прийняття рішень венчурними інвесторами, а не просто визначення критеріїв оцінки, які вони використовують.

Моделювання процесу прийняття рішень може бути складним, оскільки воно передбачає сприйняття, емоції та когнітивні процеси. Огляд досліджень, здається, підтримує цю точку зору. Тому може бути складно моделювати процеси прийняття рішень венчурними інвесторами та визначати загальний набір критеріїв оцінки. Зачаракіс Е.та Мейер Г. [115] прийшли до висновку, що розуміння венчурними інвесторами їх реальних процесів прийняття рішень є дуже обмеженим. Шепхерд Д. [104] підтримав цей висновок у своєму дослідженні 66 австралійських венчурних інвесторів.

Коефіцієнти інвестицій венчурних інвесторів у розглянуті пропозиції коливаються в межах від 1,46% та 3,4%, що означає, що інвестиційні пропозиції, представлені венчурним інвесторам, мають дуже малий шанс успішного отримання необхідного фінансування. Такий високий коефіцієнт відхилення ще більше посилюється тим фактом, що венчурні інвестори зазнають невдач щодо своїх інвестицій в середньому до 30% - 40% [112].

Відмова фінансування проєкту відбувається на початковій стадії відбору (скринінгу) або на етапі оцінки, більшість яких відхиляється на етапі скринінгу. Причини відхилення різні для кожного етапу. На етапі скринінгу може відбутися відмова, якщо пропозиція не відповідає лише одному критерію [76].

Процес прийняття рішень у венчурному інвестуванні включає, окрім інших, дві окремі частини: скринінг та оцінка. Як згадувалося раніше, скринінг фокусується на невеликій підмножині критеріїв, які не є компенсаторними [99].

Критеріями, що використовуються на стадії скринінгу, є: розмір ринку та потенційний ріст; значні конкурентні переваги; унікальність продукту /

послуги; управлінська команда; вимоги до фінансування; інвестиційна стадія; індустрія/галузь; потенціал прибутку; економічний прибуток.

Етап оцінки дозволяє застосовувати компенсаційні умови. Критерії оцінки, що використовуються на даному етапі, такі ж як і для скринінгу, але з меншою суб'єктивністю та більшим ступенем поглибленого аналізу з більшою концентрацією на фінансових аспектах пропозиції [99].

Таблиця 1.2.3 узагальнює показники відхилення проєктів у відсотках від загальної кількості заявок у порівнянні з критеріями відхилення, що використовуються венчурними інвесторами на різних стадіях процесу прийняття рішень.

Таблиця 1.2.3.

Причини відхилення венчурних проєктів

Причини для відхилення	первинний скринінг	після 1-ї зустрічі	після 2-ї зустрічі	разом
Незавершений план	29	1	1	31
Характеристики ринку	12	0,5		12,5
Брак унікальних характеристик продажу	4			4
Фінанси проєкту	6	1	0,5	7,5
Величина проєкту	7	0,5	0,5	8
Навики менеджменту/ Досвід	4	1	1,5	6,5
Ризики	5	0,5	1	6,5
Фінансові фактори	2			2
Відклик заявки на фінансування	4,1	1	5,9	11
інші причини	6	2	2,5	10,5
Разом	79,1	7,5	12,9	100

Джерело: [59]

Дослідження проведене Букок Г. та ін. [59] у Великобританії, визначило причини, чому пропозиції були відхилені і скільки їх було відхилено на стадії скринінгу і скільки на пізньому етапі. Результати даного дослідження представлені в таблиці 1.3.3. вказують на те, що критерії для відхилення проєкту змінюються в міру просування через процес прийняття рішень [59].

Огляд підкреслює, що в даному дослідженні 80% усіх пропозицій було відхилено на початковому етапі стадії скринінгу; 7,5% після першої зустрічі та ще 12,5% після другої зустрічі. Зрозуміло, що найбільшою перешкодою для підприємців є подолання початкової стадії скринінгу.

Крім того, найпоширенішою причиною відхилення є представлення неповного бізнес-плану (30%). Наступною найважливішою причиною відмови є ринкові характеристики / унікальність пропозиції (16,5%). Важливим є те, що управлінські навички та досвід є причиною лише половини відхилень у порівнянні з ринковими характеристиками/ унікальністю пропозиції. Це суперечить попереднім дослідженням, які повідомляли, що венчурні інвестори оцінюють різні питання щодо управління та команди менеджменту як найважливіший критерій оцінки. Ця невідповідність не дивує, враховуючи той факт, що багато дослідників виявили проблеми пов’язані з узгодженістю попередніх результатів досліджень, про які йшлося раніше.

Додаткові висновки зроблені з дослідження Букока [59] дозволяють припустити, що рішення про відхилення венчурних проєктів приймається навіть з одного питання і що питання фінансування не відіграють великої ролі в процесі скринінгу та оцінки. Дане дослідження було здійснене науковцями, які переглянули дані, отримані з письмових записів та коментарів венчурних інвесторів. Окрім цього менеджери венчурних фондів не знали, що їхні коментарі будуть використані для дослідницьких цілей. Це усунуло помилки і упередження притаманні попередніми дослідженнями, що випливають з власної оцінки респондентів. Слід зазначити, що дана таблиця не вказує, чи є конкретний критерій важливішим за інший з точки зору прийняття рішення про відхилення інвестиційної пропозиції.

Цей огляд свідчить про те, що є мало емпіричних доказів для підтримки узгодженої основи або теоретичної моделі, яка може бути застосована до прийняття рішень венчурними інвесторами, особливо на етапах відбору/скринінгу та процесу оцінки.

Незважаючи на те, що робилися різні зусилля щодо впровадження нової моделі прийняття рішень у венчурному інвестуванні, цей огляд свідчить про те, що є мало емпіричних доказів для підтримки узгодженої основи або теоретичної моделі, яка може бути застосована до прийняття рішень венчурними інвесторами, особливо на етапах відбору/скринінгу та процесу оцінки. Особливу увагу науковці приділяють впливу менеджменту об'єкта інвестування на процес прийняття рішень та можливості прийняття рішень венчурних інвесторів для послідовних інвестицій.

Поступовий підхід до процесу венчурного фінансування допомагає класифікувати те, яким чином венчурні інвестори приймають рішення [102]. Це також дозволяє сегментацію досліджень у вирішенні конкретних сегментів процесу венчурного фінансування, тим самим надаючи нам відповідну дорожню карту для досліджень дій венчурних інвесторів.

Удосконалення інституційних засад венчурного фінансування інноваційних проєктів як динамічної, адаптованої системи до стратегічних завдань соціально-економічного розвитку країни дозволить посилити дієвість фінансово-економічного регулювання інноваційної діяльності на основі взаємоузгодження дій учасників процесу венчурного фінансування, оптимальних співвідношень складових моделі венчурного фінансування, у тому числі низки обмежень та вимог що визначають інноваційно-інвестиційну складову економіки сприяючи інституційному розвитку економічного середовища.

1.3. Система венчурного фінансування у країнах з розвинутою та трансформаційною економікою

Особливістю економічних категорій є те, що вони уособлюють собою відносини між суб'єктами, кожен з яких має потреби та інтереси. Багаторічна західна практика надає обширний аналітичний матеріал для узагальнення інформації про взаємодії суб'єктів венчурного інвестування.

Індустрія венчурного інвестування включає 5 головних гравців (рис 1.3.1):

1. Підприємців, які потребують фінансування.
2. Інвестиційні банки/ фондовий ринок, які шукають проєкти для первинного розміщення на фондовій біржі.
3. Держава, як регулятор, законодавець, ініціатор.
4. Інституційні інвестори, які бажають отримати високі прибутки при прийнятному рівні ризику
5. Інвестори у венчурні проєкти, які формують ринок та прагнуть максимізації власного доходу через максимізацію результатів управління портфельних компаній.

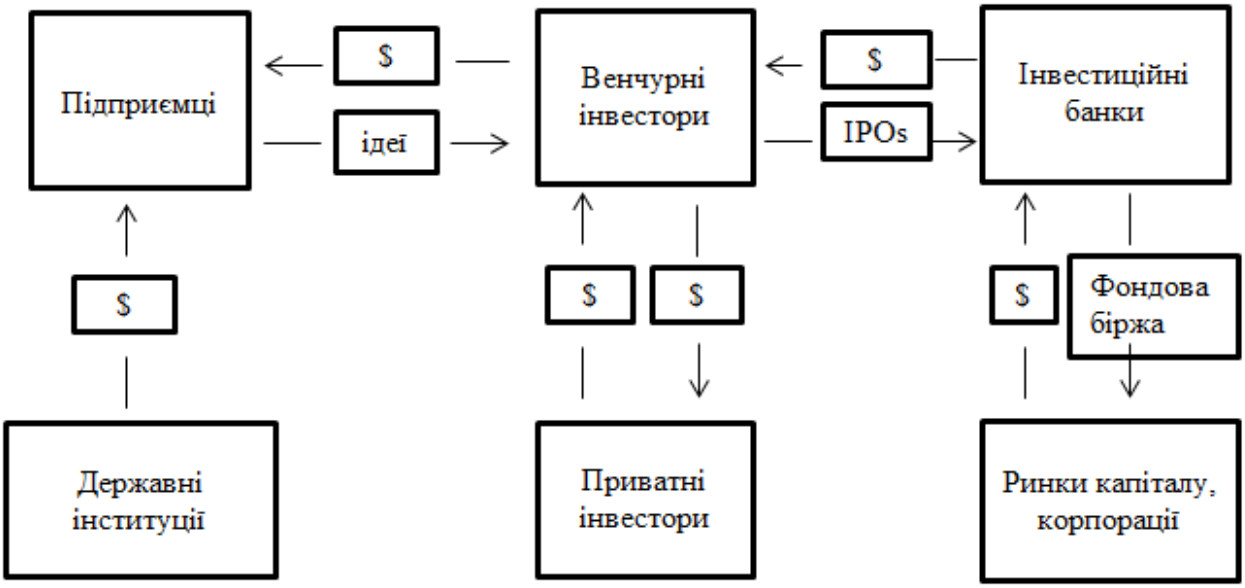


Рис. 1.3.1. Механізм венчурного фінансування.

Джерело:складено автором на основі [116]

Підприємці-реципієнти інвестицій - здебільшого це компанії, які здійснюють інноваційні процеси в своїй діяльності, або нові компанії, що створюються під інноваційний (унікальний) проєкт. Основною причиною виникнення такого роду підприємств є досягнення меж зростання зважаючи на широке насичення ринків споживчими товарами. Наслідком цього є відсутність стимулів для підвищення темпів зростання попиту. Щоб в цьому

випадку уникнути спаду в економіці або стагнації, необхідно стимулювати попит за допомогою нової продукції або ж технологій. Основною метою компаній є залучення інвестицій при одночасному збереженні контролю над бізнесом.

Фондовий ринок, не будучи суб'єктом венчурної діяльності, служить механізмом виходу інвесторів з проєкту шляхом первинного розміщення (англ. IPO), а також джерелом капіталу для подальшого фінансування зростаючого бізнесу.

Держава в венчурній діяльності є регулятором відносин, а також може виступати в ролі інвестора, але не з метою отримання прибутку, а з метою підтримання перспективних проєктів або галузей. Для держави важлива сама реалізація фінансових відносин в венчурної індустрії, тобто отримання певного результату взаємодії суб'єктів. Таким результатом є рух фінансових ресурсів між суб'єктами, а також загальноекономічний ефект.

Фонди фондів приватного капіталу створюються задля збору коштів інвесторів, з метою інвестування в фонди прямих інвестицій та венчурні фонди. В той час як індивідуальні інвестори та приватні інвестиційні компанії можуть зіткнутися з обмеженням у своїй здатності диверсифікувати свої інвестиції, фонд фондів може інвестувати в цілий ряд різних фондів, які, в свою чергу, інвестують у різні компанії. Таким чином, інвестор, який розміщує капітал у фонді фондів, має набагато більшу ступінь диверсифікації, ніж інвестор, який бере безпосередню частку в інвестуванні в окрему компанію. Однак рівень можливого контролю над бізнесом відповідно знижується.

Інвестори у венчурні проєкти відіграють основну роль і роблять можливим саме існування області венчурних інвестицій в цілому. Основною метою інвесторів є отримання прибутків на вкладений капітал, при цьому паралельно вони реалізують такі цілі як: ефективне управління бізнесом, максимізація вартості компанії, ефективний і своєчасний «вихід» з інвестицій та інші. До цієї категорії відносять венчурні фонди, фонди прямих

інвестицій, індивідуальних інвесторів (бізнес-ангелів). Проте, на сьогодні сформувались нові гравці венчурного ринку - мікро-венчурні фонди (інкубатори, акселератори).

Фонди приватного капіталу/венчурні фонди отримують капітал головним чином від пенсійних фондів та інституціональних інвесторів. Ці фонди також шукають капітал у приватних осіб, компаній та банків з високим рівнем доходів. Інвестори прагнуть придбати частки в компаніях, які мають потенціал для зростання або можливість поєднувати активи компанії з іншою в рамках угод придбання, якщо це створює додану цінність. Терміни приватного капіталу та венчурного капіталу часто плутають. Наступна таблиця 1.3.1. ілюструє різницю між ними.

Таблиця 1.3.1

Порівняльна таблиця венчурного капіталу та приватних інвестиції.

Приватні інвестиції (пряме інвестування)	Венчурне фінансування
Оцінюють більші та більш зрілі компанії	Оцінює нові технології і новостворені компанії
Рефінансування корпоративної стратегії та тактики	Розвиває нові бізнес ідеї та інновації
Оптимізує управління команд та їх продуктивність	Знаходить та підтримує підприємців
Операції, зазвичай структуровані для здійснення контролю	Операції рідко забезпечують повний контроль компанії
Створює цінність зі структури, оперативного контролю та зростання	Створює цінність шляхом розвитку продукту та зростання
Функціонують зазвичай через великі команди	Функціонують через індивіда та / або невеликі команди
Фінансують різні секторів ринку	Сфокусовані переважно на технологічних проєктах
Інвестують глобально	Сконцентровані в США

Джерело: розроблено автором

Фонди прямих інвестицій /венчурні фонди виконують функцію акумулювання коштів і формування інвестиційного портфеля. Керуючи портфелем отримують дохід, який безпосередньо залежить від досягнутих результатів. Таким чином, основною метою фондів і керуючих є максимізація власного доходу через максимізацію результатів управління венчурними інвестиціями.

Як вказано вище, поряд з традиційним венчурним інвестуванням існує і так званий «новий венчурний бізнес». Останнім часом прагнення великих корпорацій до зростання змусило їх змінити погляди на перспективність підрозділів, що розвивають новий венчурний бізнес (НВБ). Ці підрозділи «вирощують» з нуля різні компанії, щоб зайняти нішу на нових ринках, випробувати і впровадити всілякі нововведення. При цьому бізнес створюється всередині корпорації і зосереджується на венчурному підприємництві як такому, не відчуваючи тиску з боку інших підрозділів [11]. Крім того, материнські фірми забезпечують «дітям» НВБ вдалий старт, надаючи їм можливість користуватися корпоративними ресурсами.

Досвід багатьох корпорацій свідчить, що хоча дана модель у багатьох відношеннях є незрілою, вона вже виконує своє призначення, стимулюючи зростання материнських структур.

У більшості випадків сучасні НВБ-підрозділи мають вельми віддалену схожість зі своїми попередниками, заснованими в середині 90-х років. По суті, вони пройшли шлях від функціонуючого в рамках великої корпорації центру різноманітної підприємницької діяльності до спеціалізованої організації, яка обслуговує специфічні потреби зростання материнської структури. Корпоративні НВБ-підрозділи першого покоління в цілому працювали як механізми, що стимулювали виникнення безлічі різних ідей. Ідеї оцінювалися і, в разі визнання їх перспективними, фінансувалися. Однак результати цих зусиль здебільшого виявлялися невтішними. Співробітникам венчурних структур не вистачало як вміння вибудовувати бізнес, що необхідно для втілення ідеї в життя, так і здатності створювати мережу

всередині материнської компанії для забезпечення свого підрозділу необхідними ресурсами. Крім того, НВБ-підрозділи першого покоління часто не вписувалися в широкі програми зростання материнських корпорацій. В результаті багато з них були ліквідовані [15].

Сьогоднішнє покоління корпоративного НВБ виглядає зовсім інакше і набагато більше орієнтоване на процес створення бізнесу. Зазвичай такими підрозділами керує невелика команда з 6-10 портфельних менеджерів, частина яких приходить з материнської структури, а частина - ззовні. Присутність «своїх» забезпечує довірче відношення вищого керівництва до венчурної структурі, а фахівці, що прийшли з зовні дають нові навички та досвід, новий погляд на стан справ і нові зв'язки [51].

Отже, корпоративні венчурні фонди засновуються фондами прямих інвестицій великих компаній та фінансують нові проєкти та інноваційні малі компанії з високим потенціалом зростання будучи міноритарними акціонерами. Великі корпоративні групи використовують корпоративні венчурні фонди задля досягнення стратегічних та організаційних цілей, а не просто фінансових прибутків. Корпоративні венчурні фонди відіграють позитивну роль у фіксуванні нових бізнес-моделей, нових режимів споживання, покращень за допомогою оцифрування - тобто, корпоративний венчурний фонд є «інноваційною організацією створеною для інновацій». Для стартапів корпоративні венчурні фонди створюють умови, які дають їм змогу продовжувати підприємницьку діяльність і розвиватися в кращих умовах автономії, користуючись активами, фінансовими ресурсами та доступом до мереж корпорацій засновників. Одним з основних обмежень є те, що великі корпорації інвестуючи залишаються в значній мірі стійкими до практик стартапів та підприємницького мислення. Корпоративні венчурні фонди не трансформують організаційні та управлінські моделі і не підвищують здатність до двосторонніх зв'язків в традиційних бізнес-одиницях великих фірм. Натомість, корпоративні венчурні фонди формують шлях до інновацій і пропонують нову організаційну структуру на додаток до

відділів великих корпорацій, що займаються дослідженнями та розвитком. Дані фонди також створюють сприятливі умови для стартапів у пошуках фінансових, а також соціальних активів – фахівців та мереж контактів.

Проте, не применшуючи значення корпоративного венчурного фінансування, варто зазначити, що саме інвестиції *індивідуальних інвесторів/ бізнес ангели* ангелів часто є основним джерелом фінансування для багатьох стартапів, які вважають таке фінансування більш привабливим, ніж інші, більш вимогливі форми фінансування. Європейська мережа бізнес-ангелів (EBAN) визначає бізнес-ангела як «інвестора, який безпосередньо інвестує свій власний капітал у компанії, які не мають сімейних зв'язків» [10]. Ці інвестори здатні інвестувати свій капітал разом з високим рівнем ділової експертизи в знайомі їм галузі або сектору бізнесу. Підтримка, яку ангельські інвестори надають стартапам, стимулює інновації, які призводять до економічного зростання. Незважаючи на те, що важко отримати достовірну інформацію про інвестиції здійснені бізнес-ангелами, нещодавно проведені дослідження в США показали, що загальний обсяг інвестицій ангелів в останнє десятиліття наближається до обсягу інвестицій венчурних фондів. Відмічено, що подібна ситуація притаманна і для багатьох країн Європи. Ангельські інвестори перевершують венчурні фонди в кількості здійснених інвестицій, вкладають інвестиції в молодші компанії, та оперують меншими сумами.

Інвестори-ангели, як правило, використовують свої власні гроші, на відміну від венчурних фондів, які піклуються про залучення капіталу від багатьох інших інвесторів, які розміщують їх в стратегічно керований венчурний фонд. Хоча інвестори-ангели зазвичай представляють фізичних осіб, організації, які фактично надають кошти, може бути компанією з обмеженою відповідальністю (LLC), бізнесом, трастом або інвестиційним фондом тощо. Іншим поширеним явищем серед інвесторів-ангелів є спільне інвестування, де один інвестор-ангел фінансує проєкт разом з надійним партнером, часто іншим інвестором-ангелом.

Інвестори-ангели, які інвестують посівні інвестиції в стартапи, що зазнають невдачі на ранніх стадіях, втрачають свої інвестиції повністю. Ось чому для професійних інвесторів-ангелів є важливою стратегія виходу з венчурного проєкту.

Тому зазвичай «бізнес-ангели» інвестують лише незначну частину свого статку, щоб не залежати від прибутку від своїх інвестицій у венчурні компанії. Однак, вони отримують задоволення від фінансового успіху венчурного проєкту, бачачи, що інтуїція не підвела їх, а також від особистої участі в управлінні новим підприємством. Інші важливі міркування - це інтерес до конкретної технології і упевненість в тому, що вона зробить важливий соціальний ефект, а також почуття, що досягнувши успіху в бізнесі, необхідно допомогти розвитку наступному поколінню підприємців. Однак, слід безумовно підкреслити, що бізнес-ангели – не філантропи. Основна їх мотивація - перспективи значного зростання вартості вкладеного капіталу [31].

Венчурний капітал, що надається бізнес-ангелами, прийнято називати «терплячим» капіталом (англ. patient capital): бізнес-ангели, надавши компанії інвестиції, не вимагають виплати відсотків або дивідендів протягом всього інвестиційного періоду, що становить в середньому близько 5 років. Що стосується стратегій виходу з компанії, то на відміну від інституційних фондів в США бізнес-ангели, як правило, не реалізовують належний їм пакет акцій компанії на фондовій біржі, а продають його самим власникам компанії в обумовлений з ними термін .

Отже інвестиції ангелів часто є основним джерелом фінансування для багатьох стартапів, які вважають таке фінансування більш привабливим, ніж інші, більш вимогливі форми фінансування. Ці інвестори здатні інвестувати свій капітал разом з високим рівнем ділової експертизи в знайомі їм галузі або сектора бізнесу. Підтримка, яку ангельські інвестори надають стартапам, стимулює інновації, які призводять до економічного зростання.

До нових гравців ринку венчурного фінансування належать також *мікро-венчурні інвестори - інкубатори /акселератори* - це організації, які займаються розвитком компаній на ранніх стадіях, доки компанії не матимуть достатніх фінансових, людських і фізичних ресурсів, щоб функціонувати самостійно. Інкубатор може бути як комерційною, так і некомерційною організацією, і він може надавати допомогу кількома методами: доступ до фінансового капіталу через відносини з фінансовими партнерами; доступ до досвідчених бізнес-консультантів та керівників на рівні менеджменту; доступ до фізичного місця розташування та бізнес-устаткування або програмного забезпечення; доступ до інформаційних та дослідницьких ресурсів через відносини з місцевими університетами та державними установами.

Інкубатор, який функціонує для отримання прибутку, буде залучати капітал в компанії в обмін на їхні послуги. Іноді стягується платня за надання інкубатором послуг, але отримання частки в компанії з високими перспективами зростання є кінцевою метою, і це може привнести фінансову непередбачуваність на випадок невдалого запуску стартапу. Стартапи, обрані для участі у програмах інкубаторів, можуть розраховувати на роботу з радниками та наставниками, які запропонують свій досвід у діловому середовищі, щоб допомогти вирішити питання та дилеми підприємців. Протягом усього процесу інкубації стартапи будуть вдосконалювати свої ідеї та продукти, дізнатися та тестувати яким чином найкраще передати свій задум для клієнта та потенційного інвестора. Багато інкубаторів фінансують стартапи, які успішно завершують їх програми.

Загалом, інкубатори - це мікро-венчурні компанії та потрапляють до категорії інвестиційних фондів венчурного капіталу, відрізняються від традиційних тим, як вони реалізують свої інвестиційні стратегії та свої інвестиційні практики. У порівнянні з передінвестиційною та післяінвестиційною практикою традиційного інвестування, акселератори відрізняються критеріями оцінки, які використовуються в процесі вибору

угоди. У процесі відбору заявок на їх наставницькі програми, акцент робиться переважно на якостях підприємців і на бізнес-ідеї. Разом з тим, вони вважають за краще більш неформальні, а не суворі договірні угоди, які б не нав'язували непотрібних умов на старті проєкту. Мікро-венчурні інвестори (інкубатори та акселератори) є досить доброзичливі до підприємців, діють швидше як співзасновники, ніж інвестори, і це може бути однією з головних причин високої продуктивності їх стартапів. За допомогою нефінансових послуг, а саме програм наставництва, які вони пропонують, ці організації підвищують цінність нових компаній-стартапів і надають їм необхідний «поштовх» без необхідності суворого моніторингу. Здійснюючи контроль, вони використовуючи інші засоби, аніж традиційні жорсткі контрактні інвестиційні умови - шляхом надання консультацій і залучення до процесу створення та інновацій, що стоять за бізнес-ідеями їх портфельних компаній. Якщо інвестори не чинять жодного тиску, підприємців це стимулює до втілення своїх ідей, створюючи, таким чином, якісні продукти, що є запорукою успіху їх проєктів.

Порівнюючи інвестиційну практику традиційних венчурних фондів з новими мікро-інвесторами - інкубаторами, можна зробити висновок, що інкубатори, за допомогою своїх програм наставництва і постійної підтримки, створили нову стратегію, новий метод моніторингу портфельних компаній під час їх першого етапу венчурного фінансування. Багаторічний досвід їхніх управлінських та консультативних команд у наставництві та "підготовці" підприємців до наступних етапів циклу венчурного фінансування є додатковим доказом того, що ця стратегія може бути не тільки успішною, але й здатною створити необхідний баланс у агентських відносинах між засновниками та (наступними) інвесторами.

Крім того, порівнюючи бізнес-ангелів /груп ангелів, з одного боку, і акселератори, з іншого, помітно, що останні перейняли інвестиційну поведінку бізнес-ангелів і «м'які» умови щодо фінансування підприємців та їх наставництво. При цьому вони намагаються приділити більше уваги

засновникам проєкту та його продукту або послузі, які необхідно будувати, а не юридичним та фінансовим формальностям угоди. Будучи колишніми підприємцями, наставники в інкубаторах знають, що для підвищення інновацій та креативності підприємців слід заохочувати до розробки продуктів, які матимуть можливість реально створювати цінність після їх виходу на ринок. Введення суворих договорів, які можуть бути обтяжливими для майбутньої фінансової діяльності стартапів, не є "інструментом", який використовується цим типом інвесторів. Більш того, з новою тенденцією спільного інвестування (співпраця між інкубаторами та / або ангелами та венчурними капіталістами) мікро-венчурне інвестування створює інноваційні правила у венчурній галузі та створюють передумови для більш ефективного розвитку компаній на ранніх етапах розвитку компаній (посівні та передпосівні стадії).

Цінність, яку це нове покоління посівних фондів приносить ринку венчурного капіталу, ще не може бути оцінена в повному обсязі. Щоправда, впроваджуючи нові інвестиційні стратегії, які можуть бути дуже успішними для інвесторів, інкубатори приносять інновації в галузь венчурного інвестування. Крім того, разом з бізнес-ангелами вони посилюють процес подолання розривів ліквідності між різними етапами фінансування. Поєднання ангельської інвестиційної поведінки та таких рис як, інвестиційне співробітництво, висока репутація, дуже добре структурована та організована мережа випускників та нові види послуг з додаванням вартості, здається, є ключем до успішної діяльності їх портфельних компаній.

Стадії венчурного фінансування. Одна з найбільш цікавих особливостей венчурного механізму полягає в селекції та поетапному фінансуванні ризикових підприємницьких проєктів. Поділ фінансових потоків по етапах викликаний як прагненням знизити фінансовий ризик інвесторів у разі відхилення від наміченого плану реалізації проєкту, так і необхідністю залучення додаткових коштів по мірі успішного розвитку компанії. В якості основних етапів часто розглядають основні стадії

венчурного процесу, хоча на практиці даний розподіл залежить від специфіки угоди.

В табл. 1.3.2. представлено п’ять окремих стадій фінансування венчурних компаній та відповідні їм раунди фінансування.

Перший етап фінансування - посівні стадії тривають від декількох місяців до 1 року і складається з двох стадій:

- перед-посівної стадії (поява ідеї);

- посівної стадії («seed» - посів, насіння, зародження).

Цим стадіям відповідає раунд посівного фінансування [54].

Таблиця 1.3.2.

Стадії та раунди венчурного фінансування

Венчурне фінансування	
Стадії венчурного фінансування	**Раунди венчурного фінансування**
1. Стадія: перед-посівна 2. Стадія: посівна	Посівне фінансування
3. Стадія: раннього зростання	Серія A Серія B
4. Стадія: зростануя/розширення 5. Пізня стадія: проміжне фінансування/вихід	Серія C Серія D

Джерело: складено автором

Стадія передпосівного фінансування є найбільш ранньою стадією фінансування нової компанії. Вона настає так рано, що іноді взагалі не включається в число раундів венчурного фінансування. Цей етап, відомий як попереднє фінансування, зазвичай відноситься до періоду, коли засновники компанії лише розпочинають починають свою діяльність. Найпоширенішими інвесторами «пре-посівної стадії» є самі засновники, а також близькі друзі, прихильники і сім'я. Залежно від характеру компанії і початкових витрат, встановлених при розробці бізнес-ідеї, цей етап фінансування може здійснитись дуже швидко або зайняти багато часу. Також ймовірно, що інвестори на даному етапі не вкладають кошти в обмін на частку компанії. Вважається, що у більшості випадків інвесторами в ситуації з початковим фінансуванням є самі засновники компанії.

На стадії посівного фінансування капітал, що надається на цьому етапі життя компанії, використовується для розробки або розвитку конкретної ідеї або концепції. Найчастіше необхідна невелика його кількість та мінімальне спрямування. На цьому етапі розробляється ідея, формується бачення, проводиться необхідний аналіз. Посівний етап є також етапом попередньої комерціалізації: на цьому етапі, перевіряється дієвість бізнес-ідеї, проводяться фундаментальні дослідження, але комерційний вихід на ринок не розпочинається офіційно. На посівній стадії підприємці зазвичай потребують капітал для проведення техніко-економічного обґрунтування, розробки прототипів, оцінки потенціалу ринку, захищають інтелектуальну власність і досліджують інші аспекти бізнес-ідеї. На цьому етапі існує значна невизначеність і часто фінансування все ще забезпечується за рахунок власних заощаджень підприємців, і якщо ці заощадження не є достатніми, залучаються бізнес-ангели. Оскільки бізнес-ангели використовують свій власний капітал, вони можуть бути більш гнучкими і приймати більш високі ризики. Крім того, оскільки ангельські інвестори, як правило, були самі підприємцями, вони намагаються підтримати молодих підприємців у сферах, в яких самі мають досвід і можуть бути корисними не тільки капіталом, але й експертизою тощо. На цьому етапі залучення капіталу від венчурних фондів є доволі складним. Наприкінці початкової стадії, підприємець приймає рішення про те, чи потрібно засновувати компанію. Багато компаній, що не мають достатньої мотивації та капіталу на цьому етапі, припиняють своє існування ще до переходу на наступний етап [12].

Посівній та передпосівній стадіям відповідають початкові раунди фінансування (посівний та передпосівний), коли стартап потребує коштів для проведення досліджень і розробки продукту. Зацікавлені інвестори надають капітал компанії після проведення техніко-економічного обґрунтування. З початковим капіталом компанія розробляє продукт для цільової аудиторії. Посівне фінансування – цей етап відзначається спробою відповісти на питання, чи може компанія масштабуватись. Інвестори на

цьому етапі часто готові приймати довгий перелік ризиків: в основному це ризик продукту, технічний ризики, ринковий ризик, і - часто – ризик команди та виконання. Через існування безлічі ризиків, «посівний» етап раннього інвестування часто займає тривалий період часу і включає ряд варіантів фінансування. Багато термінів, що використовуються для визначення цього етапу (посівний, передпосівний, пре-А, посівне розширення) – відображають зусилля, спрямовані на категоризацію різних під-стадій цієї ризикованої (і часто довгої і хворобливої) фази життя стартапу. Визначальною характеристикою цього етапу є те, що компанія ще не готова починати вибудовувати механізм росту. У бізнес-контексті це означає, що компанія як і раніше збирає докази, необхідні для обґрунтування майбутньої «Серії А»: створення продукту, демонстрація того, що продукт затребуваний ринком, підтвердження динаміки продажів, яка буде підтримувати ефективне зростання та наявність команди менеджменту.

Наступна, третя стадія - раннього зростання, триває зазвичай 1-3 роки і складається з трьох послідовних етапів[7]: «початковий етап розвитку компанії, тобто власне її «стартапу» (англ. start-up - «що стартує, тільки що виникла компанія», англ. Startup Financing Stage); етап виходу на ринок; етап «розгону».

На стадії фінансування етапу початкового розвитку здійснюються необхідні додаткові науково-дослідні, конструкторські та технологічні розробки, а також маркетингові дослідження, що передують початку пробного продажу нового продукту на ринку. Іноді посівну стадію і стартовий етап фінансування називають періодом початкового розвитку венчурного підприємства. Початкова стадія розвитку компанії потребує фінансування задля встановлення бізнесу та розвитку продукту. Залежно від галузі та характеру бізнесу обсяги фінансування, необхідні на даній стадії, можуть бути значними як і особистий внесок інвестора. Етап початкового розвитку можна поділити на 3 фази:

- перша рання фаза - налагодження початкового невеликого за масштабами виробництва комерційної продукції, після того, як при вивченні ринку були отримані обнадійливі результати.

- друга рання фаза етапу розвитку компанії - відрізняється від попередньої тим, що нова компанія починає виробляти свою продукцію в тому обсязі, який дозволяє відчути зворотний зв'язок з ринком. У цей період встановлюються основні якісні та кількісні параметри, на які компанія буде орієнтуватися при визначенні подальшої швидкості нарощування виробництва, і гранична можливість проникнення продукту або послуги на ринок.

- третя рання фаза етапу раннього розвитку компанії - характеризується збільшенням обсягу продажів продукції, що випускається і зростаючої потреби в засобах для підтримки і нарощування масштабів виробництва, подальшим вдосконаленням споживчих якостей продукції і проведенням додаткових маркетингових досліджень.

Фінансування перед виходом на ринок відбувається в тому випадку, коли посівна стадія успішно пройдена, приймається рішення про створення компанії. Таким чином новостворена компанія входить у наступну стадію - етап виходу на ринок. На цьому етапі є важливим наявність бізнес-плану, який би описував як функціонує компанія і надає деталі, яким чином буде працювати надалі. Як правило, першим кроком на цьому етапі є отримання статусу юридичної особи. Статус юридичної особи визначатиме масштаби діяльності компанії. Часто на цьому етапі формується управлінська команда стартапу. Разом з новоствореною управлінською командою підприємці працюють над розвитком дистрибуції, маркетингу та логістики. Потреба у фінансуванні на цій стадії є відносно вищою, ніж на посівній стадії. Тому компанії на цьому етапі вдаються до задоволення потреб у капіталі зі сторони венчурних фондів. У цій моделі фінансування, в якій існує високий ризик та високі очікувані прибутки, і підприємець, і венчурний капіталіст, який надає капітал цій компанії, отримують високу прибутковість, якщо прийнятий

ризик перетворюється на успіх. Принципово ця модель базується на партнерстві. З одного боку партнерства - підприємці, які намагаються запустити нові технології або ідеї, а з іншого боку партнерства – венчурні інвестори, які аналізують бізнес-ідеї цих підприємців, розвивають впевненість у тому, що ці ідеї можуть перетворитися на успішні інвестиції, а тому фінансують підприємців. На етапі виходу на ринок підприємці залучають більше капіталу від фондів венчурного капіталу, ніж від інвесторів-ангелів. Найважливішою особливістю етапу фінансування виходу на ринок є початок виробництва та продажу, а також обслуговування продукції на ринку. Фінансування стартової стадії передбачає інвестиції в оборотний капітал, необхідний у період між завершенням фінансування запуску проєкту та початком його операційної діяльності, задля фінансування всіх збитків, понесених під час процесу становлення та коштів, виділених на вирішення непередбачених проблем.

Фінансування «розгону» є останнім етапом фінансування на ранній стадії. Найважливішою особливістю цієї стадії є те, що виробництво та продажі зростають. Розширення компанії за рахунок збільшення продажів є показником успіху, тому що це означає, що бізнес-модель компанії отримала визнання на ринку і компанія стає прибутковою. Якщо компанія досягає прибутковості на стартовому етапі, або якщо у неї є чіткі показники, що вона досягне прибутковості на стадії розгону, тоді все більше венчурних інвесторів виявляють бажання фінансувати цей етап.

Стадіям раннього зростання відповідають раунди *фінансування серії А та серії В.* Раунд фінансування серії А є етапом, коли компанія пропонує свою частку у формі акцій зовнішньому інвестору. Інвестори вкладають гроші після перевірки прогресу, досягнутого з початковим капіталом, частки ринку, яку компанія може отримати, якості команди та пов’язані ризики. Основний мотив фінансування серії А полягає у проведенні маркетингових досліджень і розробок та прийнятті рішення про повноцінний запуск продукту на ринок. Зазвичай етап серії А займає період від 18 до 24 місяців.

Це найважливіший етап, оскільки саме на ньому компанія повинна завершити складний перехід: від компанії з вдалою пропозицією, яка може бути масштабованою, до компанії з вдалою пропозицією, яка швидко і передбачувало масштабується. Раунд серії А відбувається, коли інвестор серії А переконаний, що компанія здатна масштабуватись. Головний ризик який бере на себе інвестор серії А (або повинен приймати) полягає в тому, що компанія не може зрозуміти, як масштабуватись - тому ризик навколо потенціалу масштабування повинен бути усунений. У контексті компанії це означає, що існує працюючий продукт та клієнти, перевірена рентабельність продукції та існують ранні докази того, що незважаючи на те що продажі є низькими, ефективність продажів, ймовірно, буде високою. Можливо, не існує повного відділу продажів, у деяких випадках не існує навіть команди з продажу. Але є вагомі докази того що компанія може драматично масштабувати доходи. Подолання підприємцем ризику неможливості масштабування є основною діяльністю на етапі серії А.

Етап фінансування серії В здійснюється задля боротьби з конкуренцією на ринку, для поліпшення економії від масштабу, для збільшення частки ринку тощо. Основною метою компанії є досягнути значних прибутків за рахунок капіталу, вкладеного в цьому раунді [54].

4. Наступна стадія стійкого зростання (англ. «expansion») - це стадія розширення бізнесу, що характеризується збільшенням обсягів продажів, зростанням ринкової частки, обсягів виробництва тощо. Також іноді виділяють наступну за нею стадію реструктуризації бізнесу, якщо вона має місце. Стадія стійкого розвитку і розширення, що триває від 2 до 4 років, складається з ряду послідовних фаз:

- фаза створення умов для виробництва зростаючих обсягів комерційної продукції;
- фаза зростаючого обсягу випуску конкурентоспроможної продукції;
- фаза успішної реалізації продукції, обсяги якої збільшуються, що приносить компанії прибуток.

На цьому етапі кошти використовуються для розширення виробничих потужностей, дослідження ринку, обігових коштів або розробки більш досконалого продукту. Бізнес на етапі розширення, як правило, є прибутковим і зміцнілим. Будь-який капітал, наданий компанії на даному етапі, використовується для подолання будь-яких обмежень щодо зростання та сприяння досягненню додаткового потенціалу продукції / послуг. Цей етап фінансування слідує після етапу раннього (стартового) фінансування і забезпечує необхідні оборотні кошти для кроків задля зростання компанії, на якому компанія виробляє та розповсюджує свою продукцію і має зростаючу дебіторську заборгованість та запаси. Незважаючи на те, що підприємство досягло прогресу, можуть виникнути ситуації, які показують, що компанія ще не може бути прибутковою. Це може бути викликано змінами у продуктах чи послугах або додатковими інвестиціями задля розширення ринку. Роль венчурних інвесторів на цьому етапі може бути більш стратегічною. Крім того, компанія на даному етапі потребує певної управлінської експертизи. Оскільки ризик на даній стадії відносно невисокий, а прибутки зростають і є вже цілком ліквідні активи, вартість компанії і її акцій підвищуються. Складаються умови, що забезпечують інвестору можливість не просто повернути вкладені в компанію кошти, а й отримати певний прибуток. Тому починається перехід до завершальної фази періоду стійкого зростання і розширення - етапу підготовки до повного або часткового виходу з інвестиції, тобто до етапу забезпечення ліквідності.

Стадії розширення відповідає пізній етап венчурного фінансування сперія С. На цьому етапі інвестори вкладають капітал, якщо компанія досягла успіху, а його майбутні перспективи - багатообіцяючі. Кошти використовуються компанією для збільшення частки ринку, злиття та поглинання, впровадження нових продуктів на ринок тощо.

Нарешті, фінансування серії Д - це інвестування перед продажем компанії стратегічному інвесторові або перед виходом на IPO - тобто передпродажне фінансування.

Фази після серії А - серії В, С, D і т. Д повністю присвячені зростанню або розширенню. Інвесторами тут можуть бути традиційні венчурні фірми, фонди прямих інвестицій або будь-які інші фінансові або стратегічні інвестори. Ключовим моментом, є те, що якщо етап серії А був успішним, компанія вже створила механізм росту і може довести, що він працює. У корпоративному контексті це зазвичай означає, що існує команда з продажу, розвитку та сервісу. Менеджмент проєкту довів, що може наймати команди продажу та задавати темп діяльності. Якщо це доречно, показники діяльності залишаються на колишньому рівні, навіть коли компанія розширюється. Обчислення ризиків дуже відрізняється, навіть від Серії А, оскільки в основному йдеться про розширення набору видів діяльності, які в ідеалі вже працюють. Крім основних раундів фінансування венчурні фонди можуть виділяти проміжні етапи. Крім того, в залежності від конкретного проєкту той чи інший раунд може бути змішаним. Наприклад, коли в рамках одного раунду, в зв'язку з його особливостями, можуть виділятися кошти на запуск і на масштабування (АВ) або на масштабування і досягнення самозабезпечення (ВС).

Зазвичай, до дійсно венчурних інвестицій відносять посівне фінансування та серії А та В, інвестиції на пізніх стадіях та експансії часто позначаються терміном «прямі інвестиції» (англ. private equity). Проте, як буде розглянуто далі в роботі, в галузі венчурного інвестування відбулись помітні зміни, що обумовило зміщення етапів фінансування та появу нових гравців, рис. 1.3.2.

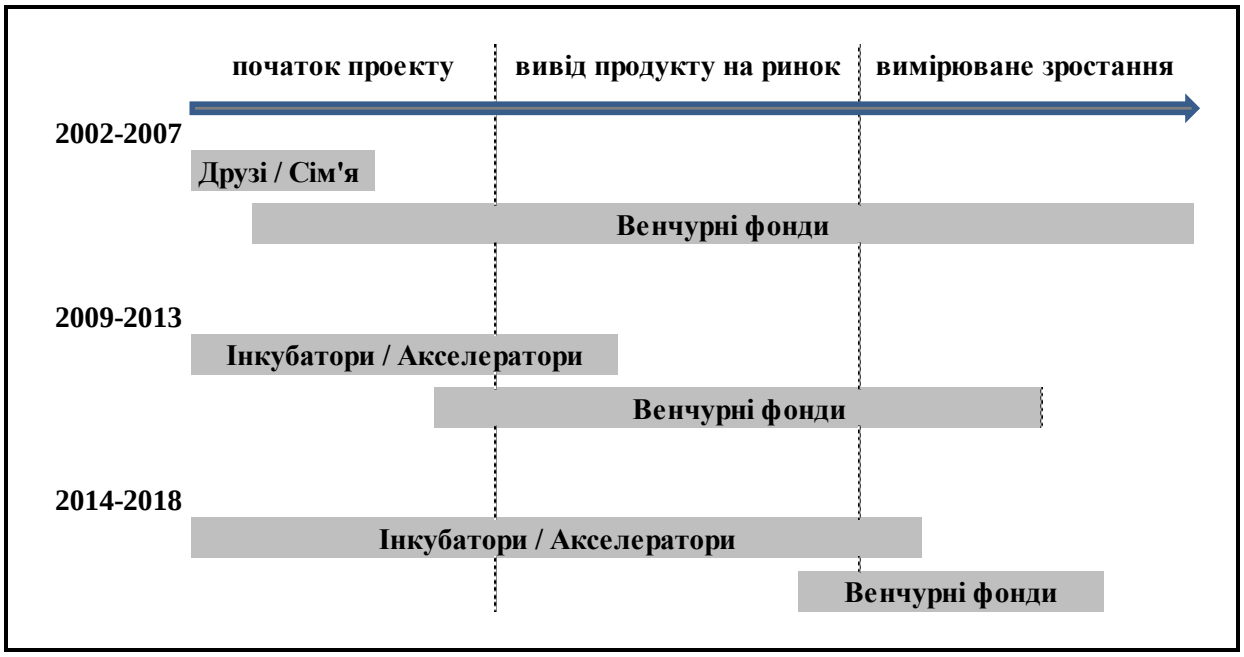


Рис. 1.3.2. Еволюція інвесторів ранніх стадій венчурного фінансування. Джерело: складено автором на основі [54]

Стадія «виходу» з профінансованої компанії. Цей етап полягає в тому, що інвестори продають свій пакет акцій (частіше тільки його певну частину) для того, щоб вперше з часу підписання контракту з підприємцем повернути свої кошти з прибутком. Зазвичай це відбувається через 5-7 років після підписання контракту і першої інвестиції венчурного капіталу в компанію. Існує кілька способів «виходу» з профінансованої компанії:

- коли компанії в зрілій стадії їх життєвого циклу є відносно стабільними і такими, що добре зарекомендували себе на своєму ринку з наявними результатами грошових потоків і прибутковості. Зміна власності, як правило, пов'язана з фінансуванням викупу, а найпоширенішими формами є викуп Leveraged Buy Out (LBO), Management Buy Out (MBO) or Management Buy In (MBI).

Коли компанія досягає рівня, на якому вона може здійснити первинне розміщення акцій (IPO), фінансування, яке надається компанії для здійснення своєї діяльності до IPO, називається проміжним фінансуванням (Bridge Financing). Проміжне фінансування доступне для компаній, які будуть

залучені до публічного розміщення на фондовій біржі від шести місяців до одного року.

Протягом кожного з перерахованих етапів підприємець стикається з проблемою залучення додаткового капіталу для забезпечення зростання компанії. Крім зазначених вище можливостей існує і ряд інших:

1. Приватне розміщення акцій, яке може відбуватися як до їх випуску, так і після нього. Тут інвесторами можуть бути франчайзери нової компанії, її дилери, корпорації, зацікавлені в її технологіях, тобто інвестори, які мають безпосереднє відношення до сфери бізнесу даної фірми. До іншої групи учасників приватного розміщення належать професійні інвестори та венчурні капіталісти, які вкладають свої кошти в перспективні компанії з метою отримання прибутків за рахунок потенційного зростання їх акцій. Особливе місце в цьому ряду займають так звані «ангели бізнесу» (англ. business angels), що представляють собою індивідуальних інвесторів з великим досвідом роботи в бізнесі, що шукають застосування своїх знань і фінансових коштів. Існують також спеціалізовані фонди, що акумулюють кошти подібних інвесторів [102].

2. Програми розміщення акцій серед працівників (англ. Employee Stock Option Plan) можуть послужити внутрішнім джерелом капіталу для компаній, що знаходяться на стадії стабільного зростання. Гроші, надані в кредит банком або страховою компанією, йдуть на викуп акцій у їх власника. Акції при цьому служать борговими забезпеченням, причому для позикодавця 50% від суми відсотків, отриманих за боргом у рамках програми, не підлягають оподаткуванню, а сама компанія робить щорічні відрахування з прибутку для обслуговування суми боргу, також не підлягають оподаткуванню.

3. Первинне публічне розміщення акцій (англ. initial public offering - IPO). IPO проводиться на позабіржовому ринку цінних паперів, на якому обертаються цінні папери компаній, які не включені до котирувальних списків великих бірж. До цього моменту проспект емісії подається на розгляд до відповідного державного органу (наприклад, в США - це Комісія з цінних

паперів і бірж). Процедура IPO може проходити через підписку (андеррайтинг) інвестиційними банками на акції компанії. У цьому випадку банки отримують прибуток за рахунок різниці між тим, що вони платять за акції і тим, що вони отримують за них на фондовому ринку. Але прибуток може бути також отриманим і за рахунок варантів, тобто права купити або продати певну кількість цінних паперів протягом деякого періоду. Необхідно підкреслити також важливість підтримки компанії після виходу на позабіржовий ринок (англ. aftermarket support). Таку підтримку може здійснювати і сам банк - гарант розміщення цінних паперів. Нерідко в угоду первинного публічного розміщення акцій банк включає пункт про необхідність найму спеціаліста зі зв'язків з потенційними інвесторами. З метою залучення потенційних покупців акцій влаштовуються спеціальні презентації. Головними недоліками IPO є складність його юридичного оформлення, а також необхідність підтримувати курс акцій компанії, піклуючись про поточний прибуток, що може йти врозріз з її довгостроковими планами. Необхідно відзначити, що саме фондовий ринок визначає життєздатність компанії. Залежно від тенденції його розвитку, яка визначається характером угод, ціна акцій компанії, що успішно функціонує на рівні випуску продукції, може радикально вплинути на її долю [102].

Залежно від стадії на якій знаходиться компанія, їх ризиковість та очікувані прибутки для венчурних інвесторів відрізняються. На основі емпіричних досліджень у табл. 1.3.3 представлені очікувані прибутки венчурних капіталістів від їхніх інвестицій.

Таким чином, життєвий цикл будь-якої компанії є складним ланцюгом неоднакових за тривалістю послідовних етапів, що характеризуються як змінами розміру компанії, так і її цілей, можливостей, стратегічних і тактичних завдань, а також постійними пошуками найбільш оптимальних рішень, що дозволяють їй, з одного боку, поетапно розвиватися, а, з іншого боку, завдяки своїй зростаючій привабливості для інвесторів, знаходити все нові і нові джерела фінансування.

Таблиця 1.3.3

Очікувана норма прибутків відповідно до стадій венчурного фінансування.

Стадії венчурного фінансування	**Очікувана норма прибутку**
2. Стадія: посівна	80%
3. Стадія: раннього зростання	50-70%
4. Стадія: зростання/розширення	30-50%
5. Пізня стадія:проміжне фінансування/вихід	20-35%

Джерело: [102]

Поява нових гравців сприяє росту венчурної галузі. Альтернативні ринки для виходу з інвестицій надають як інвесторам, так і акціонерам можливість торгувати своїми акції до досягнення потрібного рівня ліквідності. Швидке зростання вторинних ринків сприяє швидшій «рециркуляції» венчурного капіталу і дає таку необхідну альтернативу IPO і угод M & A. Однак, ріст венчурної галузі не означає, що всі проблеми, які відбулися в останнє десятиліття, просто зникнуть. Навпаки, пристосовуючись до нової економічної ситуації разом з новими тенденціями, що з'явилися з появою нових гравців та формуванням нового циклу венчурного фінансування, ринок венчурного капіталу вже назавжди змінив свій шлях поведінки, що безперечно спонукає до його вивчення.

Узагальнення та систематизація досвіду розвитку системи венчурного фінансування у країнах із розвинутою та трансформаційною економікою надасть можливість підвищити якісний рівень управління державними та корпоративними фінансами в умовах економічних перетворень.

Висновки до розділу 1.

Динамічні економічні перетворення потребують застосування виваженого підходу до визначення ефективних методів відтворення й розвитку науково-технічного потенціалу країни, впровадження інноваційних технологій. Необхідним є розвиток сучасного інструментарію фінансування інноваційних проєктів, що сприятиме результативності економічних перетворень та надасть можливість для повноцінного використання інвестиційного потенціалу країни. Вагомим завданням інноваційної політики є реалізація системи заходів у сфері розвитку людського потенціалу. Доцільним є адаптивне удосконалення інституційних засад венчурного фінансування у системі фінансово-економічного регулювання, що передбачає підвищення ступеню впливу органів державного управління на інноваційну діяльність.

Венчурне інвестування є вагомою складовою системи фінансово-економічного регулювання соціально-економічних процесів, яка надає можливість для мобілізації та забезпечення необхідного рівня якості та доступності фінансових ресурсів, необхідних для розвитку інновацій та підвищення конкурентоспроможності економіки; інструментом регулювання інноваційної діяльності, здатним взаємоузгодити фінансові потреби технологічних компаній на початковому етапі розвитку з вимогами, що пред'являються інституційними та стратегічними інвесторами; інструментом залучення капіталу в інноваційний сегмент економіки; ефективною системою відбору найбільш якісних інноваційних проєктів; інструментом стимулювання процесів суспільного відтворення, активізації науково-технічної та інноваційної діяльності на основі поєднання інвестиційних ризиків з відповідним рівнем доходу.

Венчурне фінансування інноваційної діяльності є вагомим інструментом управління фінансово-економічними процесами в країні на основі мобілізації фінансових ресурсів в інноваційний сегмент економіки, що

сприяє оптимізації структури та підвищення якісного рівня виробництва, розвитку соціальної сфери. Важливим є запровадження дієвих механізмів венчурного інвестування, які становитимуть цілісну систему фінансово-економічних відносин, що сприятиме покращанню фінансування високотехнологічних галузей економіки. Основними передумовами забезпечення якісного рівня системи венчурного фінансування є дієвість підходів щодо її складових з врахуванням інституційного забезпечення розвитку інноваційного середовища, що надасть можливість для підвищення конкурентоспроможності вітчизняної економіки.

Система венчурного фінансування є динамічно-адаптаційною до внутрішніх та зовнішніх фінансово-економічних чинників. Підвищення рівня обґрунтованості венчурного фінансування, забезпечення послідовності та передбачуваності у процесі реалізації фінансової політики щодо розвитку ринку венчурного капіталу в сучасних умовах набувають особливої значущості. Розвиток вітчизняного ринку венчурного капіталу шляхом врахування провідного зарубіжного досвіду сприятиме оптимізації процесу венчурного інвестування. Вагомим є здійснення дієвих перетворень з метою забезпечення належного рівня державної фінансової підтримки високотехнологічних галузей економіки, що є вагомою складовою процесу розбудови конкурентоздатної інноваційної економіки. Доцільним є удосконалення системи моніторингу та оцінки інвестиційної привабливості інноваційних проєктів за допомогою обґрунтування якісних і кількісних індикаторів, відповідного інструментарію з урахуванням особливостей розвитку країни та світових тенденцій.

Система венчурного фінансування потребує подальшого розвитку, що зумовлює необхідність посилення державного регулювання інноваційної діяльності, розширенням завдань та повноважень відповідних органів державного управління у даній сфері. Поряд з цим, ступінь впливу органів державного управління на розвиток національної інноваційної системи

залежить від рівня розвитку інноваційної інфраструктури та моделі інноваційного розвитку економіки.

Посилення інституційної спроможності системи венчурного фінансування передбачає здійснення цілеспрямованих та узгоджених дій органів державного управління, інститутів інноваційного розвитку та учасників ринку венчурного капіталу. Координація діяльності суб'єктів венчурної діяльності сприятиме забезпеченню стабільності джерел фінансового забезпечення інноваційної діяльності, прискореній комерціалізації інтелектуальної власності, нарощуванню виробництва конкурентоспроможної високотехнологічної продукції та дієвому використанню науково-технічного потенціалу.

В умовах економічних перетворень вагомим завданням є розробка дієвих підходів щодо розвитку інноваційного середовища під впливом динамічних змін, що відбуваються в науково-технічній сфері, в структурі і характері промислового виробництва. Розвиток системи венчурного фінансування передбачає підвищення дієвості інституту інновацій, розбудову інституційного середовища державного регулювання венчурної інноваційної діяльності. Важливим є посилення інвестиційної складової бюджетів різних рівнів шляхом підвищення частки капітальних видатків у загальній структурі, розробка механізмів спрямованих на підвищення інноваційної активності суб'єктів господарювання, розвиток людського капіталу в напрямі модернізації технологічних процесів та виведення на ринок конкурентоспроможних технологій, здійснення якісних змін ключових складових інноваційної системи, удосконалення фінансової інфраструктури інновацій, що сприятиме ефективній комерціалізації наукових розробок, залучення інвестицій у високотехнологічні сектори економіки.

Розвиток вітчизняного ринку венчурного капіталу обумовлює необхідність поглиблення дослідження зарубіжного досвіду у даній сфері, що надасть можливість реагувати на вплив зовнішньоекономічної кон'юнктури, створюючи відповідні передумови для дієвої реалізації інноваційної

політики. Зарубіжний досвід доводить, що при певних особливостях і відмінностях в розвитку інноваційного середовища в країнах з розвинутою та трансформаційною економікою відбувається формування нових технологічних ринків і ринкових сегментів під впливом загострення глобальної конкуренції щодо залучення інвестиційних ресурсів, які визначають рівень розвитку національних інноваційних систем, посилення залежності від глобальної кон'юнктури зумовленої значним ступенем інтеграції. В процесі розвитку системи венчурного фінансування кожна країна вирішує завдання оптимізації джерел фінансової підтримки інноваційної діяльності, адаптації принципів державної інноваційної політики виходячи із соціально-економічних умов розвитку національної економіки. З метою розвитку фінансування інноваційних підприємств, нового промислового виробництва розробляється значний спектр програм фінансування венчурного капіталу та створюються Національні асоціації венчурного капіталу метою яких є: сприяння розвитку венчурного інвестування; налагодження співпраці з установами і асоціаціями на національному та міжнародному рівнях; зменшення перешкод, зокрема у сфері оподаткування для розвитку венчурного капіталу; сприяння пошуку та доступу до венчурного капіталу для тих, хто його потребує; здійснення моніторингу ринку венчурного капіталу.

Світовий досвід застосування інструментарію венчурного фінансування доводить, що його розвиток повинен здійснюватися із врахуванням особливостей розвитку складових інноваційного середовища. Методологія оцінки рентабельності інвестиції в інноваційні проєкти потребує удосконалення та адаптованості до відповідних змін у інноваційно-інвестиційній політиці під впливом внутрішніх та зовнішніх факторів на економічне середовище. У процесі розвитку ринку венчурного капіталу кожна країна здійснює моделювання ефективності інноваційних проєктів, їх вартості, що надає можливість розробки дієвих підходів до управління інноваційними ризиками. В умовах економічних перетворень удосконалення

інструментарію управління системою венчурного фінансування передбачає обґрунтування якісних критеріїв оцінки інноваційних проєктів та створення умов для зменшення ризиків у даній сфері. Удосконалення системи венчурного фінансування сприятиме підвищенню ефективності та результативності використання фінансових ресурсів, що є передумовою для забезпечення макроекономічної стабільності.

Зарубіжний досвід розвитку системи венчурного фінансування доводить, що її удосконалення доцільно здійснювати із врахуванням сукупності фінансово-економічних та інституційних чинників, що створюють необхідні умови для розвитку інновацій. У процесі оптимізації джерел фінансування венчурної діяльності з врахуванням впливу екзогенних та ендогенних чинників на розвиток інноваційно-інвестиційного середовища кожна країна визначає напрями, впровадження інновацій з найбільшим рівнем ефективності з огляду на економічні можливості та інфраструктуру венчурної діяльності. Ефективність системи венчурного фінансування залежать від рівня розвитку фінансового інструментарію та інформаційних технології у даній сфері. Подальший розвиток венчурного фінансування передбачає удосконалення моделі державної підтримки венчурної індустрії, дієвого використання механізмів державно-приватного партнерства у даній сфері на основі: посилення взаємодії органів державного управління і суб'єктів господарювання та взаємоузгодження їх інтересів; створення умов для участі суб'єктів господарювання приватної форми власності у формуванні та реалізації державних інноваційних проєктів та програм; обґрунтованого розподілу ризиків інноваційної діяльності та відповідальності між відповідними суб’єктами; можливості передачі майнових прав на результати інтелектуальної діяльності, отримані за рахунок державних фінансових ресурсів для їх подальшої комерціалізації.

Результати дослідження розділу опубліковані в наукових працях автора [21-24].

Список використаних джерел до розділу І

1. Асоціація венчурного та приватного капіталу. URL: http://uvca.eu/ua

2. Блауг М. 100 великих экономистов до Кейнса = Great Economists before Keynes: An introduction to the lives & works of one hundred great economists of the past

3. Бунчук М. Роль венчурного капитала в финансировании малого инновационного бизнеса. *Технологический бизнес*. 2003. № 1. URL: http://www.techbusiness.ru/tb/archiv/number1/page02.htm

4. Воронцов В. А., Ивина Л. В. Основные понятия и термины венчурного финансирования: изд. “Ступени”, 2002. С. 335.

5. Гулькин П. Г. Венчурные и прямые частные инвестиции: теория и десятилетие практики. СПб.: ООО «Аналитический центр «Альпари СПб», 2003. 240 с.

6. Дворжак И., Кочишова Я., Прохазка П. Венчурный капитал в странах Центральной и Восточной Европы. *Проблемы теории и практики управления*. 1999. № 6.

7. Дериг Ханс-Ульрих:. Уни версальный банк - банк будущего. Финансовая стратегия на рубеже века. Дериг. Москва: Международные отношения, 2001. С. 128.

8. Десмонд Г. М., Келли Р.Э. Руководство по оценке бизнеса. Москва: РОО. 1996. С. 50.

9. Європейська асоціація прямих приватних інвестицій та венного капіталу Invest Europe (former EVCA European Venture Capital Association) (EVCA). URL: https://www.investeurope.eu/, https://www.seca.ch/getattachment/035f27b5-12de-48f1-8e0d-4ea89699a6d8/Europe-(incl-Switzerland)-2018.aspx

10. Європейська мережа бізнес-ангелів (EBAN) URL: http://www.eban.org/.

11. Иванова И. Реформы и проблемы управления. 2008. № 1. С. 28–30.

12. Ивина Л. В., Воронцов В. А. Венчурный бизнес: Финансы и статистика, 2006. С. 155.

13. Інтернет-сайт Європейської асоціації прямих приватних інвестицій та венного капіталу Invest Europe (former EVCA European Venture Capital Association) (EVCA). URL: https://www.investeurope.eu/, https://www.seca.ch/getattachment/035f27b5-12de-48f1-8e0d-4ea89699a6d8/Europe-(incl-Switzerland)-2018.aspx

14. Каширин А. И., Семенов А. С. Венчурное инвестирование в России. Москва, Вершина. 2007. 338 с.

15. Кемпбелл К. Венчурний бізнес: нові підходи. Москва: Альпіна Бізнес Букс, Альпіна Паблишерз, 2008. С. 231.

16. Козлов А., Сапун В. Сколько стоит «закрытая» компания. *Рынок ценных бумаг*. 1999. №16 (151). С. 50–55.

17. Кондратьева Т. Н. Финансы венчурной деятельности. Мн.: Мисанта, 1998. С. 104.

18. Лебре Э. Старапы. Чему мы еще можем научиться у Кремниевой долины: Корпоративные издания, 2010. 216 с.

19. Лукашов А. В. Венчурное финансирование: стоимость компаний и корпоративное управление. URL: http://www.cfin.ru/.

20. Мертенс А. Венчурные фонды и венчурные инвестиции. *Финансовый директор*. 2005. № 1.

21. Мосієвич О. О. Структурування угод при венчурному фінансуванні. *Науковий журнал «Бізнес Інформ»*. 2019. №5(496). С. 169–173.

22. Мосієвич О. О. Сучасні тренди у венчурній індустрії. *Фінансово-економічний та суспільний світовий розвиток: сучасні тренди і перспективи*: матеріали міжнародної наук.-практ. конф. (м. Київ, 25 січн. 2017 р.). Київ, НАУКМА, 2017. С.72–74.

23. Мосієвич О. О. Фактори відбору венчурних проектів в рамках прийняття рішень інвесторами щодо венчурного фінансування. *Науковий журнал «Бізнес Інформ»*. 2019. №4(495). С. 124–130.

24. Мосієвич О. О. Якості управлінської команди при венчурному фінансуванні. *Scientific horizons – 2019*: матеріали XV міжнародної наук.-практ. конф. (м. Шеффілд, Великобританія, 30 вересн. по 7 жовтн. 2019 р.). Sheffield, Science and education LTD - 40, 2019. С.11–14

25. Науменкова С. В., Овсянникова Я. О. Фінансування проєктів публічно-приватного партнерства. *Теоретичні та прикладні питання економіки*. 2015. Вип. 1. С. 54–66.

26. Національна модель неоіндустріального розвитку України: монографія / В. П. Вишневський та ін.; Київ. НАН України, Ін-т економіки пром.-сті. Київ, 2016. 519 с.

27. Онищенко С. Засади формування ефективної державної політики, орієнтованої на забезпечення бюджетної безпеки. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. Економіка. 2015. Вип. 2. С. 81–85.

28. Опарін В. М. Модернізація фінансової інфраструктури як основа забезпечення стабільності національної економіки. *Ефективна економіка*. 2015. № 5. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2015_5_9

29. Опарін В. М., Федосов В. М., Юхименко П. І. Публічні фінанси: ґенеза, теоретичні колізії та практична концептуалізація. *Фінанси України*. 2017. № 2. С. 110–128.

30. Офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу. URL: http://www.uaib.& com.ua/

31. Переверзева М. Н., Шанин С. А. Механизм отбора инновационных компаний в секторе неформального рынка венчурного капитала. *Вестник Новосибирского государственного университета*. Серия: Социально экономические науки. 2010. Т. 10. № 1. С. 29–36.

32. Петрук О. М., Мошенський С. З. Теорія та практика венчурного

фінансування. Житомир: ЖДТУ, Рута, 2008. 248 с.

33. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15.03.2001 р. № 2299-III. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17 (дата звернення: 17.03.2020).

34. Рудакова И. Е. Слагаемые конкурентоспособности: опыт капиталисти-ческих стран (политико-экономический анализ). *Вестник Московского университета*. Серия 6. Экономика. 1989. № 6. С. 36.

35. Рыбалкин В. Е. Краткий внешнеэкономический словарь-справочник: Международные отношения. 1991. С. 68.

36. Сас Б. Б., Спяк Г. І. Розвиток системи венчурного фінансування в Україні. *Економічний аналіз*. 2014. Том 18. № 1. С. 195–202.

37. Семенцева Г. Формы финансирования малого инновационного бизнеса в США и Западной Европе. *Российский экономический журнал*. 1997. № 5/6. С. 79.

38. Сологуб А. Венчурные капиталисты рискуют в России по-крупному, но осторожно. URL: http://www.csr-nw.ru.

39. Сравнение экосистем венчурных инвестиций США, Европы, Азии и Украины. URL: https://inventure.com.ua/analytics/articles/ sravnenie&ekosistem&venchurnyh&investij&ssha& evropy&azii&i&ukrainy

40. Старцева Т. Т. Механизм венчурного финансирования инновационного процесса в промышленности. Москва: РГБ. 2003. С. 173.

41. Уманців Ю. М., Міняйло О. І. Економічна політика держави за умов глобальних трансформацій. *Економіка України*. 2018. № 9. С. 37–49.

42. Фабоцци Ф. Дж. Управление инвестициями. Москва: ИНФРА-М, 2000.

43. Федоров Б. Г. Англо-русский словарь валютно-кредитных терминов: Финансы и статистика. 1992. С.112.

44. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку : монографія / за заг. ред. В. Опаріна, В. Федосова. К. : КНЕУ, 2016. 695 с.

45. Фінансове забезпечення економічного зростання в Україні: стан, тенденції та перспективи: монографія / за ред. П. О. Нікіфорова; Чернів. нац. ун-т ім. Юрія Федьковича. Чернівці : Рута, 2015. 383 с.

46. Фоломьев А., Нойберг М. Венчурный капитал. СПб.: Наука, 1999. С. 156.

47. Чугунов І. Довгострокова бюджетна стратегія в системі економічної циклічності. *Вісник КНТЕУ*. 2014. № 5. С. 64–73.

48. Чугунов І. Я., Пасічний М. Д. Фінансова політика України в умовах глобалізації економіки. *Вісник КНТЕУ*. 2016. № 5. С. 5–18.

49. Чугунов І., Макогон В. Бюджетна стратегія в умовах економічних перетворень. *Вісник КНТЕУ*. 2018. № 5. С. 5–18.

50. Шаповалова Т. В. Соціальний капітал та економічне зростання: монографія. Луганськ : Вид-во СНУ ім. В. Даля, 2013. 299 с.

51. Шеховцов М. Проблеми і перспективи російського венчурного ринку. *Ринок цінних паперів*. 2008. С. 72–74.

52. Эрроу К. Дж. Восприятие риска в психологии и экономической науке. THESIS, 1994. Вип. 5. С. 81-90. URL: http://ecsocman.hse.ru/data/969/120/1217/5_1_3arrow.pdf

53. Amornsiripanitch N., Gompers P., Xuan Y. More than money: Venture capitalists on boards. Harvard Business School Working Paper, 2016.

54. Angel Resource Institute (ARI) URL: angelresourceinstitute.org/

55. Bashar Omr H.M.N., Bhattacharya P., Wohar M. The cyclicality aof fiscal policy: New evidence from unobserved components approach. Journal of Macroeconomics. 2017. № 53. P. 222–234.

56. Bhattarai K., Trzeciakiewicz D. Macroeconomic impacts of fiscal policy shocks in the UK: A DSGE analysis. *Economic Modelling*. 2017. № 61. P. 321–338.

57. Biolsi C. Nonlinear effects of fiscal policy over the business cycle. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 2017. № 78. P. 54–87.

58. Bliss R. T. A venture capital model for transitioning economies: The case of Poland venture capital. *International Journal of Entrepreneurial Finance*. 1999. № 1. P. 241–257.

59. Boocock G., Woods M. 'The Evaluation Criteria Used by Venture Capitalists: Evidence from The UK Venture Fund'. *International Small Business Journal*. 1997. vol. 16. № 1. P. 36–57.

60. Brander J. A., Amit R. A., Antweiler W. A. Venture capital syndication: Improved venture selection versus the value-added hypothesis. *Journal of Economics and Management Strategy*. 2002. № 11-3. P.12–34.

61. Bygrave W. D. The entrepreneurial process. In W. D. Bygrave (Ed), The portable MBA in entrepreneurship. 1997. P. 1–26.

62. Bygrave W., Timmons J. Venture Capital at the Crossroads. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship. URL: https://ssrn.com/abstract=1496172

63. DaRin M., Phalippou L. There is something special about large investors: Evidence from a survey of private equity limited partners. TILEC Discussion Paper, 2014.

64. Davis T. J., Stetson C. P. Creating Successful Venture-Backed Companies. *Journal of Business Strategy*. 1984. vol. 5. P. 45–58.

65. Dimov D., Shepherd D., Suteliffe K. Requisite expertise, firm reputation, and status in venture capital investment allocation decisions. *Journal of Business Venturing*. 2007. № 22. P. 481–502.

66. Dmitry M. K. Venture capital investment and reinvestment decisions. (PhD Thesis, University ofтMaryland, 2006). Retreived December 29, 2010, URL: http://drum.lib.umd.edu/bitstream/1903/3858/1/umi-umd-3704.pdf.

67. Fisher D. E. Investing in Venture Capital. Venture Capital Seminar Materials. Washington, 1988.

68. Fried V., Hisrich R. Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial Management*. 1994. № 23(3). P. 28–37.

69. Gompers P., Kovner A., Lerner J., Scharfstein D. Skill vs. Luck in Entrepreneurship and Venture Capital: Evidence from Serial Entrepreneurs," NBER Working Papers 12592, National Bureau of Economic Research, Inc. 2006.

70. Gompers P., Gornall W., Kaplan S., Strebulaev I. *"How Do Venture Capitalists Make Decisions?,"* NBER Working Papers 22587, National Bureau of Economic Research Inc, 2016.

71. Gompers P., Kovner A., Lerner J., Scharfstein D. 'Performance persistence in entrepreneurship'. *Journal of Financial Economics.* 2010. № 96(1). P. 18–32.

72. Gompers P., Mukharlyamov V., Xuan, Y. 'The cost of friendship'. *Journal of Financial Economics*. 2016. № 119(3). P. 626–644.

73. Gorman M., Sahlman W. What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*. 1989. 4(4). P. 231–248.

74. Graham J., Harvey C., Rajgopal S. 'The economic implications of corporate financial reporting', *Journal of Accounting and Economics*. 2005. № 40(1). P. 3–73.

75. Gupta J., Chevalier A., Dutta S. Multi criteria model for risk evaluation for venture capital firms in an emerging market context. *European Journal of Operational Research.* 2003. P. 65–82.

76. Hall J., Hofer W. Capitalists' Decision in Venture Evaluation'. *Journal of Business Venturing*. 1993. № 8 (1). P. 25–41.

77. Hisrich R., Jankowicz A. Intuition in Venture Capital Decisions: An Exploratory Study using a New Technique'. *Journal of Business Venturing.* 1990. vol. 5(1). P. 49–62.

78. Hochberg Y., Ljungqvist A., Lu Y. 'Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance'. *The Journal of Finance*. 2007. № 62(1). P. 251–301.

79. Jain A. B. Predictaor of venture capitalist backed organizations. *Journal of Business Research*. 1999. № 52. P. 223–233.

80. Jones C. M. The price of diversifiable risk in venture capital and private equity. (PhD Thesis, Columbia University). Retrieved January 2, 2011. URL: http://www.altassets.com/pdfs/vcriskreturn 28-5-03.pdf.

81. Kahn A. M. Assessing venture capital investments with noncompensatory behavioural decision models. *Journal of Business Venturing.* 1987. № 2. P. 193–205.

82. Kaplan S., Sensoy B., Stromberg P. Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies. *The Journal of Finance*. 2009. № 66 (1). P. 5–115.

83. Kaplan S., Stromberg P. Venture capitals as principals: Contracting, screening, and monitoring, *American Economic Review: Papers and Proceedings*. 2001. № 91(2). P. 426–430.

84. Keeley R. H., Roure J. B. Determinants of new venture success before 1982 and after a preliminary look at two eras. *Frontiers of Entrepreneurship research.* 1989. P. 274–287.

85. Larsson J., Roosvall M. Overruling uncertainty: A study of venture capital decision making. (Master Thesis for International Management), Göteborg University, 2000.

86. Levine R. I., Travis V. R. Small Company Finance: What Books Don’t Say. *Harvard Business Review.* 1987. Vol. (65). № (6). P. 30–32.

87. MacMillan I., Siegal R., Subba Narasimha P. 'Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals'. *Journal of Business Venturing*. 1985. P. 119–28.

88. Macmillan Ian C; Zemann Lawrian and Narsimha Subba P.N. Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures screening process. *Journal of Business Venturing*. 1987. Vol 2. № 2. P. 123–137.

89. Manigart S., Wright M., Desbrieres K., Waele K. Venture Capitalists' Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study. *Entrepreneurship Theory and Practice.* 1997. vol. 21. № 4. P. 29–43.

90. Mann V. C. Venture capital financing: The Canadian perspective. Paper presented at the Cross Border Venture Transactions Conference, Seattle, Washington. Retrieved December 29, 2010. URL: https://www.lawsonlundell.com/media/news/259_VentureCapitalFinancingPaper.pdf

91. Marvin Lai "Venture capitalist screening criteria and associated tools: progressive screening matrix & mean-IRR index". iTM Ventures Inc, 2006, 20 p.

92. Muzyka D., Birley S., Leleux B. Trade-offs in the investment decisions of European venturing capitalists. *Journal of Business Venturing*. 1996. № 11. P. 273–287.

93. NVCA. URL: https://nvca.org/wp-content/uploads/2019/08/NVCA-2019-Yearbook.pdf

94. Pitchbook-NVCA Venture Monitor. URL: https://nvca.org/research/pitchbook-nvca-venture-monitor/

95. PwC report 2017. URL: https://www.pwc.com/us/en/technology/assets/MoneyTree_Report_2018_Q1_FINAL.pdf

96. Rah J., Jung K., Lee J. Validation of the Venture Evaluation Model in Korea. *Journal of Business Venturing*. 1994. vol. 9. P. 509–24.

97. Reid G. C., Terry N.G., Smith J.A. Risk management in venture capital investor? Investee Relations. *European Journal of Finance*. 1997. № 3(1). P. 27–47.

98. Richardson C. Complete Guide to Venture Capital, 1987, P. 163–164.

99. Riquelme H., Rickards T. Hybrid Conjoint Analysis: An Estimation Probe in New Venture Decisions. *Journal of Business Venturing*. 1992. 7. P. 505–518.

100. Robinson R. B. 'Emerging Strategies in the Venture Capital Industry'. *Journal of Business Venturing*. 1987. vol. 2. P. 53–77.

101. Roure J. B., Maidique M. A. Linking Prefunding Factors and High-Technology Venture Success: An Exploratory Study. *Journal of Business Venturing*. 1986. vol. 1. № 3. P. 295–306.

102. Sahlman William A., and Matthew Willis. "Basic Venture Capital

Formula, The." Harvard Business School Background Note 804-042, August 2003. (Revised May 2009.).

103. Sandberg W. R., Schweiger D. M., Hofer C. W. The Use of Verbal Protocols in Determining Venture Capitalist's Decision Processes. *Entrepreneurship Theory and Practice.* 1988. vol. 13. № 2. P. 8–20.

104. Shepherd D. A. Venture Capitalists' Introspection: A Comparison of 'In Use' and 'Espoused' Decision Policies. *Journal of Small Business Management.* 1999. vol. 37. № 2. P. 76–87.

105. Shepherd D., Zacharakis A. Conjoint analysis: a new methodological approach for researching the decision policies of venture capitalists. *Venture Capital*. 1999. V 1. № 3. P. 197–217.

106. Shepherd D., Zacharakis A., Baron R. VCs' decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better. *Journal of Business Venturing*. 2003. 18. P. 381–401.

107. Silva J. Venture capitalist decision-making in small equity markets: A case study using participant observation. *Venture Capital*. 2004. № 6(2/3). P. 125–14.

108. Silver A. D. *Venture Capital: The Complete Guide for Investors*, John Wiley and Sons, New York, 1985. 260 p.

109. Stuart R., Abetti P. Start-Up Ventures: Toward the Prediction of Initial Success. *Journal of Business Venturing.* 1987. vol. 2. № 3. P. 215–31.

110. Svenson O. Process Descriptions of Decision Making. *Organisational Behaviour and Human Performance.* 1979. vol. 23. P. 86–112.

111. The Emergence of Organizations and Markets. Padgett, John F. and Powell, Walter W. Princeton University Press: Princeton, NJ, 2012.

112. Tyebjee T. T., Bruno A. V. A Model of Venture Capitalist Investment Activity'. *Management Science.* 1984. V. 30. № 9. P. 1051–1066.

113. Vinig T., De Haan M. How do venture capitalists screen business plans? Evidence from the Netherlands and the US. Research Document, 2002. 23 p. URL: http://www.ssrn.com.

114. Wright M., Robbie K. Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis. *Journal of Business Finance Accounting*. 1998. Vol. 25. № 5–6. P. 521–570.

115. Zacharakis A., Meyer G. Do Venture Capitalists Really Understand Their Own Decision Process?: A Special Judgement Theory Perspective. *Journal of Business Venturing*. 1998. vol. 13. № 1. P. 57–76.

116. Zider B. How Venture Capital Works. Harvard Business Review. November-December, 1998.

117. Zopoundis C. Venture capital modeling: evaluation criteria for the appraisal of investments. The Financier ACMT. 1994. 1 (May). P. 54–64.

РОЗДІЛ ІІ.

СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТОК СИСТЕМИ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ

2.1. Основні аспекти еволюції в венчурній галузі

З метою реалізації ефективної політики у сфері венчурного фінансування інноваційної діяльності, необхідно враховувати досвід становлення та розвитку системи венчурного фінансування у попередні періоди. За роки становлення України як самостійної держави сформовані принципи та відповідний інструментарій функціонування ринку венчурного капіталу. Проте, він не дає можливості для стимулювання розвитку інноваційних секторів економіки, дієвої реалізації напрямів державної інноваційної політики, забезпечення якісного зростання і конкурентоспроможності вітчизняної економіки з концентрацією ресурсів на формуванні її високотехнологічних секторів. Досвід розвитку системи венчурного фінансування в Україні свідчить про необхідність забезпечення стабільності інституційного середовища у даній сфері.

Венчурний капітал, як альтернативне джерело фінансування приватного бізнесу, зародився в США в середині 50-х років ХХ ст. До виникнення венчурного капіталу в світі були відомі кілька джерел фінансування малого та середнього бізнесу: банківський капітал, великі корпорації та компанії, а також заможні люди, які згодом отримали назву «бізнес-ангели» (англ. business angels). [9]. Хоча коріння приватного капіталу можна простежити до 19-го століття, венчурний капітал розвинувся як галузь після Другої світової війни. Професор Гарвардської бізнес-школи Жорж Доріот, як правило, вважається "батьком венчурного капіталу", заснував Американську корпорацію з досліджень та розвитку (АКДР) в 1946 році і залучив 3,5 млн. доларів США для інвестування компаній, які комерціалізували технології, розроблені під час Другої світової війни. Хоча

фінансування здійснювалося переважно банками, розташованими на північному сході, після зростання технологічної екосистеми венчурний капітал зосереджувався на Західному узбережжі США. Венчурна діяльність як самостійний бізнес розпочалася в Кремнієвій долині в США в кінці 50-х років XX ст. Засновниками венчурного капіталу стали Артур Рок, Франклін (Пітч) Джонсон і Том Перкінс, які взяли участь в найперших венчурних угодах. Саме Артур Рок вперше вжив термін «венчурний капітал». [6, с. 24].

Ряд регуляторних нововведень допоміг популяризувати венчурний капітал як джерело фінансування. Першою була поправка до закону про малий бізнес інвестицій (SBIC) в 1958 році. Це збільшило венчурний капітал галузі шляхом надання податкових пільг для інвесторів. У 1978 році було внесено зміни до Закону про доходи з метою зменшення податку на прибуток з 49,5% до 28%. Потім, у 1979 році, зміна Закону про забезпечення пенсійного забезпечення працівників (ERISA) дозволила пенсійним фондам інвестувати до 10% їх загальних коштів у венчурну галузь. Цей закон сприймається як найважливіший фактор розвитку венчурного капіталу, оскільки це призвело до потоку капіталу від пенсійних фондів зі значним капіталом. Згодом податок на приріст капіталу був ще більш знижений до 20% у 1981 році. Ці три події сприяли зростанню венчурного фінансування, а 1980-ті перетворилися на період буму для венчурного інвестування, рівень фінансування якого досяг 1987 року 4,9 мільярда доларів США. Венчурна індустрія опинилась в центрі уваги, оскільки венчурні інвестори переслідували отримання швидких прибутків від високо-оцінених інтернет-компаній. За деякими оцінками, рівень фінансування за цей період досяг максимуму в 119,6 млрд. доларів США. Проте обіцяних прибутків не вдалось досягнути, оскільки декілька інтернет-компаній з високими оцінками зазнали банкрутства.

Зародження венчурного капіталу в Європі відбулось в середині 70-х рр. XX ст. Першою в цій сфері почала працювати Великобританія, де венчурні інвестиції у 1979 році становили 20 млн. англійських фунтів, проте

вже в 1987 році, сума про інвестованих венчурних проєктів становила 6 млрд. фунтів. На період 2018 р кількість профінансованих приватних компаній в Європі становить більше двохсот тисяч. Загалом у 20 країнах Європи налічувалося більше 500 венчурних фондів і компаній. Обсяг венчурних інвестицій досяг 7,9 млрд. євро, що вдвічі перевищило показники 1995 р. Примітним є те, що 15% всіх венчурних інвестицій було здійснено в так названі «нові ринки» (англ. emerging markets), до яких відноситься і України.

Одним з важливих чинників розвитку венчурного фінансування в світовій економіці слід визнати зміни в моделі сучасного підприємства. По-перше, жорстка вертикальна структура підприємства за допомогою розвитку горизонтальних зв'язків поступово змінилася моделлю, яка отримала назву «виробнича мережа» (англ. enterprise web). Дана модель заснована на децентралізації управління та договірних відносинах між «модулями» корпорації [94].

По-друге, орієнтація на короткострокові економічні показники суперечила інноваційній спрямованості виробництва. Надалі інтерес до ризикового фінансування зростав з наступних причин: у ряді випадків інвестори отримували реальний дохід, що багаторазово перевершував можливий дохід від традиційних фінансово-кредитних операцій; специфіка об'єктів фінансування (високоризикових проєктів) сприяла розвитку особливих методів управління, спрямованих на мінімізацію ризиків інвестиційної діяльності; венчурний механізм забезпечив практичну можливість фінансування інноваційних ідей і проєктів на початкових етапах їх реалізації.

За підтримки інвесторів венчурного капіталу знайшли дорогу на ринок багато найбільших радикальних нововведень XX ст., пов'язаних з мікропроцесорною технікою, персональними комп'ютерами, Інтернетом, генною інженерією, штучним інтелектом та ін.

Венчурний капітал зіграв помітну роль в становленні таких добре відомих сьогодні флагманів наукоємного бізнесу, як «Facebook», «Microsoft», «Apple», «Amazon», «Google», «Intel», та багатьох інших. Саме за участі венчурного фінансування стало можливим бурхливе зростання нових галузей, таких як біотехнології, штучний інтелект, Інтернет речей.

Розвитку венчурного фінансування в США сприяють і професійні організації венчурних інвесторів. У 1975 році була сотворена Національна асоціація венчурного капіталу, яка займається не тільки інформаційною та консультаційною діяльністю в сфері венчурного бізнесу, а й лобіюванням інтересів венчурних інвесторів в державних органах. В середині 90-х рр. XX ст. в США нараховувалось 86 так званих «клубів венчурних капіталістів» - неформальних інформаційних центрів венчурного фінансування.

Однією з особливостей розвитку венчурних фондів за кордоном можна вважати і створення так званих «етичних» або «зелених» фондів, зайнятих вкладеннями в екологічно чисті виробництва. Так, один з таких фондів, Framlington Health, в 1995 році забезпечив 90% зростання своїх активів за рахунок вкладень в проєкти, що займаються розробками в сфері біотехнологій.

Традиційно виділяють три основних ринку венчурного капіталу – Північна Америка, Європа та Південно-Східна Азія. Потрібно зауважити, що на сьогодні увагу венчурних інвесторів, окрім традиційних заодно-європейських ринків, приваблюють держави центрально-східної Європи. Є помітним ріст ринків Ізраїлю, та особливо Китаю. Решта регіонів, як от Африка та Південна Америка, розглядаються як ринки в зародковому стані венчурного інвестування [65].

В Північній Америці (США, Канада) традиційно венчурне фінансування стосується в першу чергу нових та дуже молодих інноваційних проєктів. Проте в 80-ті роки відбулись серйозні зміни в їх інвестиційної політиці, коли у зв’язку з виходом на ринок венчурного капіталу потужних інституційних інвесторів (пенсійних фондів), появою надлишкової грошової

маси та нестачею якісних проєктів для інвестування, був здійснений ряд вкладень, що призвели згодом до завищених оцінок та фінансових втрат. Це призвело до зміщення інвестиційного циклу, коли інвестори відмовлялись фінансувати компанії на початкових стадіях розвитку і перейшли до менш ризикового фінансування більш пізніх етапів. Окрім того, надлишок капіталу на ринку, спонукав інвесторів розширювати рамки своїх інвестиційних стратегій та почати пошук вигідних проєктів в нових галузях діяльності (наприклад, в штучному інтелекті та біотехнології). Це в свою чергу призвело до пожвавлення підприємництва і різкого збільшення обсягу венчурного фінансування.

Використання венчурного капіталу задля розвитку було традиційним у західній Європі. Проте, розширення фінансування певних угод, які були низькодохідними але з помірним рівнем ризику, спричинило переорієнтування венчурного капіталу в 90-х роках у Європі в галузь більш ризикового венчурного фінансування. Саме підвищений інтерес корпорацій до придбання таких венчурних проєктів спричинив зростання підприємництва у ряді Європейських країн у 80-ті роки. Саме така структура венчурного капіталу характерна сьогодні, перш за все, для Великобританії і Франції. Винятком для Європи є Нідерланди, де венчурне фінансування набуло широкого поширення і організовано приблизно так, як у США [7].

Розвиток венчурних фондів в Україні відбувався в два етапи. Спершу створення та функціонування венчурних фондів здійснювалось за рахунок іноземних інвестицій (1992-2001 рр.). Починаючи з 1994 року діяльність венчурних фондів у нашій державі регулювалась Положенням «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії», затвердженим указом Президента України. На той час інвестиційні фонди створювалися спеціально з метою забезпечення процесів масової приватизації, наприклад, Western NIS Enterprise Fund (150 млн. дол. виділених урядом США, галузі інвестування – харчова промисловість, сільське господарство, виробництво будівельних

матеріалів, фінансовий сектор), Sigma Blayzer (капітал 100 млн. дол.), фонд прямих інвестицій «Україна» (капітал 22,5 млн. дол., був створений за підтримки ЄБРР, МФК та приватними інвесторами). Початок другого етапу етап припадає на 2001 р., коли в Україні був прийнятий Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 01.03.2001 р. № 2299-III, який у 2012 році був оновлений актуальний на сьогодні Законом України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 р. № 5080-VI. Згідно із ст. 7 цього Закону, що вступив у дію з 01.01.2014 року, «венчурним фондом є недиверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює винятково приватне (закрите, тобто шляхом пропозиції цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб) розміщення цінних паперів інституту спільного інвестування серед юридичних та фізичних осіб» [40].

Як зазначив О. Мертенс: «приклади, коли поняття "венчурний фонд" визначено законодавчо, в світі знайти складно. У той же час, у багатьох країнах діяльність венчурних фондів на ринку капіталу дуже помітна і розвивається вже протягом багатьох десятиліть» [19]. У цілому прописані в чинному українському законодавстві норми щодо інститутів венчурного інвестування та ті, що пропонуються у законопроєктах, не відображають повною мірою усі потенційні можливості венчурного фінансування, як це відображено в зарубіжному законодавстві. Реальна ситуація така, що венчурні фонди в Україні часто використовуються задля оптимізації та зниження податкового навантаження (звільнення від податку на прибуток) активів фінансово-промислових груп, тим самим не виконуючи своїх економічних функцій. Часто створені під активи холдингів венчурні фонди для реалізації фінансових схем, не мають за мету ідею спільного інвестування. Таким чином, не відбувається входження зовнішніх інвесторів у венчурний фонд [26].

Для світового ринку ризикового капіталу характерна циклічна динаміка [19]. Період його плавного підйому, що почався у 80-ті роки XX ст. слідом за

спадом в середині 70-х років, завершився в 1990 р черговий рецесією, яка тривала три-чотири роки. У 1995 р почався новий безпрецедентний за своїми масштабам підйом, який тривав майже до кінця 2000 р. На даному відрізку часу різко зросли інвестиції і майже в аналогічній пропорції збільшилось число компаній, що фінансуються за участю венчурного капіталу.

До середини 90-х рр. XX ст. світовий ринок венчурного капіталу вперше переступив рубіж 100 млрд. дол., що розглядалося тоді як знаменна подія. Через п'ять років на цей показник вийшли нові інвестиції венчурного капіталу в США за один тільки 2000 р. [11]. Зазначений підйом багато в чому був зумовлений загальним тривалим пожвавленням економічної кон'юнктури в 90-і рр. XX ст. і появою нового багатообіцяючого напряму інноваційної діяльності, пов'язаного з комерціалізацією інформаційних технологій і розвитком електронної торгівлі в мережі Інтернет. Важливу роль зіграло і збіг у часі першого і другого факторів, що істотно полегшило мобілізацію необхідних для інноваційної діяльності фінансових ресурсів.

Реалізація перспективних підприємницьких проєктів на тлі загального економічного підйому сприяла в другій половині 90-х років різкому збільшенню прибутковості венчурного фінансування. Середня річна норма прибутку американських венчурних фондів варіювала в цей період від 37 до 48% [11]. Це стимулювало прихід в венчурний бізнес капіталу більш обережних інвесторів.

Приплив нового венчурного капіталу в 1995 - 1999 рр. випереджав реальні можливості професійних інвесторів щодо розміщення коштів в перспективні проєкти, чому в чималому ступені сприяв і роздувався в засобах масової інформації ажіотаж навколо найбільш вдалих в комерційному відношенні проєктів і найближчих перспектив нових інформаційних технологій (в першу чергу електронної комерції). Одночасно збільшився попит на акції компаній, які отримали венчурне інвестиції, в ході їх первинного публічного розміщення (IPO). Тим самим склалися сприятливі умови для виходу інвесторів венчурного капіталу з фінансованих проєктів.

Як результат в 1999 р середня норма прибутку венчурних фондів за вибіркою з 271 IPO (приблизно це 50% всіх IPO) досягла рекордного показника - 146,2% [1].

Перевищення пропозиції фінансових ресурсів у порівнянні з пропозицією оригінальних і дійсно перспективних підприємницьких проєктів створює передумови до падіння ліквідності акцій нових фірм і зменшення норми прибутку інвесторів. Саме це сталося восени 2000 року, коли індекс NASDAQ став стрімко падати, знизившись до весни 2001 р практично в 2 рази. Хоча 2000 рік в цілому виявився на той час рекордним в історії венчурного бізнесу не тільки в США, але в ряді інших країн, аналітики, стали помічати ознаки надходження кризи. Протягом 2001 року і перших трьох кварталів 2002 р спостерігалося практично безперервне скорочення обсягу венчурних інвестицій і відповідно кількості проєктів, що фінансуються з використанням венчурного капіталу [11].

Індекс прибутковості капіталовкладень за один рік оцінювався по стану на 30 червня 2002 р негативними величинами для всіх видів венчурних фондів. В середньому по всіх фондах, які купують акції компаній, що не котуються на фондовому ринку, він становив - 16,5%; за всіма венчурним фондам - 27%, а по венчурним фондам, які вкладають свій капітал на ранніх етапах реалізації нових проєктів, - 35,3% . Помітно зменшилася їх ліквідність на основі механізму IPO - з 245 в 1999 р до 34 в 2001 р і 16 розміщень за підсумками перших трьох кварталів 2002 г. При цьому використання другого механізму ліквідності - злиттів і поглинань - не тільки не зменшилася, але навіть зросла (з 237 в 1999 р до 336 у 2001 р) [11]. Аналогічні тенденції спостерігалися на ринках більшості провідних країн Західної Європи і Азії.

Фінансовий криза 2008 р негативно вплинув на венчурний бізнес в усьому світі. Але якщо в Європі падіння все посилюється, то в США вже намітився стійкий ріст. Однак ділова активність все більше зміщується в бік Китаю, Бразилії та Індії.

Вже в 2017 розі був зафіксований новий рекорд в індустрії венчурного фінансування на рівні 164,4 млрд. дол. та рекордну кількість угод 11042 [109]. Проте вже в 2018 р дані NVCA та PitchBook показали, що венчурні компанії фінансували $131 мільярд через 8949 угод у 2018 році, рис. 2.2.2. Ця цифра є на 57% вищою порівняно з попереднім 2017 роком. Але збільшення фінансування не призвело до збільшення екосистеми, оскільки обсяг операцій або кількість угод, що фінансуються за рахунок коштів венчурних гравців, знизилися на п'ять відсотків [108]. Пізнє фінансування стало більш популярним, оскільки інституційні інвестори вважають за краще інвестувати в менш ризикові проєкти (на відміну від компаній на ранніх стадіях, де ризик невдачі є високим. Тим часом частка ангельських угод після періоду зростання у 2006-2015 рр. починає знижуватись. [92].

Таке переміщення «свіжих грошей» на зрілі стадії венчурного капіталу створює неефективність на венчурному ринку, що призводить до розриву фінансування стартапів. Коли існує розрив у ліквідності, це означає, що компанії не мають капіталу і не можуть продовжувати свою діяльність. Ця неліквідність значною мірою впливає на стартапи, оскільки низький прибуток від інвестицій для інвестиційних фондів означає менше реінвестування коштів, що може призвести до збільшення вимог венчурних інвесторів у процесі прийняття інвестиційних рішень та вибору наступної інвестиційної цілі.

Отже, нездатність підприємців знайти фінансову підтримку в, можливо, найбільш важливий періодом розвитку їх стартапів, може не заохочувати їх до реалізації своїх ідей і бізнес-планів, що, з іншого боку, призведе до скорочення інновацій в цілому. Це значно змінило цикл венчурного фінансування[11; 108].

В результаті венчурні інвестори на посівних стадіях зацікавлені в генерації активних дій (англ. traction), а стартапи на ранніх стадіях отримують більше фінансування. В результаті, стартапи повинні залучити

кілька джерел фінансування, щоб навіть претендувати на те, що венчурні інвестори шукають на посівній стадії або стадії зростання.

Тому можна стверджувати, що виникла потреба в альтернативних джерелах венчурного фінансування і вона задовольняється за рахунок мікро-венчурних інвесторів, і розрив ліквідності заповнюється. Їх поява та участь призвела до змін в екосистемі венчурного капіталу.

Зі збільшенням середніх розмірів угод і наявністю більшої кількості інституційних гравців можемо говорити про зрілість венчурної галузі. Венчурна галузь тепер включає різних гравців та типів інвесторів, які інвестують у різні стадії еволюції стартапу, залежно від їх фінансових запитів до ризику.

Опиняючись в кризових ситуаціях, інвестори зазвичай змінювали стратегію управління бізнесом, застосовуючи такі заходи: переорієнтацію інвестиційної активності з ранніх і тому більш ризикованих етапів венчурного інвестування на більш пізні стадії, пов'язані з підтримкою вже створених і діючих підприємств, які ще не встигли здійснити емісію своїх акцій; пошук нових сфер застосування венчурного капіталу, в тому числі перспективних проєктів, орієнтованих на освоєння останніх науково-технологічних досягнень; використання в ряді випадків коштів венчурних фондів для викупу контрольного пакета акцій і зміни керуючих в тих компаніях, котрі мають певні труднощі з реалізацією вже розробленого бізнес-плану; зміщення операцій по забезпеченню ліквідності раніше зроблених капіталовкладень від фондового ринку в бік корпоративних злиттів і поглинань; лобіювання додаткових заходів державного сприяння венчурному бізнесу (спів- фінансування інноваційних компаній, отримання податкових пільг на прибуток з капіталу венчурних інвесторів, залучення в великих масштабах нових джерел венчурного капіталу, а саме, пенсійних фондів).

Помітну роль в подоланні кризи на ринку венчурного капіталу в індустріально розвинених країнах відіграє держава. Здійснювані нею заходи

досить різноманітні і багато в чому схожі з механізмами підтримки, використовуваними на ранніх етапах становлення цього ринку.

Такі країни, як США і Великобританія, вдаються до різних програм державної участі в розвитку венчурного бізнесу в основному в періоди спаду активності, застосовуючи переважно методи непрямого стимулювання (податкові пільги, розширення числа потенціальних приватних інвесторів шляхом ослаблення законодавчих обмежень та інші способи).

Разом з тим в США продовжує функціонувати і розпочата ще в 1958 р програма підтримки інвестиційних компаній малого бізнесу (англ. SBIC - small business investment companies), в рамках якої держава дає їм засоби на додаток до акумульованого приватного капіталу (в співвідношенні 1: 3, якщо приватний капітал не перевищує 15 млн дол., або 1: 2, якщо він вище цього порогу). При цьому вона діє як партнер, що володіє привілейованими акціями, і в перспективі розраховує на частку прибутку таких компаній.

Що стосується держав, які помітно відставали до початку 90-х рр. XX ст. в даній області від країн-лідерів (Німеччина, Ізраїль, Фінляндія та ін.), то в них широко використовувалися заходи прямої державної підтримки, продиктовані прагненням підвищити конкурентоспроможність національної промисловості в умовах глобалізації світового ринку. В Ізраїлі, наприклад, до кінця 90-х рр. XX ст. було 40 спеціалізованих і більше 30 диверсифікованих венчурних фондів, а також 2 тис. наукомістких компаній, 40 з яких котирувалися в американській системі NASDAQ [14].

Цьому сприяли такі заходи, як виділення 100 млн. дол. на формування венчурного фонду для фінансування створення нових наукоємних компаній, надання грантів для проведення науково-дослідницьких розробок в інтересах малого наукоємного бізнесу, передача технологій з військового в цивільний сектор економіки та ін.

За фінансової допомоги Європейського Союзу в 90-і роки створено Європейський інвестиційний фонд, який вкладає кошти в акції малих і середніх підприємств з високим потенціалом зростання. З 1995 р аналогічна

SBIC схема появилась в Німеччині. У Фінляндії розвитку венчурних інвестицій сприяло створення фонду «посівних» інвестицій SITRA, середній обсяг інвестицій якого склав 30 млн. євро в рік [12].

Участь держави гарантує в ряді випадків більш сприятливі умови для реципієнтів венчурного капіталу. Зокрема, уряд Данії фінансуючи венчурні фонди не вимагає відшкодування наданих малому бізнесу кредитів в разі невдачі проєктів, розрахованих на створення нових технологій та інновацій. В Нідерландах діє схема, яка передбачає кредитування малого бізнесу та можливість неповернення позик в разі технічної або комерційної невдачі. Уряд у Швейцарії є також основним акціонером інвестиційного фонду та звільняє молоді компанії від сплати відсотків в перші два роки і виплати самого боргу протягом перших чотирьох років [14].

Іншою часто вживаною формою сприяння розвитку венчурного бізнесу є різні схеми державних гарантій інвестицій на випадок невдалого завершення проєктів малого бізнесу, що фінансуються. Відповідна програма гарантованих позик, здійснювана Адміністрацією у справах малого бізнесу США, поширюється на 75% суми позики на створення нових компаній і розвиток малих фірм з високим потенціалом зростання. У Канаді обсяг наданих аналогічною програмою гарантій досягає 90%.У Німеччині та Франції для таких цілей створюються спеціальні фінансові інститути, при цьому держава виступає їх великим акціонером або вторинним гарантом [14].

Разом з тим в більшості подібних випадків мова йде про надання гарантійних позик малому бізнесу, а не фондам венчурного капіталу, які інвестують свої кошти в велике число різних проєктів. Програма, орієнтована на інвестиції венчурних фондів, діяла в 1981 - 1995 рр. в Нідерландах і припинила існування після того, як венчурний бізнес отримав досить широке поширення. У другій половині 90-х років програми аналогічної спрямованості були ініційовані в Австрії, Данії і Фінляндії.

На сьогодні США та Північна Америка в цілому є найбільш розвинутим технологічним ринком у світі.

В 2017 р. було нарахувало 1562 венчурних фонди за даними Національної асоціації венчурного капіталу (NVCA) [107]. Виходячи з класифікації венчурних фондів за обсягом інвестицій та стадіями фінансування, для США характерні інвестицій в 100–500 млн. дол. в венчурні проєкти, що виходять на IPO. Є поширеними і більш великі угоди, що часто відбуваються при одночасній участі декількох фондів. Так на пізніх стадіях фінансують General Atlantic, Silver Lake Partners та інших. До іншого типу належать фонди, що інвестують в тих же самих стадіях, але з середнім чеком інвестування в 10-30 млн.дол. Враховуючи, що у даному сегменті потенціал зростання прибутковості є вищим і обсяги фінансування є більш доступними, тому таких фондів більше. Найбільш відомі венчурні фонди, як наприклад, Sequoia Capital, Andreessen Horowitz і Khosla Ventures є представниками саме цього сегменту. Великі фонди мають можливість інвестувати і на більш ранніх стадіях. Проте, є інституції, сфокусовані саме на посівних раундах і раундах серії А. Варто відзначити відомі акселератори (Y Combinator, 500 Startups), на рівні яких існує об'єднання бізнес-ангелів і ангельських фондів [64].

Експерти зазначають, що саме екосистема Північної Америки, мабуть, є найактивнішою в світі. Венчурному ринку Північної Америки притаманна велика кількість капіталу, та наявність значного числа інвестиційних фондів для кожної інвестиційної стадії. З цієї причини і оцінки проєктів зазвичай є вищими, а інвестиції на початкових стадіях без готового продукту становити 10-20 млн. доларів. Завдяки зростанню активностей на ринку, він працює швидше, тому, в середньому, американський венчурний фонд витрачає менше часу на одну транзакцію, ніж, наприклад, європейський [64].

Відмінність європейського венчурного ринку від американського полягає в менших сумах інвестиційного чеку. На цьому ринку обмаль інвесторів, які інвестують 100-500 млн. дол. і більше, а більшість венчурних фондів працюють із середнім інвестиційним чеком в 10-20 млн. дол. і фокусуються на раундах серії А. В Європі є чимало успішних посівних

фондів, регіональних фондів, а також міжнародних фондів, що працюють в декількох країнах одразу, як приклад, Global Founders Capital, DN Capital, Lakestar, Holtzbrinck Ventures і Point Nine Capital. Характерною особливістю європейського ринку венчурного фінансування є більш широке поширення приватних клубів для інвесторів, які зазвичай працюють на базі венчурних фондів. Найбільшого розповсюдження такі клуби набули в Німеччині, Італії та Швейцарії. Прикладом такого клубу в Україні є iClub, який заснований венчурним фондом TA Ventures. Серед переваг клубу - можливість взяти участь в раунді інвесторам, котрі не оперують значними сумами та не володіють спеціалізованими знаннями в області інвестування в технологічні проєкти, інвестуючи спільно з фондом-засновником. Наприклад, якщо сума необхідних інвестицій становить не менше 1 млн. дол., то для учасників інвестиційного клубу поріг входу знижується до 10-25 тисяч дол. Європейський венчурний ринок є менг розвиненим, американський. Так, за даними MoneyTree Report від PwC і CB Insights за перший квартал 2018 року в Північній Америці було укладено 1298 угод на суму 21,9 млрд. дол. , що становить майже половину світового обсягу, а в Європі - 593 угоди на суму 4,8 млрд. дол. Консервативність та фрагментованість європейського ринку сповільнюють його зростання, а відсутність великих чеків (50-100 млн. дол.) обмежує ринок. Однак, в процесі такого зростання компанії витрачають менше коштів, та швидше виходять на прибутковість, ніж американські. Обмеження ринку призводить до відтоку з Європи в США найбільш потенційно цікавих проєктів, які здатні швидко розвиватись та масштабуватись на весь світ. Це приваблює американських венчурних інвесторів на європейський ринок, тому ситуація поступово змінюється і з'являються угоди на значні суми. [64].

Азія є відносно новим ринком венчурного фінансування. Згідно Blue Future Partners, в регіоні активно працює 162 фонди. Важливо врахувати оцінки динаміку росту користувачів Інтернету, з 260 млн.дол. в 2016 році до 480 млн.дол. в 2020 році. Обсяг ринку цифрової економіки збільшиться з 30

млрд.дол. в 2016 році до 200 млрд. дол. в 2025 році. Це спонукає до активного розвитку та перспектив зростання регіону, що приваблює міжнародні венчурні фонди та з'являються локальні венчурні інвестори, як от: Sequoia, WI Harper Group, IDG Capital [64].

Характерною особливістю азійського венчурного ринку є активна участь держави. Наприклад, уряд Сінгапуру заснував фонди GIC Private Limited і Temasek Holdings, уряд Китаю заснував Innovation Fund For Technology-Based Firms. Потрібно відмітити ще одну особливість азійського венчурного ринку - активу участь корпоративних фондів, таких як від Alibaba, Tencent, Softbank та ін. За даними Financial Times у 2018 році азійський венчурний ринок за обсягами майже зрівнявся з американським (70,8 млрд. дол. проти 71,9 млрд.дол.) і спостерігаються перспективи подальшого зростання, що вказує на високі темпи зростання про Азійського ринку стартапів і венчурного фінансування. [64].

Український ринок венчурних інвестицій характеризується відсутністю венчурних фондів, готових інвестувати на пізніх стадіях. Значна частина гравців вітчизняного ринку вкладає в посівні раунди і раунди серії А. Це пов'язано,в першу чергу, з малим обсягом капіталу, та високими ризиками. Обсяги венчурних інвестицій в Україні є поки низькими. Також низькими є оцінки компаній заснованих в Україні і орієнтованих на глобальну експансію, у порівнянні з стартапами, заснованих у США. Це пояснюється більшими розмірами американського ринку, купівельної спроможності користувачів, а отже більшими потенційними можливостями розвитку компанії. Ще одним вагомим фактором є відсутність розвиненої інфраструктури екосистеми венчурного фінансування. Саме наявність відповідної інфраструктури у США дозволяє компаніям легше залучати кошти як на початкових стадіях, так і на наступних етапах фінансування. За умов розвиненої екосистеми венчурного фінансування, бізнес ефективніше залучає ресурси для розвитку та масштабування, швидше підвищує капіталізацію і приносить інвесторам прибутки.

В Україні спостерігається негативний вплив на діяльність венчурної галузі через посилення тиску на бізнес, впровадження законодавчих та податкових змін у сферу венчурного інвестування разом із суспільно-політичною та військовою турбулентністю. Окрім того, негативно впливає на діяльність та розвиток венчурного фінансування тривала економічна криза та стагнація фондового ринку. Незахищеність прав інвестора на українському ринку, недосконаліть законодавчої та податкової бази, на жаль, не сприяють створенню стартапів і залученню венчурних інвестицій з-за кордону. Місцеві стартапи змушені реєструватися в більш доброзичливих юрисдикціях [58].

Позитивним фактором вітчизняного ринку венчурного фінансування є наявність висококваліфікованих фахівців, що спонукає світові компанії відкривати в Україні центри розробки. Проте цього не є достатньо для повноцінного розвитку венчурного ринку в Україні [64].

За даними Української асоціації венчурного та приватного капіталу (UVCA) обсяг венчурних інвестицій в Україні в 2018 виріс на 30% - обсяг венчурного капіталу, залучений українськими компаніями і стартапами в 2018 році, склав $ 336,9 млн., що на 30,3% перевищило показник 2017 року. Згідно з документом, підготовленим в партнерстві з Deloitte, число угод зросла на 29% і досягло 115. UVCA зазначає, що венчурні фонди сфокусовані на угодах на посівної стадії, кількість яких збільшилася до 21 з 11, а середній чек за такими угодами з оголошеними обсягами інвестицій зріс майже на 90% - до $ 918 тис. в огляді також йдеться, що кількість угод і обсяг інвестицій в 2018 році збільшилися на стадіях розвитку передпосівній, посівній та стадії зростання. За даними UVCA, найбільш активно інвестиції отримують компанії з найменш схильних до політичних ризиків секторів - онлайн-сервіси, програмне забезпечення, маркетплейси. Згідно з документом, в 2018 році відбулося сім угод M & A на загальну суму понад $ 25 млн. (даний показник вперше включений до звіту) (рис. 2.1.4.), а також сім ангельських інвестицій в стартапи на $ 0,9 млн. Найбільшими угодами на ринку в минулому році стали залучення $ 100 млн. дол. в Gitlab і $ 80 млн. в

BitFury. Спостерігається інтерес українських і глобальних корпорацій до покупки технологій. У той же час число виходів з інвестицій в 2018 році скоротилося вдвічі порівняно з 2017 роком [32].

З огляду на зазначене вище, кожному з ринків венчурного фінансування притаманні певні особливості - як для стартапів, так і для венчурних інвесторів. Так, розвинутість та величина венчурного ринку в США спричиняє до невиправдано завищені оцінки, посиленої конкуренції за стартапи і високого ризику банкрутства через швидке витрачання коштів. Втім, поширеною практикою є залучення наступних раундів за нижчою оцінкою ніж попередні, що негативно випливає на частку венчурних інвестицій вкладених на посівних раундах за завищеною ціною. Як висновок, ринки, де вищі шанси отримати більший прибуток, - це ринки з більш високими ризиками. Тому основою майстерності венчурного інвестора є здатність віднаходити баланс між потенційним прибутком і можливими викликами [64].

2.2. Особливості розвитку системи венчурного фінансування

Останнім часом опитування стають все більш поширеним інструментом досліджень в фінансовій та економічній літературі. В рамках дисертаційної роботи було вивчено існуючі дослідження в формі опитувань, включаючи ті, що націлені окрім венчурних інвесторів також на фінансових директорів та керуючих фондами прямого інвестування [98; 100; 93]. Проведене автором дослідження в формі опитування є близьким по духу до досліджень венчурних інвесторів, яке провели Гомперс П., Каплан С. та ін. [95]. Результати дисертаційного дослідження будуть порівняні з результатами дослідження Гомперса П. та ін. [98], так як індустрія прямих інвестицій є близькою до індустрії венчурного інвестування у багатьох відношеннях. Зокрема, багато питань, що стосуються інвестиційних рішень, оцінки, структури угоди, операційного управління фонду в цілому аналогічні

в обох галузях. Там, де це можливо, буде використано ті ж питання, задля можливості порівняння відповідей. Оскільки індустрія прямих інвестицій концентрується головним чином на зрілих компаніях або компаніях на стадії зростання, для таких компаній фінансові дані і прогнози, як правило, доступні. Індустрія венчурного інвестування орієнтована на компанії та проєкти на ранніх стадіях розвитку, багато з яких мають великі технологічні та експлуатаційні ризики. Ці відмінності означають, що деякі питання, зокрема, щодо структури капіталу портфельної компанії, можуть мати важливе значення для інвесторів з фондів прямих інвестицій і менше для венчурних інвесторів.

Процес дослідження в формі опитування проведено у кілька етапів:

1) опрацювання схожих досліджень;
2) опрацювання пулу питань та їх верифікація у венчурних інвесторів;
3) поширення опитувальника та збір відповідей;
4) опрацювання результатів.

Після розробки опитувальника, його було поширено серед кількох венчурних інвесторів та бізнес-ангелів задля отримання коментарів. Також були отримані поради соціологів та експертів з маркетингових досліджень щодо механізму розробки опитувальника, шляхів його поширення та методів опрацювання. В результаті цих зусиль були впроваджені численні зміни щодо формату та формулювань запитань анкети. Фінальний етап збору даних було здійснено в період з листопада 2017 року по січень 2018 року шляхом веб-опитування на базі веб-форми Гугл (англ. Google) у співпраці з галузевими організаціями:

- UVCA (Українська асоціація венчурного та приватного капіталу);
- UAngel (Спільнота бізнес-ангелів України);
- kmbs Alumni Association (Асоціації випускників Києво-Могилянської бізнес-школи).

В опитуванні взяли участь 31 респондент-інвестор:

- 11 представників венчурних інвестиційних фондів (в тому числі 2 представники корпоративних венчурних фондів);
- 6 представників фондів прямих інвестицій;
- 5 представників інкубаторів/акселераторів;
- 9 бізнес ангелів.

Дане дослідження охопило переважну більшість респондентів, які є активними інвесторами в венчурні проєкти Україні, а також кількох іноземних венчурних інвесторів, які мають представництва в Україні.

Важливо зазначити, що дана вибірка респондентів – інвесторів у венчурні проєкти не є репрезентативною для усієї венчурної індустрії, проте представляє найбільш активну його частину. Окрім цього, результати дослідження уразливі для зміщення само-відбору, тому що включають в себе тільки відповіді респондентів, які дали відповіді на запитання анкети, що, звичайно, є проблемою будь-якого подібного дослідження. Цей фактор, ймовірно, зміщує дане опитування в сторону більш успішних венчурних інвесторів. Але оскільки метою дослідження є дізнатися про кращі практики в галузі венчурного інвестування, це зміщення відповідає його цілям.

Опитування містило відповіді на мульти-варіанті та відкриті запитання щодо підходів інвесторів у прийнятті інвестиційних рішень на різних стадіях інвестування та бачення інвесторами основних викликів у венчурній індустрії в Україні та світі.

Всі респонденти були повністю інформовані про характер дослідження. Отримані відповіді є конфіденційним, а отримані результати базуються на агрегуванні багатьох відповідей, щоб виключити можливість виведення відповідей конкретних респондентів. Проте опитування не було анонімним.

Опитування включало 40 питань, і тестування засвідчило, що респонденти в середньому витрачали від 25 до 35 хвилин на їх заповнення.

В ході опитування отримано 31 індивідуальну відповідь в цілому. У вибірку даного дослідження включено респондентів, які представляють як венчурні фонди, так і корпоративні венчурні фонди, фонди прямого

інвестування, інкубатори/акселератори та індивідуальних інвесторів - бізнес-ангелів. Відповіді представників даних інституцій включені в аналіз для того, щоб порівняти їх підходи та знайти відмінності у прийнятті інвестиційних рішень щодо фінансування на різних етапах розвитку венчурних проєктів .

У ряді випадків, було отримано кілька відповідей від різних осіб з однієї організації. Оскільки для даного дослідження є важливими індивідуальні відповіді інвесторів щодо механізму венчурного фінансування, тому їх відповіді були включені в аналіз.

Аналіз даних опитування опрацьовано за допомогою програмного пакету SPSS Statistics.

Структура опитуванняч включає вісім дослідницьких напрямків: пошук угод (англ. deal sourcing); вибір / відбір потенційних проєктів для інвестування (англ. investment selection); оцінка (англ. valuation); структура угоди (англ. deal structure); синдикати (англ. syndication); додана цінність після здійснення інвестицій (англ. post-investment value-added); вихід (англ. exits); джерела успіхів та невдач венчурних інвестицій.

Перші питання проведеного опитування досліджують інвестиційний фокус венчурних інвесторів та їх спеціалізацію. Респонденти відповіли на запитання щодо їх інвестиційної спеціалізації, стадій інвестування, галузі, або географії. Далі було запропоновано відповісти на питання щодо прийняття інвестиційних рішень та механізму венчурного фінансування. Завершальна частина опитування – відкриті запитання інвесторам щодо викликів венчурної галузі в Україні та світі.

В ході проведного дослідження було досягнуто наступних результатів:

По-перше, в рамках дослідження розглянуто, як інвестори у венчурні проєкти обирають потенційні компанії для інвестування, цей процес також відомий як генерувати потоку угод. Генерування потоку угод – це процес, за допомогою якого венчурні інвестори залучають потенційних підприємців. Мережа контактів венчурного інвестора має вирішальне значення в цьому процесі. Венчурні інвестори згадують "операційну воронку", за допомогою

якої, потенційні інвестиційні можливості просівають вниз до невеликої кількості інвестиційних угод. В даній роботі досліджуємо, звідки надходять потенційні інвестиційні можливості до венчурних інвесторів і яким чином інвестори здійснюють свій вибір серед цих можливостей.

По-друге, досліджено підходи венчурних інвесторів у виборі інвестиційних проєктів. Існує багато суперечок серед вчених і практиків, щодо того, які фактори відбору є найбільш важливими. Венчурні інвестори розглядають чинники, які включають привабливість ринку, стратегії, технології, продукт/послугу, прийняття клієнтом, конкуренцію, умови угоди, та якість і досвід команди управління. Професіоналізм команди засновників є важливим компонентом пошуку та процесу відбору проєктів для інвестування. Дослідження показують, що минулий успіх підприємця є важливим фактором, на якому венчурні інвестори зосереджуються при залученні потенційних інвестицій [97]. В дослідженні Каплана С. був згаданий розроблений науковцями критерій «жокей проти коня», який вивчає, які фактори є більш постійними в житті вдалих венчурних інвестицій. Підприємницька команда є "жокей" в той час як стратегії і бізнес-моделі є "кінь"[105]. В рамках даної дисертаційної роботи досліджено: на чому інвестори більше зосереджуються - на підприємцеві та команді («жокеєві») чи бізнес-моделі («коневі») в своїх інвестиційних підходах.

По-третє, досліджено інструменти та припущення, які венчурні інвестори використовують в оцінці компаній. Попередні дослідження щодо прийняття фінансових рішень є неоднозначними. Фінансові директори великих компанії зазвичай використовують дисконтований грошовий потік (DCF) для аналізу оцінки інвестиційних можливостей [100]. На відміну від цього, фонди прямого інвестування рідко використовують дисконтований грошовий потік , вважаючи за краще використовувати внутрішній норма прибутковості (IRR) або метод мультиплікаторів [96]. Нечисленність історичної операційної інформації і невизначеність майбутніх грошових потоків робить рішення щодо венчурних інвестицій складним і менше

схожими на ті, що зазвичай викладені у фінансовій літературі. З огляду на це, буде досліджено ступінь використання венчурними інвесторами широко вивченого методу дисконтованих потоків, або ж буде виявлено, що інвестори покладаються на інші методи.

По-четверте, буде досліджено, як венчурні інвестори структурують угоди. Зазвичай, роль венчурної угоди полягає в тому, щоб бути впевненим в тому, що підприємець є ви нагороджений, якщо він виконує взяті зобов'язання, і забезпечити інвестора компенсацією, якщо підприємець зобов'язань не виконує. Інвестори досягають цих цілей за рахунок ретельного розподілу прав грошових потоків, прав контролю, прав ліквідації тощо. Згідно досліджень, роль внутрішнього ризику, зовнішнього ризику та ризику виконання є визначальною при закладенні договірних умов у інвестиційних контрактах [104]. Проте, менше відомо про те, які з цих факторів є більш важливими для інвесторів у венчурні проєкти. У даній дисертаційній роботі буде досліджено, які умови інвестиційних контрактів інвестори використовують, а щодо яких умов інвестори готові вести перемовини.

Інвестиційні синдикати з іншими інвесторами є ще одним важливим елементом структурування угод при венчурному фінансуванні. Дослідники підкреслюють важливу роль, яку відіграють мережі контактів в залученні нових навичок і талант до інвестиційної команди та ідентифікують чинники, пов'язані зі здатністю венчурних капіталістів вибирають своїх партнерів до синдикату [103; 106]. Відповідно, у даному розділі буде досліджено підходи інвесторів до синдикування.

По-п'яте, розглянуто, як венчурні інвестори контролюють і додають цінності компаніям у які інвестують. Частина доданої вартості формується в результаті вдосконалення корпоративного управління і активного моніторингу. Це часто означає, заміну підприємців, якщо вони не забезпечують достатній рівень зростання їх компаній. Дослідження показали, що лише близько однієї третини венчурних компаній до сих пір

мають засновника в якості генерального директора в момент IPO [103]. Попередні дослідження знаходять докази того, що венчурні інвестори додають цінність своїм портфельним компаніям після здійснення в них інвестицій. Інвестори беруть активну участь в управлінні їх портфельними компаніями шляхом безпосереднього контактування з менеджментом щодо операційних та стратегічних рішень, відіграють важливу роль у наймі ключових працівників та мають важливе значення для професіоналізації стартапів [102]. В інших дослідженнях йдеться, як венчурні інвестори впливають на структуру ради директорів та показують, що венчурні інвестори є критично важливими в допомозі у наймі менеджерів та директорів [91]. У своєму дослідженні інвестиційних меморандумів, Каплан С. та Стремберг П. [104] дійшли висновку, що венчурні інвестори очікують додати цінність своїм портфельним інвестиціям при прийнятті інвестиційних рішень. Тому у даному дисертаційному досліджені буде додатково вивчене це питання: способи, в яких венчурні інвестори додають цінність своїм портфельним інвестиціям.

По-шосте, досліджено механізм виходу з венчурних інвестицій.

По сьоме, досліджено, які селекційні критерії, на думку венчурних інвесторів, є найбільш важливими чинниками успіху чи невдачі їх інвестицій.

Нарешті, буде оцінено відносну важливість пошуку угод, відбору угод, а також пост-інвестиційна діяльність в створенні доданої цінності венчурного фінансування.

В попередніх дослідженнях науковці прагнули встановити, наскільки фінансові результати венчурних інвесторів залежать від пошуку джерел інвестування та вибору компаній для інвестицій в порівнянні з доданою цінністю з боку самого інвестора. Дослідники приходить до висновку, що обидва питання, є вагомими у відношенні 60/40 [110].

По-дев’яте, досліджене питання, пов'язані з ролями венчурних інвесторів в рамках взаємодії з профінансованими компаніями та їх інвестиційною спеціалізацією. Розуміння ролі та спеціалізації венчурного

інвестора потенційно можуть пролити світло на те, чи впливають вони на прийняття інвестиційних рішень.

2.3. Аналіз та оцінка вітчизняного ринку венчурного фінансування

Комплексний аналіз та оцінка ефективності вітчизняної інноваційної системи, рівня розвитку ринку венчурного капіталу свідчить про формування і реалізацію значної кількість програм, які охоплюють різні аспекти інноваційного розвитку (Додаток А-З, М). При цьому, проблеми в фінансово-банківській сфері, що супроводжуються кризою ліквідності та зниженням рівня довіри до вітчизняної інноваційної системи зумовлюють формування ряду негативних тенденцій в розвитку галузі венчурного інвестування.

Витрати на інновації в середньому за 2010–2019 роки становлять 12,37 млрд грн, у тому числі за 2010–2012 роки – 11,29 млрд грн, за 2013–2015 роки – 10,36 млрд грн, за 2016–2019 роки – 14,69 млрд грн. Частка витрат на інновації у валовому внутрішньому продукті за 2010–2019 роки становить 0,65 відсотка, у тому числі за 2010–2012 роки – 0,89 відсотка, за 2013–2015 роки – 0,61 відсотка, за 2016–2019 роки – 0,50 відсотка.

Витрати на виконання наукових досліджень і розробок в середньому за 2010–2019 роки становлять 11,57 млрд грн, у тому числі за 2010–2012 роки – 8,68 млрд грн., за 2013–2015 роки – 10,25 млрд грн, за 2016–2019 роки – 14,73 млрд грн. Витрати на фундаментальні наукові дослідження в середньому за 2010–2019 роки становлять 2,72 млрд грн, у тому числі за 2010–2012 роки – 2,33 млрд грн, за 2013–2015 роки – 2,54 млрд грн, за 2016–2019 роки – 3,16 млрд грн. Витрати на прикладні наукові дослідження в середньому за 2010–2019 роки становлять 2,43 млрд грн, у тому числі за 2010–2012 роки – 1,81 млрд грн, за 2013–2015 роки – 1,97 млрд грн, за 2016–2019 роки – 3,23 млрд грн. Витрати на науково-технічні розробки в середньому за 2010–2019 роки становлять 6,42 млрд грн,

у тому числі за 2010–2012 роки – 4,54 млрд грн, за 2013-2015 роки – 5,74 млрд грн, за 2016–2019 роки – 8,34 млрд грн. (Додаток Л).

У витратах на виконання наукових досліджень і розробок за 2010-2018 роки – 54,91 % становлять витрати на науково-технічні розробки, 24,28 % - фундаментальні дослідження та 20,81 % прикладні дослідження, у тому числі за 2010-2012 роки – 52,39 % становлять витрати на науково-технічні розробки, 26,81 % - фундаментальні дослідження та 20,80 % прикладні дослідження, за 2013-2015 роки – 55,90 % становлять витрати на науково-технічні розробки, 24,84 % - фундаментальні дослідження та 19,26 % прикладні дослідження, за 2016-2018 роки – 56,44 % становлять витрати на науково-технічні розробки, 21,19 % - фундаментальні дослідження та 22,38 % прикладні дослідження.

Частка витрат на виконання наукових досліджень і розробок у валовому внутрішньому продукті за 2010–2019 роки становить 0,58 %, у тому числі за 2010–2012 роки – 0,69 %, за 2013–2015 роки – 0,62 %, за 2016–2019 роки – 0,46 %. Частка інноваційно активних промислових підприємств у загальній кількості за 2010–2019 роки становить 16,48 %, у тому числі за 2010–2012 роки – 15,80 %, за 2013–2015 роки – 16,73 %, за 2016–2019 роки – 16,81 %.

Вагомими завданнями в умовах економічних перетворень є створення належної системи надання державної фінансової підтримки інноваційної діяльності та оцінка ефективності реалізації відповідних державних заходів. Частка власних коштів у загальному обсязі фінансування інноваційної діяльності за 2010-2018 роки становить 77,62 %, у тому числі за 2010-2012 роки – 58,64 %, за 2013-2015 роки – 85,04 %, за 2016-2018 роки – 89,18 %. Частка кредитів у загальному обсязі фінансування інноваційної діяльності за 2010-2018 роки становить 10,54 %, у тому числі за 2010-2012 роки – 22,35 %, за 2013-2015 роки – 4,90 %, за 2016-2018 роки – 4,37 %. Частка надходжень від іноземних інвесторів у загальному обсязі фінансування інноваційної діяльності за 2010-2018 роки становить 6,28 %, у

тому числі за 2010-2012 роки – 13,01 %, за 2013-2015 роки – 5,11 %, за 2016-2018 роки – 0,72 %. Частка коштів з державного та місцевих бюджетів у загальному обсязі фінансування інноваційної діяльності за 2010-2018 роки становить 2,40 %, у тому числі за 2010-2012 роки – 1,4 6 %, за 2013-2015 роки – 2,38 %, за 2016-2018 роки – 3,37 %. Частка надходжень від вітчизняних інвесторів у загальному обсязі фінансування інноваційної діяльності за 2010-2018 роки становить 0,94 %, у тому числі за 2010-2012 роки – 0,68 %, за 2013-2015 роки – 0,65 %, за 2016-2018 роки – 1,49 % (Додаток Р).

Частка активів венчурних інститутів спільного інвестування у валовому внутрішньому продукті за 2010–2019 роки становить 9,87 %, у тому числі за 2010–2012 роки – 9,45 %, за 2013–2015 роки – 11,87 %, за 2016–2019 роки – 8,68 %.

Активи венчурних інститутів спільного інвестування за 2010–2019 роки становлять 206,89 млрд грн, у тому числі за 2010–2012 роки – 119,93 млрд грн, за 2013–2015 роки – 198,87 млрд грн, за 2016–2019 роки – 278,08 млрд грн. Частка активів венчурних інститутів спільного інвестування за 2010–2019 роки становить 94,30 %, у тому числі за 2010–2012 роки – 92,21 %, за 2013–2015 роки – 94,55 %, за 2016–2019 роки – 95,68 %. Кількість закритих недиверсифікованих венчурних ІСІ (корпоративні інвестиційні фонди) за 2010–2019 роки становить – 218 (18,06 %), у тому числі за 2010–2012 роки – 104 (8,95 %), за 2013–2015 роки – 174 (14,64 %), за 2016–2019 роки – 337 (27,46 %). Кількість закритих недиверсифікованих венчурних ІСІ (пайові інвестиційні фонди) за 2010–2019 роки становить – 787 (66,40 %), у тому числі за 2010–2012 роки – 785 (68,59 %), за 2013–2015 роки – 837 (70,07 %), за 2016–2019 роки – 750 (62,02 %) (Додаток С, У).

За інформацією Української асоціація венчурного та приватного капіталу (UVCA) станом на 2018 рік в Україні діє 31 технологічний фондів, які асоціація ідентифікує як технологічні (17 венчурних фондів, 8 фондів приватних інвестицій, 5 інкубаторів та акселераторів, 1 корпоративний

фонд), а також діє мережа бізнес-ангелів UAngels, що налічує 37 членів, які інвестували у 2016 році $3.5 мільйони доларів США [70].

В проведеному нами опитуванні взяли участь 31 респондент-інвестор (рис: 2.3.1.)

- 11 представники венчурних фондів, включаючи 2 корпоративні венчурні фонди;
- 6 представників фондів прямих інвестицій;
- 5 представників інкубаторів /акселераторів/інвест-платформ;
- 9 індивідуальних інвесторів - бізнес-ангелів.

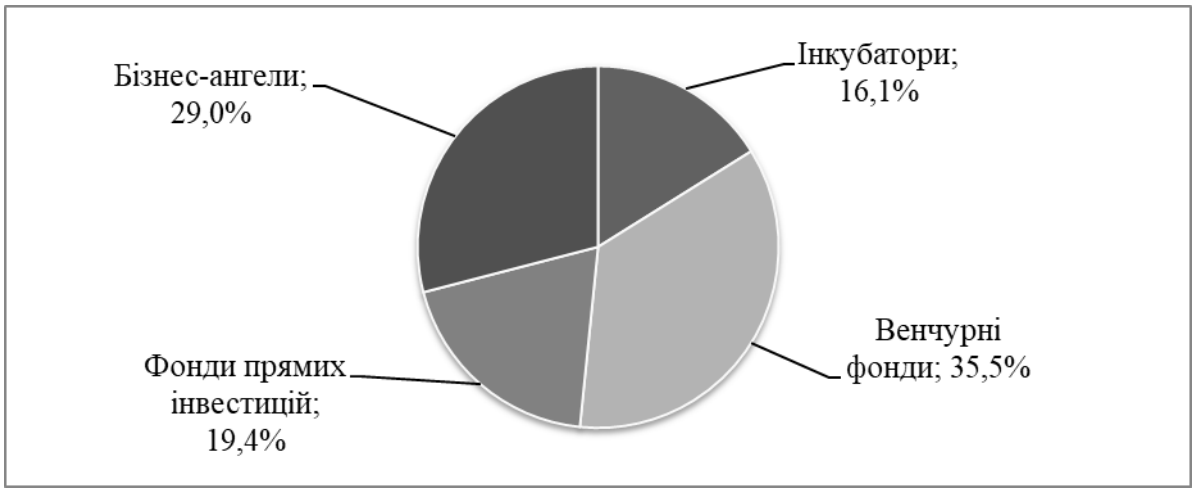


Рис. 2.3.1. Структура учасників опитування

Джерело: розроблене автором.

Більшість респондентів (48%) є партнерами інвестиційних організацій, включаючи керуючих партнерів та генеральних партнерів, 23% учасників є асоційованими партнерами, 3% - займають управлінські посади вищої ланки (рис.2.3.2.). Відповідно, усі учасники опитування мають вплив на всі аспекти інвестування, включаючи інвестиційні рішення (рис. 2.3.3.).

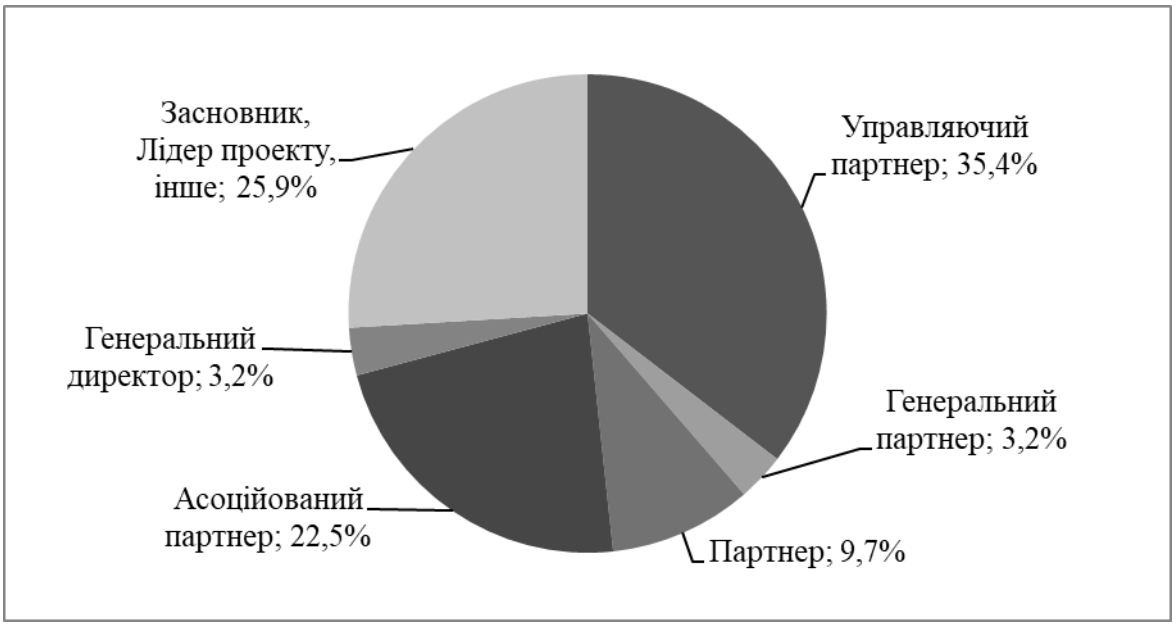


Рис. 2.3.2. Структура учасників опитування за зайнятими посадами

Джерело: розроблене автором.

Респонденти опитування оцінили свою роль в інвестиційному процесі. Виявилось,що їх роль доволі універсальна, про що зазначила третина опитаних венчурних інвесторів. Поряд з роллю в укладанні угод та нетворкінгу, інвестори займаються залученням фінансування (29%) та забезпеченням потоку угод (25,8%). Проте п’ята частина опитаних не змогли відповісти на дане запитання, що говорить про невизначеність їх участі в інвестиційному процесі.

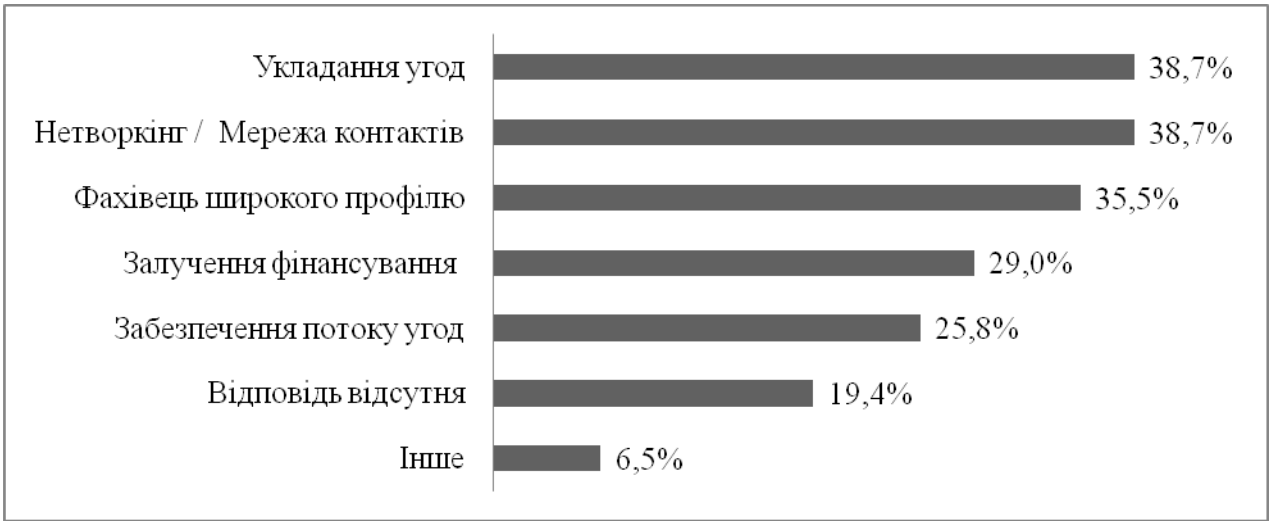


Рис. 2.3.3. Роль респондентів в інвестиційному процесі.

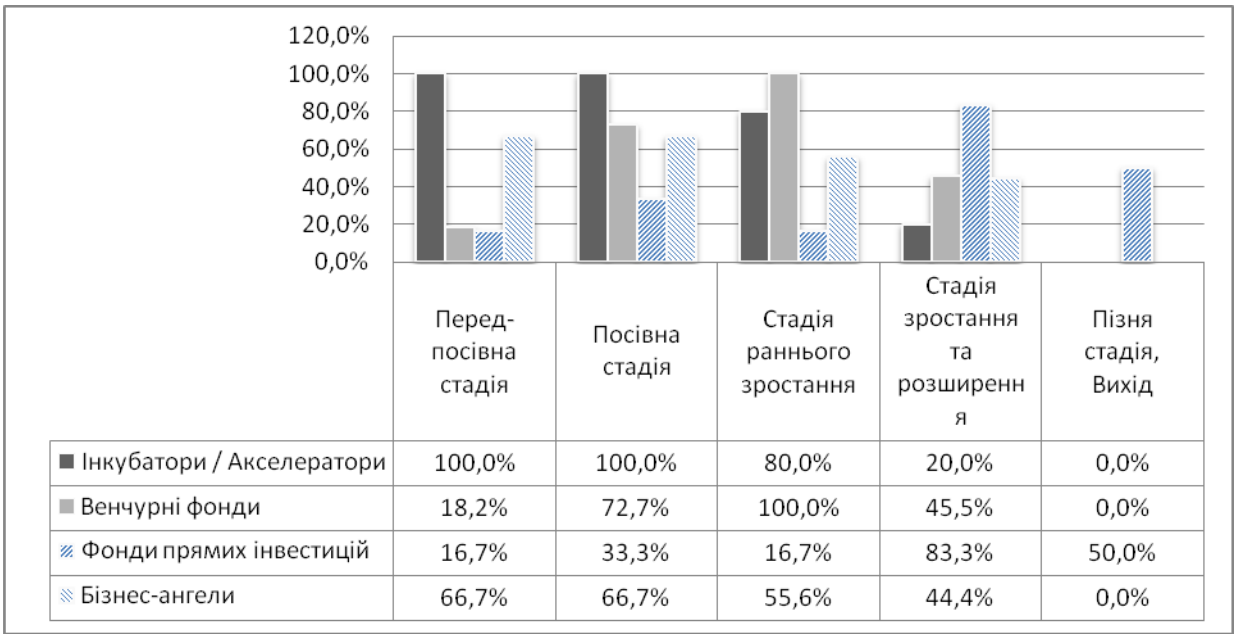
Джерело: розроблене автором.

В дослідженні виділено п’ять стадій інвестування у венчурні проєкти: 1) передпосівна стадія; 2) посівна стадія; 3) рання стадія (раннього зростання); 4) стадія зростання та розширення; 5) пізня стадія (стадія виходу). Більшість респондентів інвестує на посівній стадії (68%) та стадії раннього зростання (68%). Найменша кількість респондентів інвестує на пізній стадії – 10% (рис. 2.3.4.). Як можна помітити з рис. 2.3.5., фонди прямих інвестицій є єдиними, хто інвестує на пізній стадії.

Рис. 2.3.4. Вибір респондентами стадій інвестування.

Джерело: розроблене автором.

Більшість респондентів виявили певний географічний фокус – 65,4% опитаних інвестують в Україну.



	Перед-посівна стадія	Посівна стадія	Стадія раннього зростання	Стадія зростання та розширення	Пізня стадія, Вихід
Інкубатори / Акселератори	100,0%	100,0%	80,0%	20,0%	0,0%
Венчурні фонди	18,2%	72,7%	100,0%	45,5%	0,0%
Фонди прямих інвестицій	16,7%	33,3%	16,7%	83,3%	50,0%
Бізнес-ангели	66,7%	66,7%	55,6%	44,4%	0,0%

Рис. 2.3.5. Вибір стадій фінансування різними групами інвесторів.

Джерело: розроблене автором.

Географічна експансія та глобалізація є відносно недавнім явищем для України, і наші результати показують, що лише 15,4% інвесторів заявили що інвестують глобально, та 7,7 % респондентів інвестують глобально проте з командою в Україні (рис. 2.3.6.).

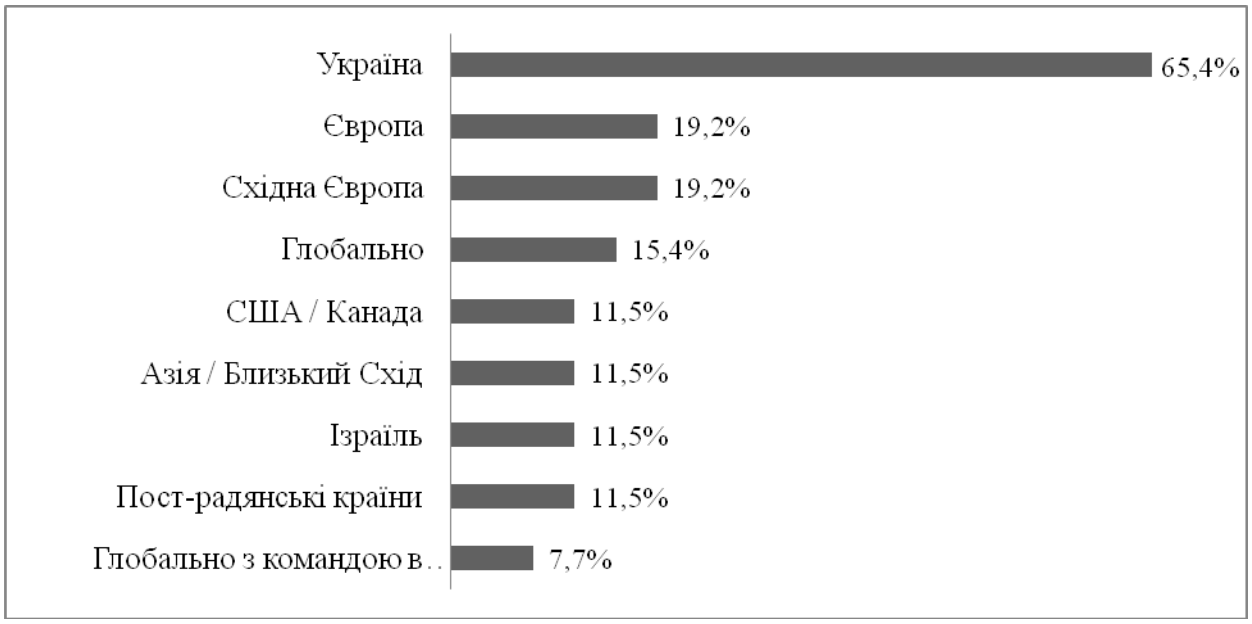


Рис. 2.3.6. Географічна спеціалізація респондентів.

Джерело: розроблене автором.

Більшість респондентів опитування (88%) базуються або мають представництва в Україні (рис. 2.3.7.)

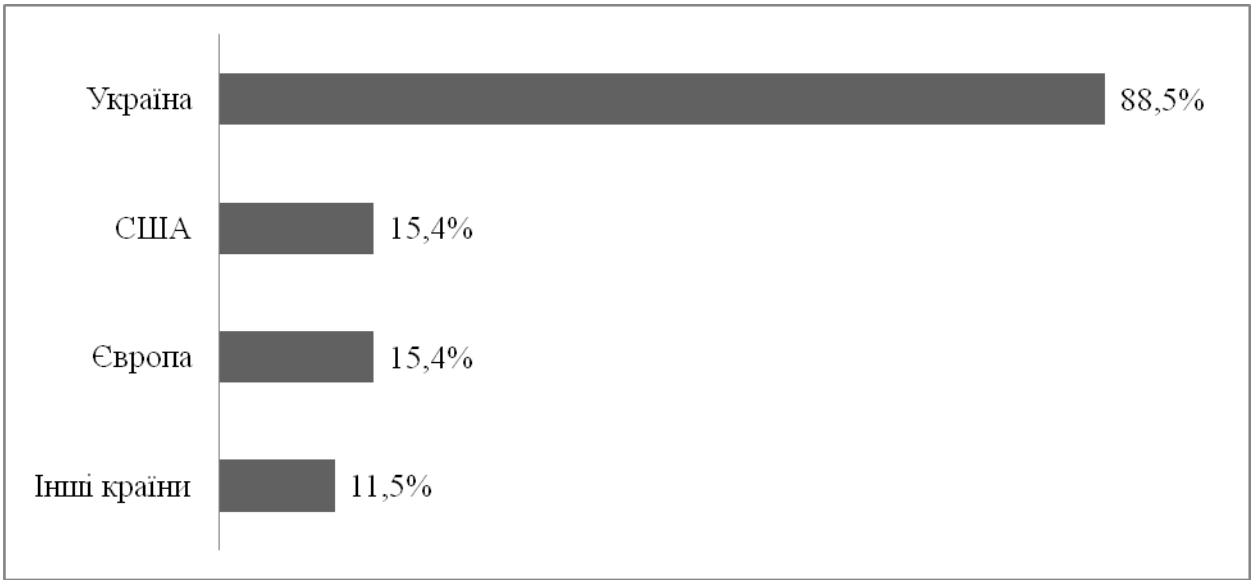


Рис. 2.3.7. Географічна локація респондентів.

Джерело: розроблене автором.

Ці результати відрізняються від результатів досліджень [95], згідно яких західні колеги-інвестори були менш схильні ідентифікувати специфічну географічну спрямованість. Також це вказує на те, що географічна експансія і глобалізація венчурної галузі є відносно новим явищем, і результати дослідження свідчать про те, що більшість венчурних інвесторів воліють працювати на знайомих для них географічних ринках.

Щодо розміру інвестиційного фонду, лише 74% респондентів були готові надати інформацію щодо розміру інвестованого капіталу. Як видно з рис. 2.3.8 та рис. 2.3.9 декілька фондів працюють з досить великим капіталом. Проте, нажаль, отримана велика кількість відмов не дала можливість визначити чи розмір фонду впливає на підходи у прийнятті інвестиційних рішень.

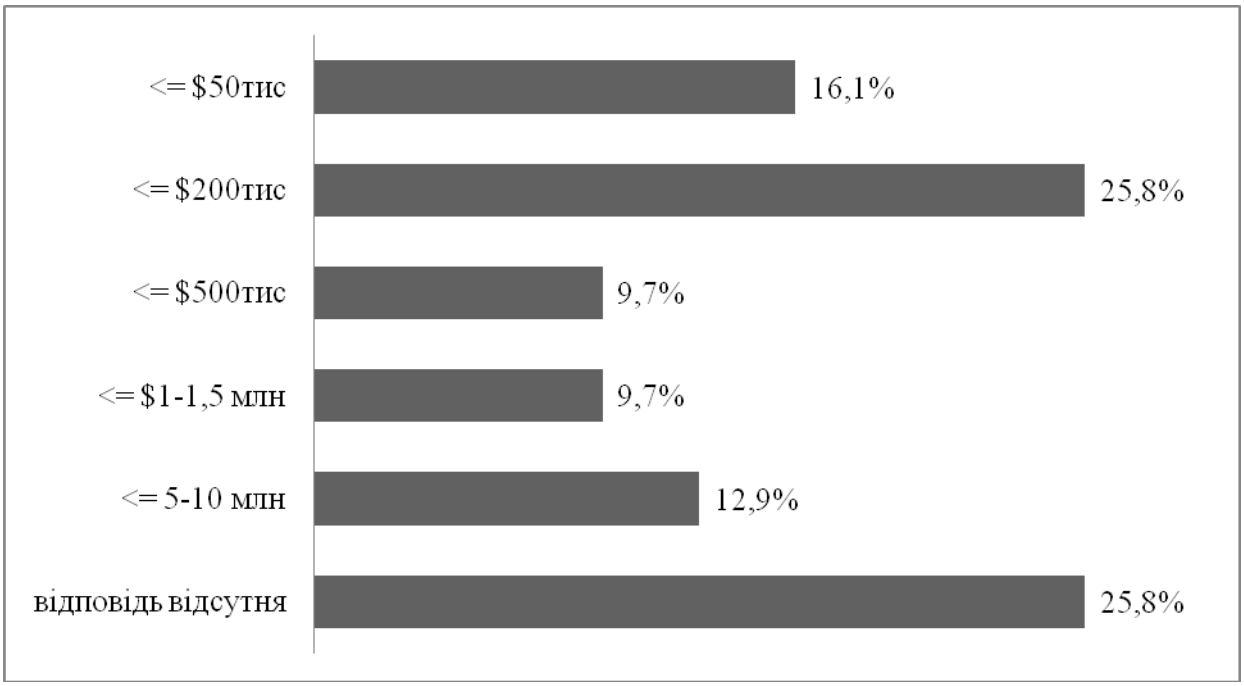


Рис. 2.3.8. Середній розмір інвестиційного раунду, в доларах США.

Джерело: розроблене автором.

Нажаль, на питання щодо кількості інвестиційних угод значна частина,39% респондентів, відмовились надавати відповідь.

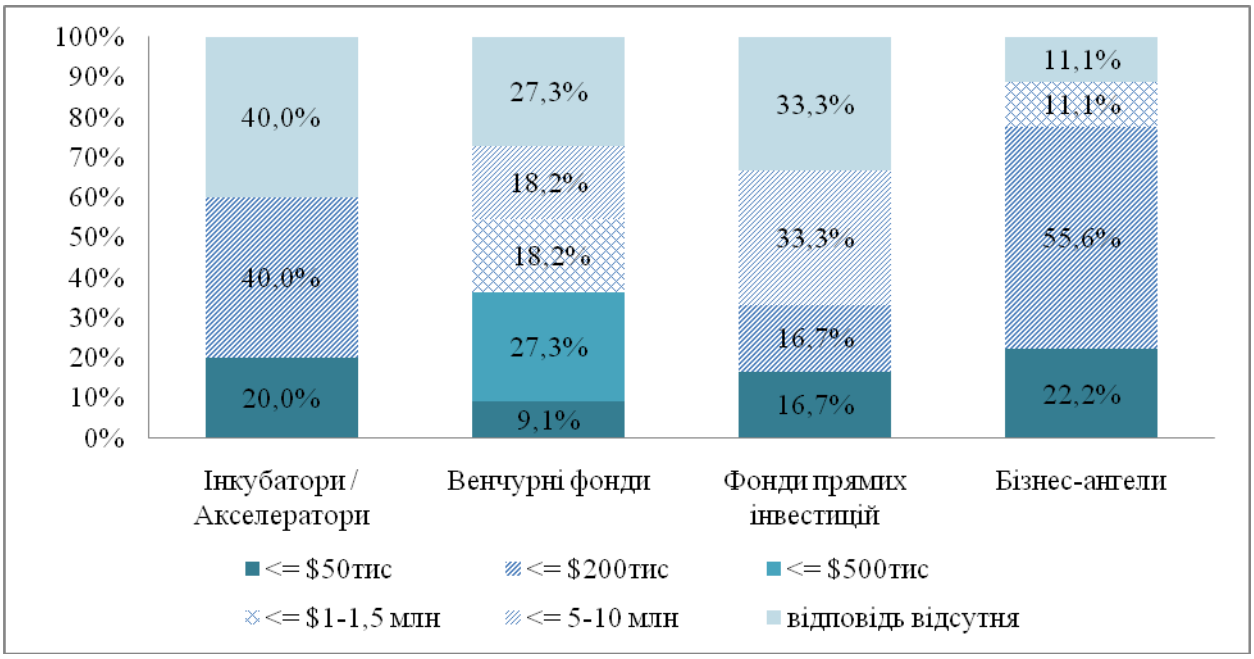


Рис. 2.3.9. Середній розмір інвестиційного раунду за групами інвесторів, в доларах США.

Джерело: розроблене автором.

Декотрі інвестори укладають непропорційно велике число угод, проте більшість інвесторів звітують лише про 1-2, або 5-8 здійснених інвестицій в межах інвестиційного періоду. А рис. 2.3.10. ілюструє кількість здійснених інвестицій відповідно до групи інвесторів.

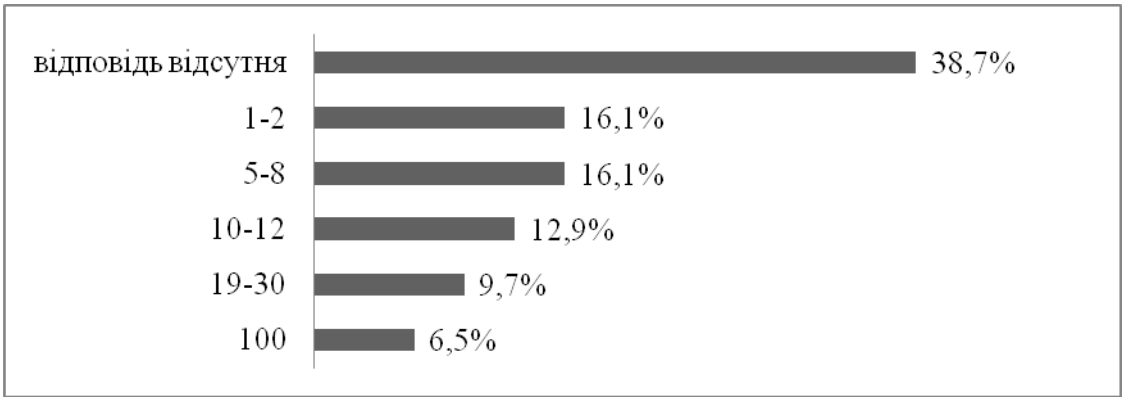


Рис. 2.3.10. Кількість здійснених інвестицій

Джерело: розроблено автором.

Досліджуючи бажану внутрішню норму прибутку та грошових мультиплікаторів для інвесторів у венчурні проєкти, отримали результати щодо бажаних для венчурних інвесторів показників представлені на рис. 2.3.11. та 2.3.12.

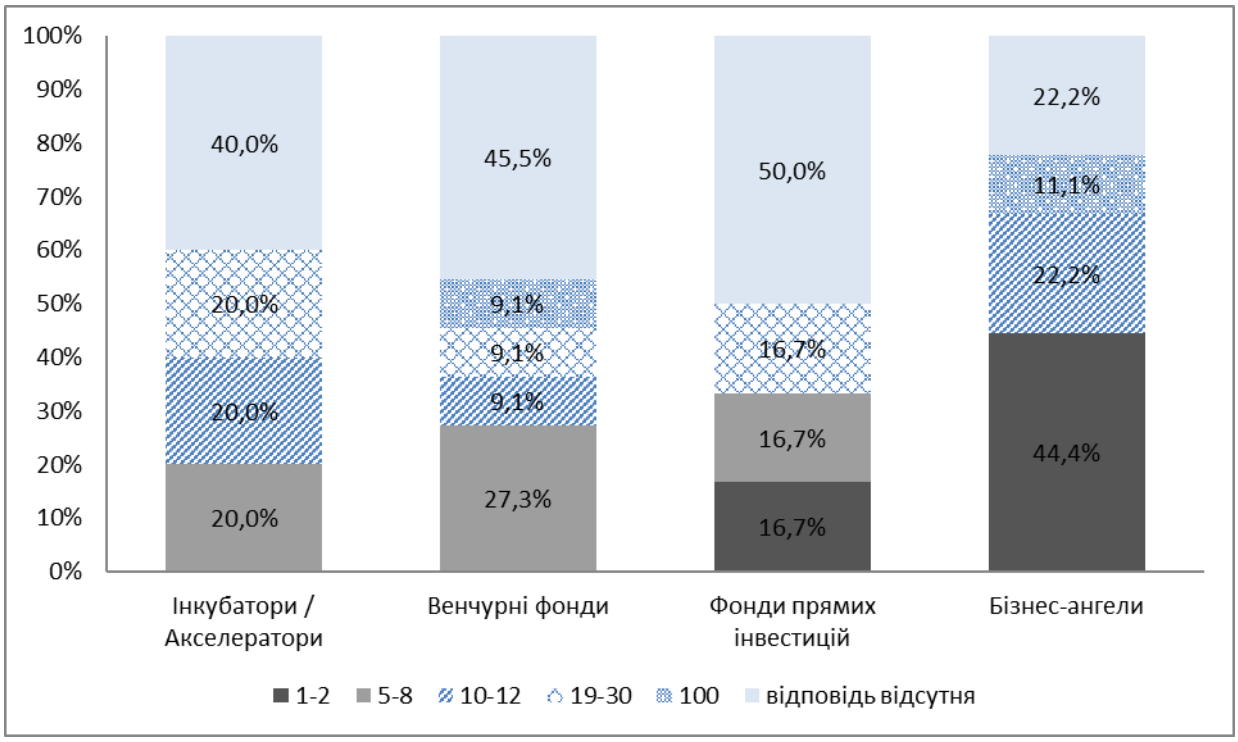


Рис. 2.3.11 Кількість здійснених інвестицій групами інвесторів

Джерело: розроблено автором.

Найнижчі показники внутрішньої норми прибутку є прийнятними для інвесторів в нетехнологічні компанії та для інвесторів пізніх стадій інвестування (>20-30%) і ці результати є близькими до прийнятного показника 20 - 25% внутрішньої норми дохідності для приватних інвесторів/ фондів прямого інвестування в дослідженні Гомперса П. і ін. [96].

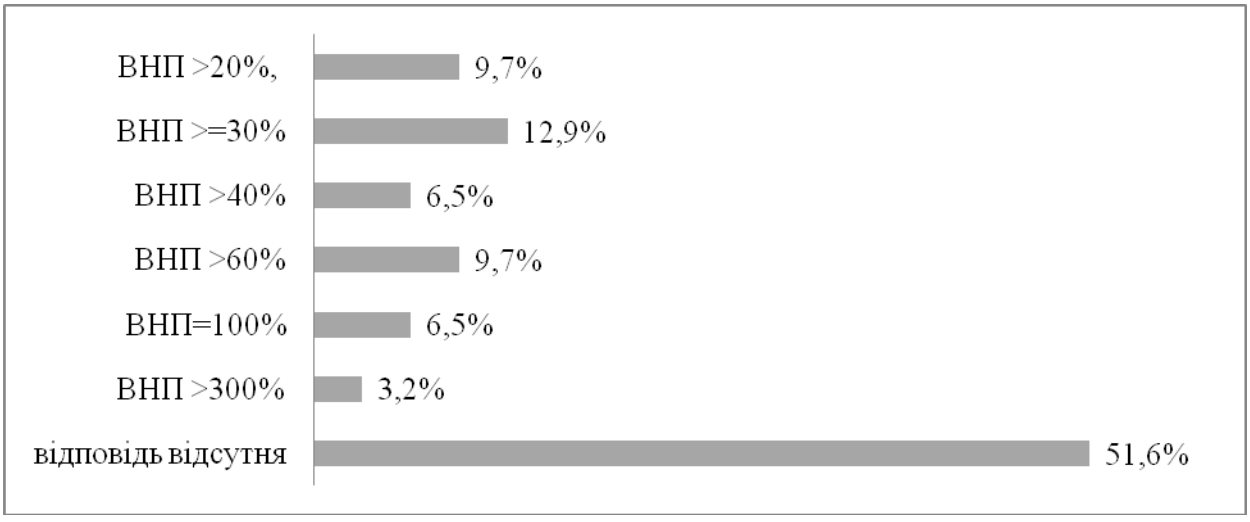


Рис. 2.3.12. Бажана внутрішня норма прибутку для інвесторів у венчурні проєкти.

Джерело: розроблено автором.

Нажаль, більше половини респондентів (51,6%) відмовились дати відповідь на запитання щодо бажаної норми прибутку і кількість таких відповідей зменшується для інвесторів пізніх стадій (рис. 2.3.13.-2.3.14).

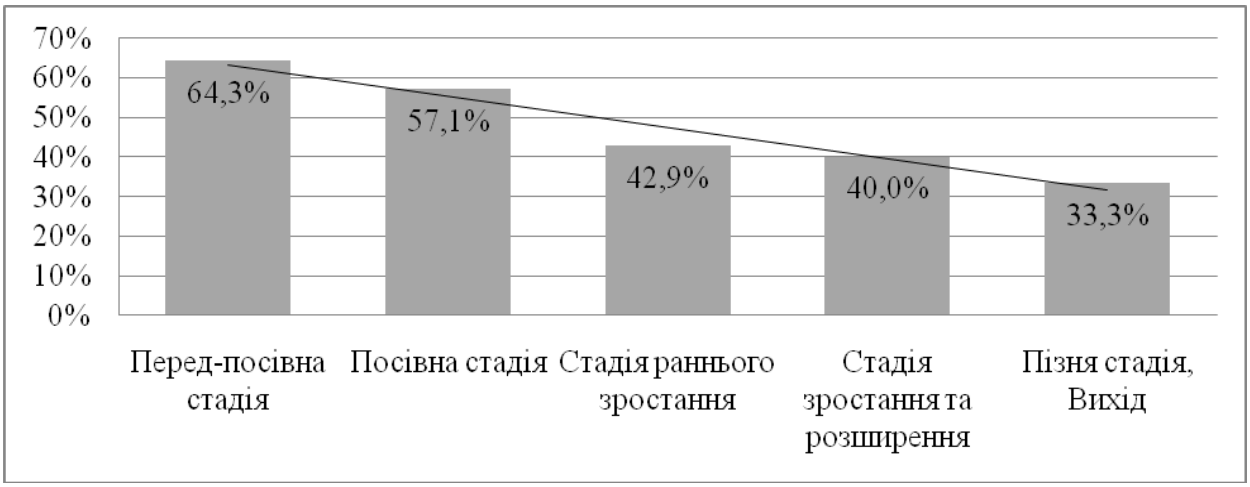


Рис. 2.3.13. Уникнення інвесторами різних стадій фінансування відповіді на запитання щодо бажаної ВНП венчурних проєктів.

Джерело: розроблене автором.

І, навпаки, саме представники фондів прямих інвестицій та інвесторів в нетехнологічні стартапи найбільш неохоче відповідали на питання щодо бажаної величини грошових мультиплікаторів.

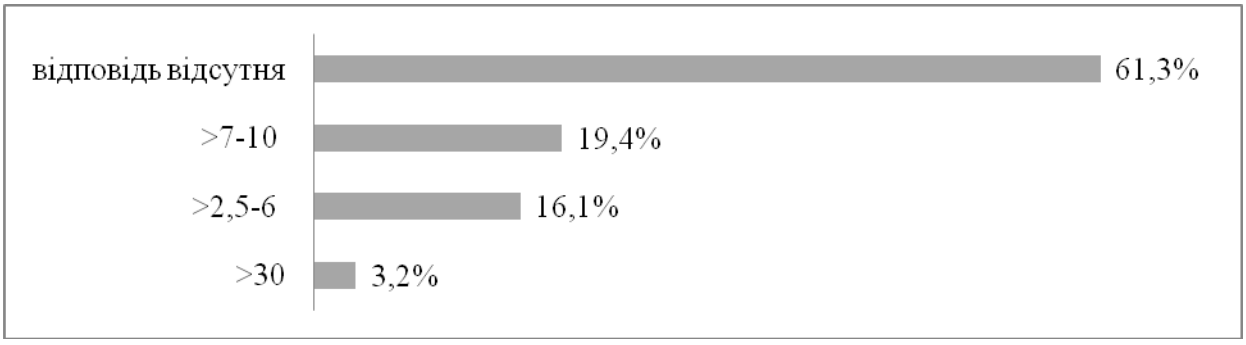


Рис. 2.3.14. Бажана величина грошового мультиплікатора.

Джерело: розроблене автором.

Більшість респондентів інвестують у галузі, що можуть в широкому сенсі можна охарактеризувати як IT-індустрія (або технологічні галузі). Це вказує на технологічну спеціалізацію учасників опитування) (Табл. 2.3.1).

Таблиця 2.3.1.

Спеціалізація інвесторів при інвестуванні в технологічні галузі

Спеціалізація	Інкубатори, Акселерато-ри	Венчур-ні фонди	Фонди прямих інвести-цій	Бізнес-ангели	Разом	Разом, %
Програмне забезпечення (англ. software)	100,0%	100,0%	33,3%	100,0%	27	87,1%
Високотехноло-гічне обладнання (англ. hardware)	80,0%	81,8%	0,0%	33,3%	16	51,6%
Нетехнологічні старапи	60,0%	9,1%	66,7%	55,6%	13	41,9%
Лише технологічні стартапи	0,0%	27,3%	16,7%	33,3%	7	22,6%

Джерело: розроблене автором.

Загалом опитування виявило, що 87,1% інвесторів інвестують в розробку програмного забезпечення (англ. soft), та 51,6% інвестують в розробку високотехнологічного обладнання (англ. hard). 22,6% респондентів спеціалізуються в інвестуванні лише в технологічних стартапи (табл. 2.3.1) та усього 3% респондентів не інвестують в технологічні стартапи в даний час. Однак, як можемо помітити жоден з представників фондів прямого інвестування не інвестує в розробку високотехнологічного обладнання.

Щодо галузевої спеціалізації учасників опитування, то венчурні інвестори інвестують у різні галузі. Опитування виявило, що переважна більшість (близько 90%) респондентів, інвестують у 3 та більше галузі та лише 9,6% респондентів заявили про сфокусоване інвестування в 1-2 галузі. Близько 10% опитаних заявили про відсутність галузевого фокусування. Ці дані корелюють з нещодавнім дослідженням західних колег- венчурних інвесторів, де більшість венчурних фірм інвестують у 3-ри або більше

галузей, а цілих 39% інвесторів були універсалами без галузевої спрямованості [95].

У нашому опитуванні лідерами у інвестуванні серед галузей є фінансові технології/блокчейн (58,1%) та штучний інтелект (51,6%).

Зважаючи на те, що етап розвитку та інвестиційна спеціалізація повинні відігравати важливу роль у процесі прийняття інвестиційних рішень, в даному дослідженні буде приділено особливу увагу цим характеристикам та їх порівнянню.

За результатами дослідження можемо виділити наступні крос-секційні спостереження [рис. 2.3.15.]:

- Фінансові технології & блокчейн є найбільш галуззю для усіх груп інвесторів (58%).

- Штучний інтелект - 2-га популярна галузь (52%), особливо серед венчурних фондів (81%).

- Електронна комерція є привабливою для бізнес-ангелів (55%) та інвесторів на стадії експансії (60%).

- Безпека та кібернетична безпека – галузь яку обирають венчурні фонди (64%).

- Агро є однією з найбільш привабливих галузей як на посівних (57%) так і на пізніх стадіях інвестування. Агро є також цікавою галуззю для інвестування як у технологічні так і нетехнологічні проєкти.

- Нерухомість є найпопулярнішою лише серед інвесторів пізніх стадій (67%).

Найбільш привабливі галузі за групами інвесторів:

- *Інкубатори / акселератори:* IoT, фінансові технології & блокчейн, штучний інтелект, Ігри та розваги, агро, освіта.

- *Фонди венчурного капіталу:* штучний інтелект, фінансові технології & блокчейн, безпека та кібербезпека.

- *Фонди прямих інвестицій:* агро, фінансові технології & блокчейн, енергетика / біо-технології, електронна комерція.

- *Бізнес-ангели:* фінансові технології &блокчейн, здоров'я, електронна комерція.

Технологічна спеціалізація венчурних інвесторів має кілька причин. Сектор інформаційних технологій (IT), включаючи програмне забезпечення, Інтернет, нові медіа, мобільні додатки і рішення, системну інтеграцію, нові стандарти зв'язку і оператори - більш «зручний» для інвестора. І це стосується не лише України. На відміну від інших секторів економіки і, перш за все, наукомістких, де роками ведуться складні і вельми вартісні дослідження, в секторі IT процес з моменту розробки до виходу продукту на ринок займає значно менший час.

Рис. 2.3.15. Галузева спеціалізація респондентів. Вибір респондентами галузей для інвестування.

Джерело: розроблене автором.

Однак, необхідно визнати, в Україні поки не так багато великих і середніх компаній, готових інвестувати в рішення високого науково-технічного рівня, і, відповідно, «вихід» для венчурного фонду утруднений, в той час як сектор телекомунікацій, системної інтеграції, медійного бізнесу продовжує зростати, скуповуючи венчурні проєкти з перспективними рішеннями. У наукомістких секторах - сильних гравців поки небагато, але і в розвинених країнах (США, Великобританії) сектор IT користується великою популярністю среди венчурних інвесторів. Причина та ж – час необхідний для отримання результатів та інвестиції в цілому тут набагато менший, а, значить, і менші ризики.

Висновки до розділу II

З метою реалізації ефективної політики у сфері венчурного фінансування інноваційної діяльності, необхідно враховувати досвід становлення та розвитку системи венчурного фінансування у попередні періоди. За роки становлення України як самостійної держави сформовані принципи та відповідний інструментарій функціонування ринку венчурного капіталу. Проте, він не дає можливості для стимулювання розвитку інноваційних секторів економіки, дієвої реалізації напрямів державної інноваційної політики, забезпечення якісного зростання і конкурентоспроможності вітчизняної економіки з концентрацією ресурсів на формуванні її високотехнологічних секторів. Досвід розвитку системи венчурного фінансування в Україні свідчить про необхідність забезпечення стабільності інституційного середовища у даній сфері.

Комплексний аналіз та оцінка ефективності вітчизняної інноваційної системи, рівня розвитку ринку венчурного капіталу свідчить про формування і реалізацію значної кількість програм, які охоплюють різні аспекти інноваційного розвитку. При цьому, проблеми в фінансово-банківській сфері, що супроводжуються кризою ліквідності та зниженням рівня довіри до

вітчизняної інноваційної системи зумовлюють формування ряду негативних тенденцій в розвитку галузі венчурного інвестування.

Витрати на інновації за 2010-2018 роки становлять 12,16 млрд.грн., утому числі за 2010-2012 роки – 11,29 млрд.грн., за 2013-2015 роки – 10,36 млрд.грн., за 2016-2018 роки – 14,84 млрд.грн. Частка витрат на інновації у ВВП за 2010-2018 роки становить 0,68 %, утому числі за 2010-2012 роки – 0,89 %, за 2013-2015 роки – 0,61 %, за 2016-2018 роки – 0,54 %.

Витрати на виконання наукових досліджень і розробок за 2010-2018 роки становлять 10,94 млрд.грн., утому числі за 2010-2012 роки – 8,68 млрд.грн., за 2013-2015 роки – 10,25 млрд.грн., за 2016-2018 роки - 13,89 млрд.грн. Витрати на фундаментальні наукові дослідження за 2010-2018 роки становлять 2,61 млрд.грн., утому числі за 2010-2012 роки – 2,33 млрд.грн., за 2013-2015 роки – 2,54 млрд.грн., за 2016-2018 роки – 2,97 млрд.грн. Витрати на прикладні наукові дослідження за 2010-2018 роки становлять 2,29 млрд.грн., утому числі за 2010-2012 роки – 1,81 млрд.грн., за 2013-2015 роки – 1,97 млрд.грн., за 2016-2018 роки – 3,10 млрд.грн. Витрати на науково-технічні розробки за 2010-2018 роки становлять 6,04 млрд.грн., утому числі за 2010-2012 роки – 4,54 млрд.грн., за 2013-2015 роки – 5,74 млрд.грн., за 2016-2018 роки – 7,83 млрд.грн. Частка витрат на фундаментальні наукові дослідження у валовому внутрішньому продукті за 2010-2018 роки становить 0,15 %, утому числі за 2010-2012 роки – 0,19 %, за 2013-2015 роки – 0,15 %, за 2016-2018 роки – 0,10 %.

Частка активів венчурних Інститутів спільного інвестування у валовому внутрішньому продукті за 2010-2018 роки становить 10,02 %, утому числі за 2010-2012 роки – 9,46 %, за 2013-2015 роки – 11,87 %, за 2016-2018 роки – 8,73 %.

Активи венчурних інститутів спільного інвестування за 2010-2018 роки становлять 192,26 млрд.грн., утому числі за 2010-2012 роки – 119,93 млрд.грн., за 2013-2015 роки – 198,87 млрд.грн., за 2016-2018 роки – 257,97 млрд.грн. Частка активів венчурних інститутів

спільного інвестування за 2010-2018 роки становить 94,14 %, у тому числі за 2010-2012 роки – 92,21 %, за 2013-2015 роки – 94,55 %, за 2016-2018 роки – 95,65 %. Кількість закритих недиверсифікованих венчурних ІСІ (корпоративні інвестиційні фонди) за 2010-2018 роки становить – 191 (16,20 %), утому числі за 2010-2012 роки – 104 (8,95 %), за 2013-2015 роки – 174 (14,64 %), за 2016-2018 роки – 296 (25,00 %). Кількість закритих недиверсифікованих венчурних ІСІ (пайові інвестиційні фонди) за 2010-2018 роки становить – 791 (67,54 %), утому числі за 2010-2012 роки – 785 (68,59 %), за 2013-2015 роки – 837 (70,07 %), за 2016-2018 роки – 752 (63,96 %).

Рівень фінансування інноваційної діяльності в Україні є недостатнім для її стимулювання. Основним джерелом фінансування інноваційних витрат у розрізі всіх технологічних секторів та в цілому по промисловості залишаються власні кошти підприємств, частка яких серед джерел фінансування стабільно зростає. Натомість, частка коштів державного та місцевих бюджетів зменшується. Найвагоміша частка інноваційних коштів підприємств спрямовується на придбання машин, обладнання та програмного забезпечення. Найбільш інтенсивним у виробництві продукції та здійсненні інноваційної діяльності є високотехнологічний сектор, частка валової доданої вартості якого у випуску продукції та інноваційна активність зростає.

З метою розвитку інноваційної діяльності в Україні доцільним є розвиток інституцій та кластерів, забезпечення екологічної сталості та захисту прав інтелектуальної власності. Доцільним є подальше посилення системності у реалізації державної інноваційної політики. Розвиток системи венчурного фінансування в умовах економічних перетворень передбачає створення умов для покращення інвестиційного клімату, досягнення суспільного узгодження з питань перерозподілу державних фінансових ресурсів, напрямів розвитку інноваційного середовища та використання інноваційного потенціалу країни.

Результати дослідження розділу опубліковані в наукових працях автора [20-24].

Список використаних джерел до розділу ІІ

1. Бунчук М. Роль венчурного капитала в финансировании малого инновационного бизнеса. *Технологический бизнес*. 2003. № 1. URL: http://www.techbusiness.ru/tb/archiv/number1/page02.htm

2. Бюджетна складова реалізації домінантних напрямів суспільного розвитку: монографія / за наук. ред. Л. В. Лисяк. Дніпропетровськ : ДДФА, 2015. 396 с.

3. Варналій З. С. Економічна безпека та конкурентоспроможність регіонів України : монографія. Чернівці, 2018. 454 с.

4. Власюк О. С. Актуальні проблеми фінансової безпеки України в умовах посткризової трансформації : монографія. К. : НІСД, 2014. 432 с.

5. Волосович С. Експортно-кредитні агентства як інститут розвитку. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2017. № 4. С. 98–107.

6. Гулькин П. Г. Венчурные и прямые частные инвестиции: теория и десятилетие практики. СПб.: ООО «Аналитический центр «Альпари СПб», 2003. 240 с.

7. Десмонд Г. М., Келли Р.Э. Руководство по оценке бизнеса. Москва: РОО. 1996. С. 50.

8. Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку: монографія. К. : НАН України, Ін-т економіки та прогнозування, 2010. 355 с.

9. Ивина Л. В., Воронцов В. А. Венчурный бизнес: Финансы и статистика, 2006. С. 155.

10. Інтернет-сайт Європейської асоціації прямих приватних інвестицій та венного капіталу Invest Europe (former EVCA European Venture Capital Association) (EVCA). URL: https://www.investeurope.eu/, https://www.seca.ch/getattachment/035f27b5-12de-48f1-8e0d-4ea89699a6d8/Europe-(incl-Switzerland)-2018.aspx

11. Інтернет-сайт Націоальної асоціації венчурного капіталу (NVCA) - URL: https://nvca.org/

12. Каширин А. И., Семенов А. С. Венчурное инвестирование в России. Москва, Вершина. 2007. 338 с.

13. Кизим М. О., Іванов Ю. Б., Губарєва І. О. Оцінювання рівня економічної безпеки України та країн Європейського Союзу. Фінанси України. 2018. № 4. С. 7–18.

14. Козлов А., Сапун В. Сколько стоит «закрытая» компания. *Рынок ценных бумаг*. 1999. №16 (151). С. 50–55.

15. Коляда Т.А. Формування бюджетної стратегії України: теорія, методологія, практика : монографія. Ірпінь : Університет ДФС України, 2016. 396 с.

16. Конституція України: Закон України від 28.06.1996 № 254к/96–ВР. URL: http://zakon.rada.gov.ua

17. Крисоватий А., Синютка Н. Трансформація державних фінансів України в системі децентралізаційних процесів. *Журнал європейської економіки*. 2016. Т. 15, № 1. С. 35–56.

18. Крупка М. І., Демчишак Н. Б. Сучасна парадигма фінансового регулювання інноваційної діяльності в Україні. *Фінанси України*. 2017. № 11. С. 47–64.

19. Мертенс А. Венчурные фонды и венчурные инвестиции. *Финансовый директор*. 2005. № 1.

20. Мосієвич О. О. Галузева спеціалізація при венчурному фінансуванні. *Стратегічні пріоритети розвитку економіки. Фінансів, обліку та права в Україні та світі*: матеріали міжнародної наук.-практ. конф. (м. Полтава, 3 жовт. 2019 р.). Полтава, ЦФЕНД, 2019. Ч.3. С. 35–36.

21. Мосієвич О. О. Генерування потоку угод як фактор успіху у венчурній індустрії. *Научният потенциал на света – 2019*: матеріали XV міжнародної наук.-практ. конф. (м. Софія, Болгарія, 15-22 вересн. 2019 р.). София, Бял ГРАД-БГ, 2019. С. 15–17.

22. Мосієвич О. О. Класифікація та методи врахування ризиків в

моделях оцінки венчурних проектів. *Науково-виробничий журнал «Інноваційна економіка»*. 2016. №11-12(66). С. 142–148.

23. Мосієвич О. О. Після-інвестиційна додана цінність венчурного інвестування. *Nastolem modern vedy – 2019*: матеріали XV міжнародної наук.-практ. конф. (Praha, 22 веренся 2019 р.). Praha, Publishing House «Education and Science», 2019. С. 13–15.

24. Мосієвич О.О. Інтелектуальний капітал в контексті інвестиційної оцінки венчурних проектів. *Nowoczesna edukacja: filozofia, innowacja, doswiadczenie*. № 1(9). Lodz : Wydawnictwo Naukowe Wyzszej Szkoly Informatyki i Umiejtnosci. 2018. P. 116–120. (0,2 друк. арк.).

25. Науменкова С. В., Овсянникова Я. О. Фінансування проєктів публічно-приватного партнерства. *Теоретичні та прикладні питання економіки*. 2015. Вип. 1. С. 54–66.

26. Національна модель неоіндустріального розвитку України: монографія / В. П. Вишневський та ін.; Київ. НАН України, Ін-т економіки пром.-сті. Київ, 2016. 519 с.

27. Онищенко С. Засади формування ефективної державної політики, орієнтованої на забезпечення бюджетної безпеки. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. Економіка. 2015. Вип. 2. С. 81–85.

28. Опарін В. М. Модернізація фінансової інфраструктури як основа забезпечення стабільності національної економіки. *Ефективна економіка*. 2015. № 5. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2015_5_9

29. Опарін В. М., Федосов В. М., Юхименко П. І. Публічні фінанси: ґенеза, теоретичні колізії та практична концептуалізація. *Фінанси України*. 2017. № 2. С. 110–128.

30. Офіційний сайт Державної казначейської служби України. URL: www.treasury.gov.ua

31. Офіційний сайт Державної статистичної служби України. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/

32. Офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу. URL: http://www.uaib.& com.ua/

33. Паєнтко Т. В. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоков : монографія. К. : ДКС центр, 2013. 293 с.

34. Пахомов С. Ю. Економічне зростання контексті інституціоналізму. Формування ринкових відносин в Україні. 2013. № 4. С. 11–16.

35. Перший етап модернізації економіки України: досвід та проблеми : монографія / [Алимов О. М. та ін. ; за заг. ред. Ляшенка В. І.]. Запоріжжя : Класич. приват. ун-т, 2014. 796 с.

36. Податковий кодекс України: станом на 24 січня 2019 року. Харків : Право, 2019. 808 с.

37. Про європейські фонди венчурного капіталу: Регламент Європейського Парламенту і Ради (ЄС) від 17.04.2013 р. № 345/2013. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_004-13

38. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18.09.1991 р. № 1560-XII**.** Дата оновлення: 29.01.2002. URL: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/T156000.html (дата звернення: 17.03.2020).

39. Про інноваційну діяльність: Закон України від 04.07.2002 р. № 40-IV**.** Дата оновлення: 05.12.2012. URL: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/T020040.html (дата звернення: 17.03.2020).

40. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15.03.2001 р. № 2299-III. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17 (дата звернення: 17.03.2020).

41. Про Комплексну Програму розвитку фінансового сектору України до 2020 року: Постанова Правління Національного банку України від 18.06.2015 р. № 391. URL: http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/v0391500-15

42. Про наукову і науково-технічну діяльність: Закон України від

26.11.2015 р. № 848-VIII Дата оновлення: 25.04.2019. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/848-19/print (дата звернення: 17.03.2020).

43. Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків: Закон України від 16.07.1999 р. № 991-XIV Дата оновлення: 16.10.2012. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/991-14/print (дата звернення: 17.03.2020)

44. Про стратегію сталого розвитку «Україна-2020» [Електронний ресурс]. Режим доступу : http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/5/2015

45. Про схвалення Прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2018–2020 роки: Постанова Кабінету Міністрів України від 31.05.2017 р. № 411. [Електронний ресурс]. Режим доступу : http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/411-2017-п

46. Про схвалення Стратегії реформування системи управління державними фінансами на 2017–2020 роки: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 08.02.2017 р. № 142-р. [Електронний ресурс]. Режим доступу : https://www.kmu.gov.ua/ua/npas/249797370

47. Про схвалення Стратегії розвитку сфери інноваційної діяльності на період до 2030 року: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 10.07. 2019 р. № 526-р URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/526-2019-%D1%80

48. Про утворення Ради з розвитку інновацій: Постанова Кабінету Міністрів України від від 25.10. 2017 р. № 895 URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/895-2017-%D0%BF

49. Про утворення Фонду розвитку інновацій: Розпорядження Кабінету Міністрів України від від 07.11.2018 р. № 895-р URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/895-2018-%D1%80

50. Проблеми і перспективи розвитку фінансової системи України : монографія / [І. О. Школьник та ін.]; за ред. І. О. Школьник, І. І. Рекуненка. Суми : Сум. держ. ун-т, 2017. 342 с.

51. Пустовойт О. В. Економічне зростання України: проблеми та можливості прискорення. *Економіка і прогнозування*. 2017. № 4. С. 71–92.

52. Радіонов Ю. Д. Бюджетні кошти як інвестиційний ресурс

України. *Економіка України*. 2014. № 9. С. 35–53.

53. Рак Р. В. Фінансова система України в контексті глобалізації міжнародної фінансово-економічної співпраці. *Актуальні проблеми економіки*. 2014. № 9. С. 417–424.

54. Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія. Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. 411 с.

55. Рожко О. Бюджетні інвестиції та ефективність бюджетних програм. *Світ фінансів: науковий журнал*. 2013. № 4. С. 80–88.

56. Розвиток державних фінансів України в умовах глобалізації : / за ред. І. О. Луніної. К. : Ін-т економіки та прогнозування НАН України, 2014. 295 с.

57. Рыбалкин В. Е. Краткий внешнеэкономический словарь-справочник: Международные отношения. 1991. С. 68.

58. Сас Б. Б., Спяк Г. І. Розвиток системи венчурного фінансування в Україні. *Економічний аналіз*. 2014. Том 18. № 1. С. 195–202.

59. Сіденко В. Р. Нові глобальні виклики та їх вплив на формування суспільних цінностей. *Український соціум*. 2014. № 1 (48). С. 7–20

60. Слухай С. В. Інституційні передумови розвитку української економіки під кутом зору теорії фіскального федералізму другої генерації. *Фінанси України*. 2013. № 5. С. 50–57.

61. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов: пер. с англ. М. : Эксмо, 2009. 956 с.

62. Соціальний потенціал сталого розвитку: інноваційні механізми формування та використання : монографія / [О. І. Амоша та ін. ; наук. ред. О. Ф. Новікова]. Донецьк : Ін-т економіки пром-сті НАНУ, 2014. 477 с.

63. Соціально-економічний потенціал сталого розвитку України та її регіонів : нац. доп. / ред.: Е. М. Лібанова, М. А. Хвесик. К. : ДУ ІЕПСР НАН України, 2014. 775 с.

64. Сравнение экосистем венчурных инвестиций США, Европы, Азии и Украины. URL: https://inventure.com.ua/analytics/articles/

sravnenie&ekosistem&venchurnyh&investij&ssha& evropy&azii&i&ukrainy

65. Старцева Т. Т. Механизм венчурного финансирования инновационного процесса в промышленности. Москва: РГБ. 2003. С. 173.

66. Стратегія посткризового розвитку зовнішньоекономічного сектора України : монографія / [А. А. Мазаракі та ін.] ; за заг. ред. А. А. Мазаракі. К. : КНТЕУ, 2014. 651 с.

67. Стратегія та механізми забезпечення фінансово-економічної безпеки : монографія / за заг. ред. В. П. Ільчука. Чернігів : ЧНТУ, 2017. 349 с.

68. Угода про асоціацію між Україною та Європейським Союзом. URL: http://www.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=248387631.

69. Україна та МВФ: співробітництво в умовах виходу з кризи: науково-аналітична доповідь / за заг. ред. С.М. Аржевітіна. К. : КНЕУ. 2017. 199 с. URL: http://ir.kneu.edu.ua/bitstream/2010/24106/1/ukr_mvf.pdf

70. Українська асоціація венчурного та приватного капіталу. URL: http://uvca.eu/ua

71. Управління у сферах фінансів, оподаткування, страхування і кредиту : монографія. Х. : ФОП Александрова К.М. ; ВД "ІНЖЕК", 2009. 168 с.

72. Уманців Ю. М., Міняйло О. І. Економічна політика держави за умов глобальних трансформацій. *Економіка України*. 2018. № 9. С. 37–49.

73. Уманців Ю. Економічна політика держави в умовах глобалізації. *Вісник КНТЕУ*. 2017. № 1. С. 5–18.

74. Фінанси України. Інституційні перетворення та напрями розвитку : монографія / за ред. І. Я. Чугунова. К. : ДННУ АФУ, 2009. 844 с.

75. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку : монографія / за заг. ред. В. Опаріна, В. Федосова. К. : КНЕУ, 2016. 695 с.

76. Фінансова система України: інтеграційні процеси та виклики сучасності: монографія / за наук. ред. Л. П. Сідельникової; Херсон. нац. техн. ун-т. Херсон : ХНТУ, 2017. 274 с.

77. Фінансове забезпечення економічного зростання в Україні: стан,

тенденції та перспективи: монографія / за ред. П. О. Нікіфорова; Чернів. нац. ун-т ім. Юрія Федьковича. Чернівці : Рута, 2015. 383 с.

78. Фінансове забезпечення структурної модернізації реального сектора економіки України : монографія / за ред. В. В. Зимовця. К. : Ін-т економіки та прогнозування НАН України, 2017. 395 с.

79. Фінансове регулювання інвестиційно-інноваційного розвитку регіону: монографія / [Прядко В. В. та ін.] ; за заг. ред. В. В. Прядка ; Буковин. держ. фінанс.-екон. ун-т. Чернівці : Місто, 2016. 191 с.

80. Фіскальний простір сталого соціально-економічного розвитку держави : монографія / за ред. А. І. Крисоватого. Тернопіль : ТНЕУ, 2016. 330 с.

81. Формування фінансового механізму сталого розвитку України : монографія / [Булавинець В. М. та ін.]; за ред. О. П. Кириленко та О. І. Тулай. Тернопіль : ТНЕУ, 2017. 412 с.

82. Формування фіскального простору України в умовах глобалізаційних дисбалансів: монографія / [А. І. Крисоватий та ін.] ; за ред. А. І. Крисоватого. Тернопіль : ТНЕУ, 2018. 584 с.

83. Цивілізаційний вибір України: парадигма осмислення і стратегія дії : нац. доп. / [редкол.: С. І. Пирожков та ін.]. Київ : НАН України, 2016. 281 с.

84. Цивільний кодекс України: Закон України від 16.01.2003 р. № 435-IV. Відомості Верховної Ради України. 2003. № 40. Ст. 356.

85. Чугунов І. Довгострокова бюджетна стратегія в системі економічної циклічності. *Вісник КНТЕУ*. 2014. № 5. С. 64–73.

86. Чугунов І. Я., Затонацька Т. Г., Ставицький А. В. Фінансово–економічне прогнозування і планування. Київ: ПоліграфКонсалтинг, 2007. 312 с.

87. Школьник І. О., Кремень В. М. Періодизація розвитку фінансового сектору та фінансового нагляду в Україні. *Фінанси України*. 2018. № 3. С. 97–115.

88. Шнирков О. Економічна асоціація України з ЄС та угоди з іншими країнами. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. Міжнародні відносини, 2014. Вип. 1. С. 54–57.

89. Шумська С. С. Перспективи зростання економіки України на фоні глобальних трендів. *Економіка і прогнозування*. 2017. № 3. С. 7–30.

90. Юрій С. Управління на основі зростання і Україна. *Журнал Європейської економіки*. 2007. № 1. С. 6–27.

91. Amornsiripanitch N., Gompers P., Xuan Y. More than money: Venture capitalists on boards. Harvard Business School Working Paper, 2016.

92. Angel Resource Institute (ARI) URL: angelresourceinstitute.org/

93. DaRin M., Phalippou L. There is something special about large investors: Evidence from a survey of private equity limited partners. TILEC Discussion Paper, 2014.

94. Fisher D. E. Investing in Venture Capital. Venture Capital Seminar Materials. Washington, 1988.

95. Gompers P., Gornall W., Kaplan S., Strebulaev I. *"How Do Venture Capitalists Make Decisions?,"* NBER Working Papers 22587, National Bureau of Economic Research Inc, 2016.

96. Gompers P., Kaplan S., Mukharlyamov V. What do private equity firms say they do?, *Journal of Financial Economics*. 2015. V. 121. P. 449–446.

97. Gompers P., Kovner A., Lerner J., Scharfstein D. 'Performance persistence in entrepreneurship'. *Journal of Financial Economics*. 2010. № 96(1). P. 18–32.

98. Gompers P., Mukharlyamov V., Xuan, Y. 'The cost of friendship'. *Journal of Financial Economics*. 2016. № 119(3). P. 626–644.

99. Graham J., Harvey C., Rajgopal S. 'The economic implications of corporate financial reporting', Journal of Accounting and Economics. 2005. № 40(1). P. 3–73.

100. Graham J. R., Harvey C. R. 'The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field'. *Journal of Financial Economics*. 2001. № 60(2). P. 187–243.

101. Halushchak I., Kuzheliev M., Melnyk V., Myhovych T., Zhytar M. Methodical aspects of evaluation of financial architecture of economy. WSEAS

Transactions on Business and Economics, Vol. 17. 2020, P. 260–268.

102. Hellmann T., Puri M. Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *The Journal of Finance*. 2002. № 57(1). P. 169–197.

103. Hochberg Y., Ljungqvist A., Lu Y. 'Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance'. *The Journal of Finance*. 2007. № 62(1). P. 251–301.

104. Kaplan S. N., Stromberg P. E. Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *The Journal of Finance*. 2004. № 59(5). P. 2177–2210.

105. Kaplan S., Sensoy B., Stromberg P. Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies. *The Journal of Finance*. 2009. № 66 (1). P. 5–115.

106. Lerner J. The syndication of venture capital investments. *Financial Management.* 1994. № 8. P. 16–27.

107. NVCA. URL: https://nvca.org/wp-content/uploads/2019/08/NVCA-2019-Yearbook.pdf

108. Pitchbook-NVCA Venture Monitor. URL: https://nvca.org/research/pitchbook-nvca-venture-monitor/

109. PwC report 2017. URL: https://www.pwc.com/us/en/technology/assets/MoneyTree_Report_2018_Q1_FINAL.pdf

110. Sorensen M. 'How smart is smart money? A two-sided matching model of venture capital'. *The Journal of Finance*. 2007. № 62(6). P. 2725–2762.

РОЗДІЛ ІІІ.

НАПРЯМИ УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМІВ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНИХ ПЕРЕТВОРЕНЬ

3.1. Управління венчурними інвестиціями у системі фінансово-економічного регулювання

Трансформаційні перетворення фінансової системи на даному етапі суспільного розвитку, актуалізують питання розробки нових підходів щодо регулювання відносин, пов'язаних із венчурним фінансуванням інноваційної діяльності, створення венчурних компаній та фондів. Дієвість системи венчурного фінансування відіграє вагому роль в проведенні ефективної інноваційної політики, реалізації інноваційно-інвестиційних проєктів.

Належний рівень обґрунтованості інноваційних проєктів надає можливість для визначення дієвих методів фінансування інноваційних розробок їх комерціалізації. Вагомими передумовами забезпечення якісного рівня фінансового управління інноваційними проєктами є виваженість підходів щодо оцінки інноваційної інфраструктури з позиції внутрішніх фінансових можливостей щодо реалізації та зовнішніх щодо комерційної привабливості інновацій (Додаток Й, К, Н, П).

Успіх компаній створених завдяки венчурному капіталу узгоджується з діями венчурних інвесторів, які є ефективними у створенні цінності. Дійсно, дослідники стверджують, що венчурні капіталісти особливо успішні в вирішенні важливої проблеми в країнах з ринковою економікою – поєднання або знайомство підприємців з хорошими ідеями, але без грошей, з інвесторами, які мають капітал, але не мають ідей. Рішення, як це було запропоновано теорією і вивчено емпірично в попередніх дослідженнях, включає в себе специфічні дії венчурних інвесторів задля вирішення цієї проблеми фінансування. Іншими словами, венчурні інвестори є реальними

суб'єктами, які, ймовірно наближають інвестиційні можливості в економіці та надають додаткові підстави для їх вивчення [81].

Задля вивчення вищенаведених питань в рамках дисертаційного дослідження було проведене опитування к формі анкетування присвячене вивченню механізму венчурного фінансування та опитано 31 інвестор у венчурні проєкти.

Структура опитування включає вісім дослідницьких напрямків: пошук угод; вибір / відбір потенційних проєктів для інвестування; оцінка; структура угоди; вихід; синдикації; додана цінність після здійснення інвестицій; фактору успіху та невдач венчурних інвестицій.

1. Генерування потоку угод

Здатність генерувати потік високоякісних інвестиційних можливостей або потік угод вважається важливим фактором, що визначає успіх в венчурній індустрії. Попередні дослідження підкреслили важливість пошуку джерел (і відбору) у формуванні прибутку [91], стверджуючи, що пошук угод та відбір є найбільш важливими факторами генерування інвестиційних прибутків, ніж додана цінність від участі інвестора в управлінні проєктом. Проте дослідники не розділяють потік угод та їх відбір. Поряд з цим, інші дослідження [71] показують, що венчурні фонди, які показують високі фінансові показники діяльності, більш ймовірно, інвестують в успішних серійних підприємців, які, в свою чергу, мають більш високі показники успішності інвестицій та показують важливість наявності широкої воронки для віднаходження перспективних інвестицій [90].

Як бачимо, забезпечення потоку угод - важливий процес, за допомогою якого інвестори знаходять проєкти, залучають підприємців та відсортовують інвестиційні можливості для прийняття інвестиційних рішень (рис. 3.1.1).

В даному дослідженні респонденти відповіли на питання, яким чином вони віднаходять або ж генерують потенційні інвестиційні можливості /угоди.

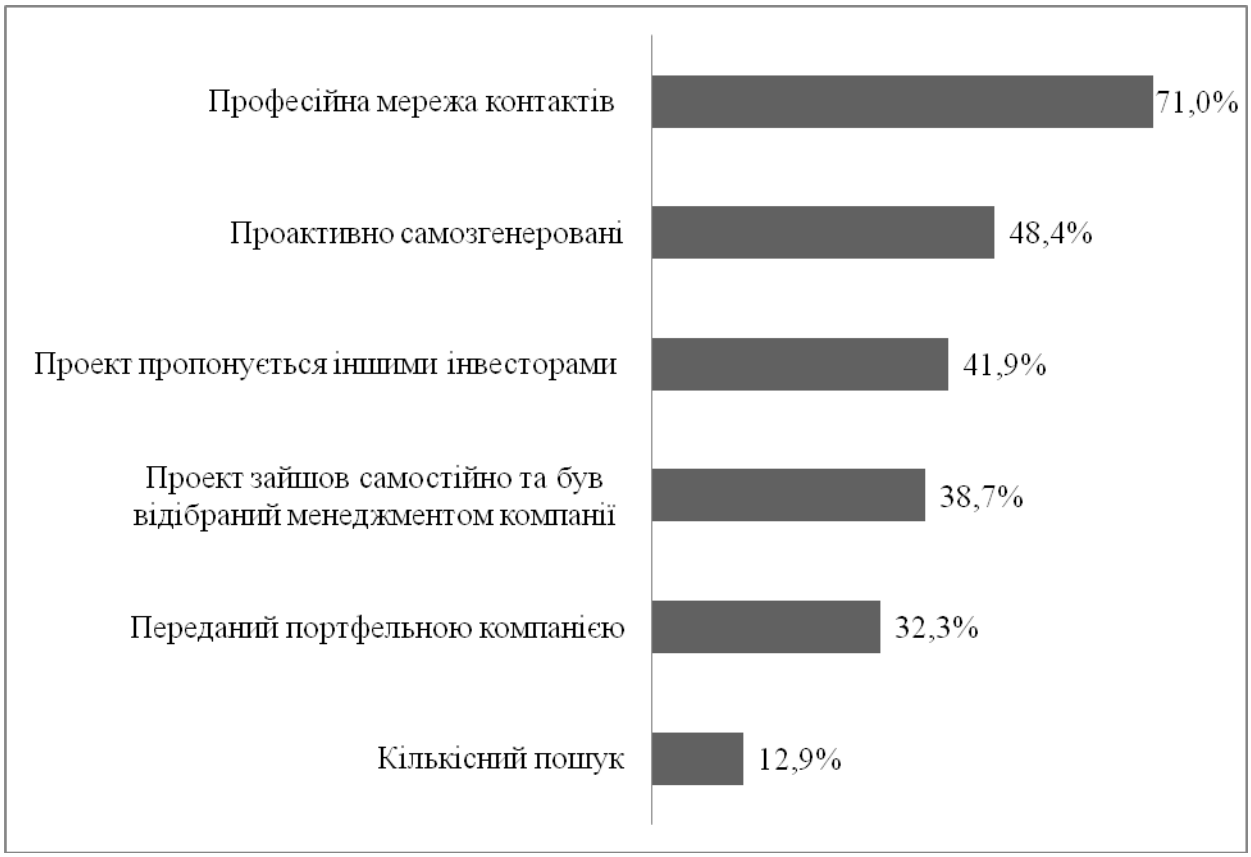


Рис. 3.1.1. Шляхи надходження/пошуку потенційних інвестиційних можливостей.

Джерело: розроблене автором.

Рисунок 3.1.2. ілюструє, що найбільший потік угод надходить з мережі контактів інвесторів в тій чи іншій формі. Близько 28,9% угод генеруються за допомогою професійних мереж. Ще 17,1% угод пере-напрямлені іншими інвесторами і 13,2% угод надходять від портфельних компаній. Близько п'ятої частини усіх угод - 19,7% угод активно самозгенеровані інвесторами. Тільки 15% угод надходять з боку менеджменту.

Ці результати підкреслюють важливість дій щодо активного пошуку угод. Також ці результати підкреслюють малу ефективність «холодного контактування», коли підприємці намагаються залучити венчурні інвестиції без будь-якого попереднього контакту з інвестором. Нарешті, нещодавня тенденція - це так званий кількісний пошук, коли інвестори кількісно аналізують дані з різних джерел, щоб визначити інвестиційні можливості, які можуть генерувати високу дохідність та шукають шляхи укладання

інвестиційних угод з такими проєктами – у даній вибірці такий пошук використовують у 5% випадків.

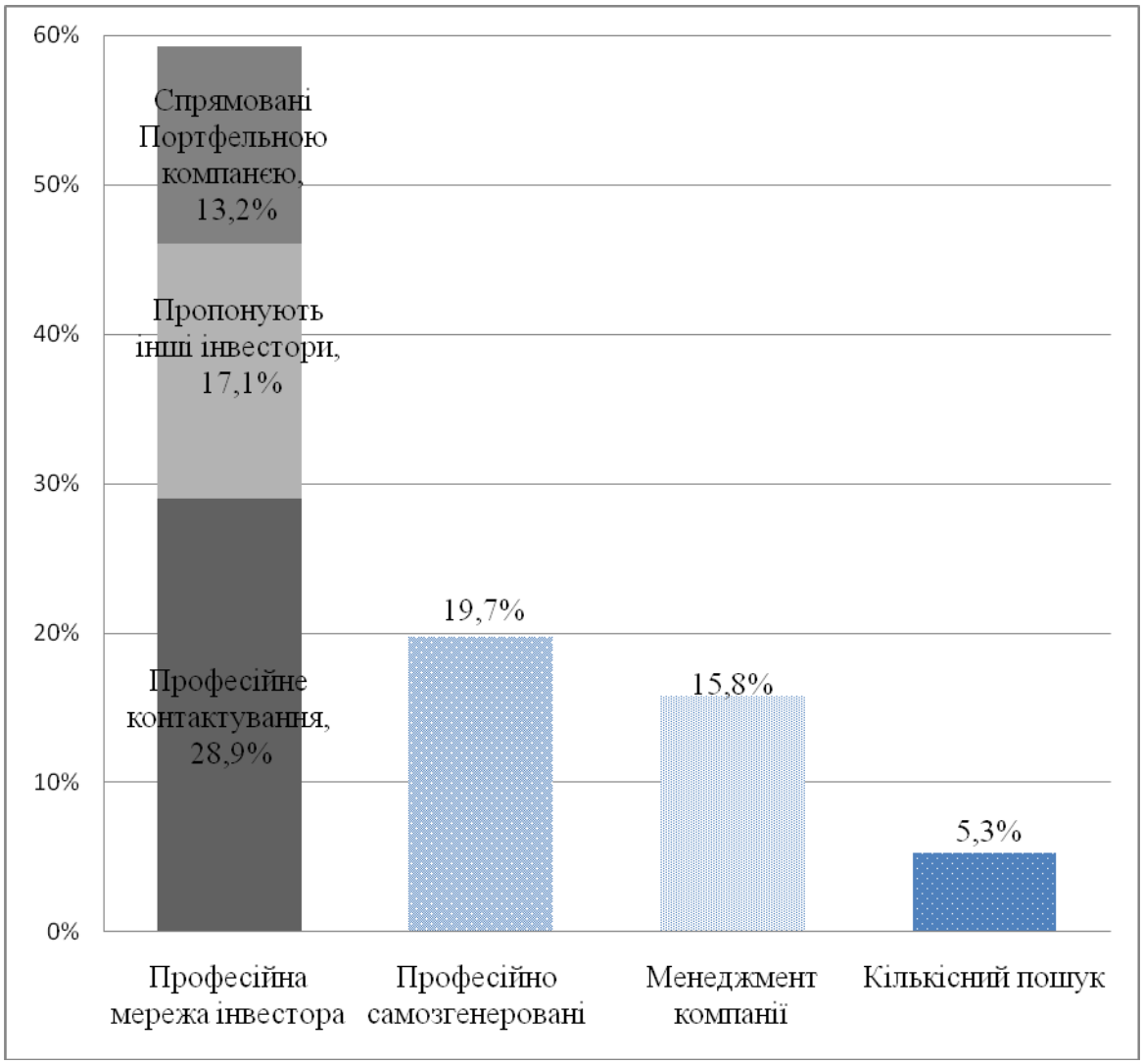


Рис. 3.1.2. Частка професійної мережі інвестора у залученні потенційних інвестиційних проєктів.

Джерело: розроблене автором.

Існують незначні відмінності у підходах щодо генерування потоку інвестиційних можливостей на різних стадіях фінансування проєктів (таб.3.1.1). Наприклад, інвестори, котрі інвестують на стадії зростання менше використовують кількісний пошук та рідше інвестують в угоди перенапрямлені іншими інвесторами, на пізній стадії ці шляхи надходження інвестицій відсутні.

Таблиця 3.1.1

Джерела надходження інвестиційних проєктів

	Групи інвесторів				Стадії інвестування				
Джерела надходження проектів	Інкубатори /Акселератори	Венчурні фонди	Фонди прямих інвестицій	Бізнес-ангели	Перед-посівна стадія	Посівна стадія	Стадія раннього зростання	Стадія зростання та розширення	Пізня стадія, Вихід
Проект зайшов самостійно та був відібраний менеджментом компанії	40,0%	72,7%	33,3%	0,0%	28,6%	33,3%	42,9%	40,0%	33,3%
Переданий портфельною компанією	40,0%	54,5%	0,0%	22,2%	35,7%	28,6%	42,9%	20,0%	0,0%
Проект пропонується іншими інвесторами	60,0%	63,6%	0,0%	33,3%	50,0%	47,6%	57,1%	20,0%	0,0%
Професійна мережа контактів	100,0%	81,8%	50,0%	55,6%	64,3%	76,2%	85,7%	66,7%	66,7%
Проактивно самозгенеровані	40,0%	45,5%	33,3%	66,7%	57,1%	42,9%	52,4%	40,0%	33,3%
Кількісний пошук	40,0%	9,1%	0,0%	11,1%	14,3%	9,5%	19,0%	6,7%	0,0%

Джерело: розроблене автором.

1. Інвестиційний відбір.

Результати досліджень показують, що процес інвестиційного відбору починається з розгляду сотень потенційних проєктів, число яких врешті звужується до кількох інвестиційних угод [79]. Каплан С. і Стромберг П. у своєму дослідженні розглянули інвестиційні меморандуми венчурних інвесторів, що описують інвестиційні можливості та ризики. Вони виявили, що венчурні інвестори зосередили свою увагу на наступних факторах відбору при прийнятті своїх інвестиційних рішень, таких як якість управлінської команди, ринок або галузь, конкуренція, продукт або технологія та бізнес-модель [81]. Проте, інвестиційні меморандуми не ранжують важливість різних критеріїв.

Емпіричні дані свідчать про те, що венчурні інвестори мають різний погляд на те, як обирати проєкти для інвестування. Деякі інвестори зосереджуються більшою мірою на команді управління, тоді як інші приділяють більше уваги бізнес-факторам: продукту, технології та бізнес-моделі. Проте розглянувши проспекти первинних розміщень (IPO) успішних

венчурних інвесторів, виявлено, що бізнес-фактори (продукт, технологія або бізнес-модель) є більш стабільними, а ніж управлінська команда [79].

У даному дисертаційному дослідженні розглянуті чинники селекційного відбору. В опитуванні було запропоновано респондентам визначити фактори, які керують інвестиційним вибором, а потім оцінити їх відповідно до їх важливості. Нижня панель рис. 3.1.3. повідомляє про відсоток респондентів, які відзначили відповідні фактори як важливі. На верхній панелі вказано відсоток респондентів, які визначили даний фактор як найважливіші (рис. 3.1.3) ілюструє, що команда управління є найбільш часто згадуваним фактором на думку 100% респондентів і 93,5% респондентів вказали цей фактор як найважливіший.

Рис. 3.1.3. Важливі та найбільш важливі фактори інвестиційного відбору.

Джерело: розроблене автором.

Бізнес-фактори також часто згадуються як важливі: бізнес-модель (58%), продукт на 74,2%, ринок 74,2%, та галузь - на 25,8%. Проте, дані фактори були оцінені як найбільш важливі значно меншою кількістю респондентів: бізнес-модель 29%, продукт на 35,5%, ринок 38,7%, та галузь - на 3,2% відповідно. Оцінка компанії та здатність інвесторів додати цінності проєктам - кожен з цих факторів згадувались 38,7% та 38,5% інвесторами відповідно, і дані фактори вважаються найбільш важливими лише 9,7% та 12,9% респондентів відповідно. Відповідність інвестиційним цілям фонду та персональним вподобанням не мала особливого значення. Приблизно лише п'ята частина (19,4%) інвесторів-респондентів назвали цей фактор важливим, та лише 6% - найважливішими.

Отже згідно результатів опитування команда менеджерів є найбільш важливим фактором для всіх груп інвесторів у інвестиційному відборі. Проте серед різних груп інвесторів у венчурні проєкти існують відмінності щодо вагомості чинників селекційного відбору (табл. 3.1.2; 3.1.3).

Таблиця 3.1.2.

Найбільш вагомі фактори вибору інвестиційних проєктів для різних груп інвесторів

	Групи інвесторів			
Найбільш вагомі фактори	Інкубатори, акселератори	Венчурні фонди	Фонди прямих інвестицій	Бізнес-ангели
Команда	80,0%	100,0%	83,3%	100,0%
Бізнес модель	20,0%	18,2%	83,3%	11,1%
Продукт/технологія	60,0%	45,5%	33,3%	11,1%
Ринок	40,0%	27,3%	33,3%	55,6%
Індустрія	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Оцінка (фінансова оцінка)	0,0%	18,2%	0,0%	11,1%
Здатність додати цінності проєкту	40,0%	0,0%	16,7%	11,1%
Відповідність персональним або інституційним цілям	0,0%	18,2%	0,0%	0,0%
Зрушення/активні дії	0,0%	36,4%	0,0%	66,7%
Попередньо залучений капітал	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Отримання доходу	0,0%	0,0%	0,0%	11,1%
Міжнародна експансія	20,0%	9,1%	0,0%	0,0%

Джерело: розроблено автором.

Для представників інкубаторів / акселераторів найбільш вагомими є наступні фактори: команда (80%), продукт (60%), ринок (40%), здатність додати цінності проєкту (40%); для представників венчурних фондів – це команда (100%), продукт (46%), зрушення/активні дії (36%); для представників фондів прямого інвестування - це команда (83%), бізнес-модель (83%), продукт (33%), ринок (33%); для бізнес-ангелів - це команда (100%), зрушення/активні дії (67%), ринок (56%).

Таблиця 3.1.3.

Найбільш вагомі фактори вибору інвестиційних проєктів для інвесторів різних стадій фінансування

	Стадії інвестування				
Найбільш вагомі фактори	Перед-посівна стадія	Посівна стадія	Стадія раннього зростання	Стадія зростання та розширення	Пізня стадія, Вихід
Команда	92,9%	90,5%	95,2%	93,3%	100,0%
Бізнес модель	14,3%	19,0%	19,0%	33,3%	100,0%
Продукт/Технологія	35,7%	38,1%	38,1%	33,3%	66,7%
Ринок	42,9%	28,6%	38,1%	26,7%	33,3%
Індустрія	7,1%	4,8%	4,8%	0,0%	0,0%
Оцінка (фінансова оцінка)	0,0%	14,3%	14,3%	20,0%	0,0%
Здатність додати цінності проєкту	28,6%	19,0%	4,8%	0,0%	0,0%
Відповідність персональним або інституційним цілям	0,0%	0,0%	9,5%	6,7%	0,0%
Зрушення (англ. traction)	28,6%	28,6%	38,1%	40,0%	0,0%
Попередньо залучений капітал	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Отримання доходу	7,1%	4,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Міжнародна експансія	14,3%	9,5%	9,5%	0,0%	0,0%

Джерело: розроблене автором.

Згідно досліджень, команда є одним з найбільш вагомих чинників селекційного відбору. Отже, якості управлінської команди потенційного інвестиційного проєкту мають важливе значення для венчурних інвесторів. Порівнюючи дані результати, венчурні інвестори на пізній термінах є більше схожими на фонди прямих інвестицій, оскільки вони вважають, що оцінка та бізнес-модель є надзвичайно важливими. Результати дослідження вказують на те, що інвестори на пізніх стадіях піклуються швидше про інвестиційну оцінку проєкту, а ніж про здатність додати цінності проєкту .

На рис. 3.1.4. вказані результаті проведеного в рамках дисертаційного дослідження опитування респондентів щодо якостей управлінської команди венчурного проєкту та ранжування їх важливості. Підприємницький досвід є найбільш згадуваним фактором – 71% респондентів вказали його у своїх відповідях. Галузевий досвід є другим найбільш згадуваний фактором (64,5%). Робота в команді та навики управління поділяють третє місце(54,8%).

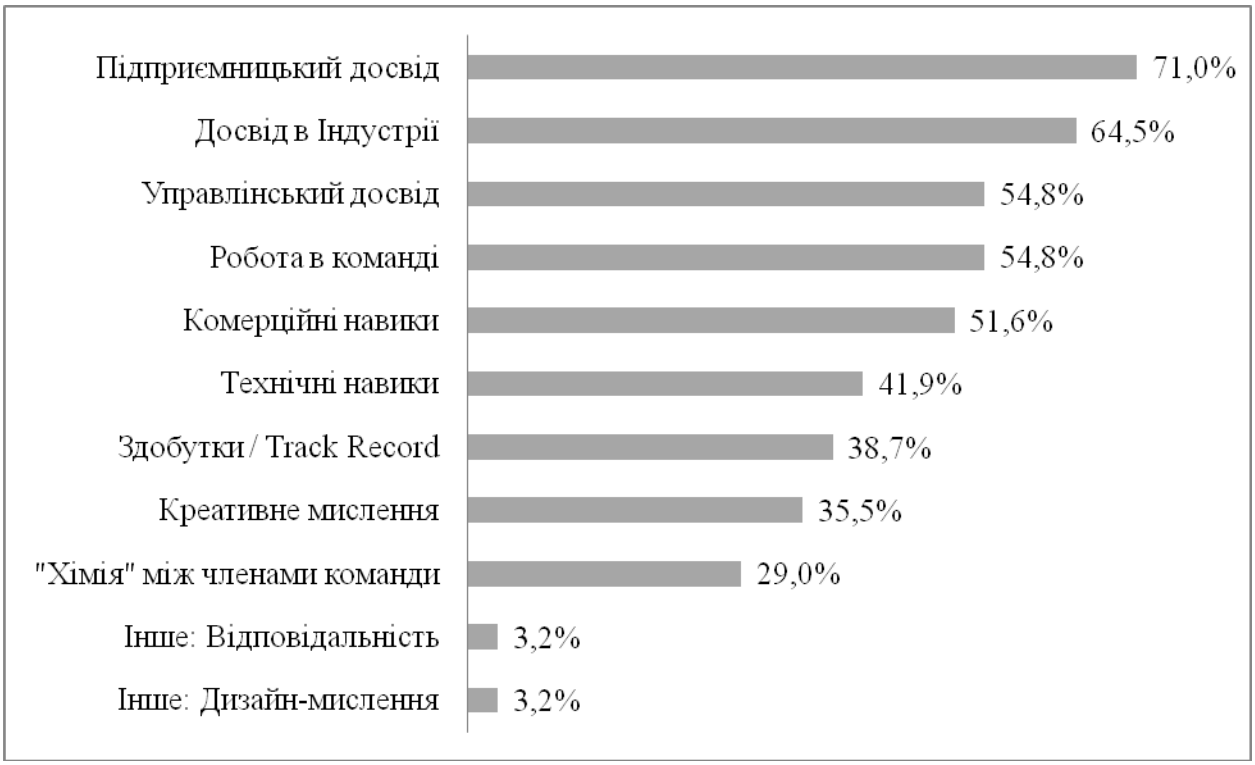


Рис. 3.1.4. Найбільш важливі, на думку інвесторів, якості команди менеджменту.

Джерело: розроблене автором.

Крос-секційні спостереження: технічні навички і здобутки/генерування активних дій були згаданими 41,9% та 38,7% респондентами відповідно, і важливість цих факторів є більшою для інвесторів «пізніх стадій». Натомість «хімія» поміж членами команди і креативне мислення виявились більш вагомими факторами для інвесторів «ранніх стадій».

Мотиваційні фактори підприємця є одними з найбільш вагомих чинників для венчурного інвестора щодо інвестування. В результаті опитування виявлено, що реалізація інтелектуального потенціалу є найбільш привабливим мотиваційним фактором на думку 62,1% інвесторів. Бажання підприємця досягнути прибутків є другим вагомим чинником для інвесторів (44,8%), а незалежність підприємця - третім(31%) (рис3.1.5.).

Рис. 3.1.5. Вагомість мотиваційних факторів засновника проєкту/підприємця думку інвесторів є у венчурні проєкти.

Джерело: розроблене автором.

Варто зазначити, що значення фактору «Інтелектуальний потенціал засновника» знижується для інвесторів «пізніх стадій» фінансування (рис. 3.1.6.)

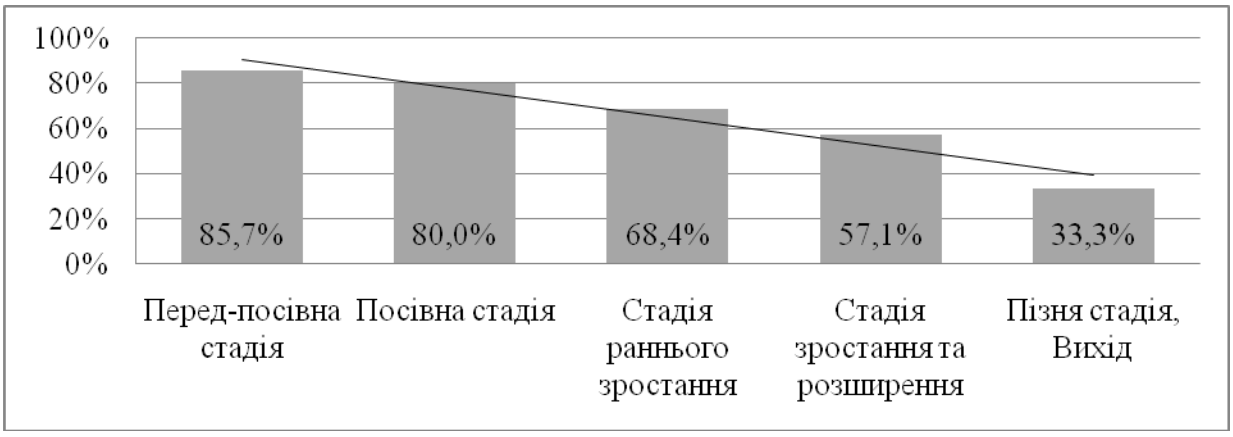


Рис. 3.1.6. Інтелектуальний потенціал засновника як важливий мотиваційний фактор з точки зору інвесторів різних стадій фінансування.

Джерело: розроблено автором.

Крос-секційні спостереження: для інвесторів та фондів з невеликою кількістю угод (від 1 до 8) важливим мотиваційним фактором, поряд з зазначеними вище, є бажання засновника досягати прибутків. Натомість, для інвесторів та фондів з більшою кількістю угод (від 10 до 30) більш вагомим мотиваційним фактором засновника є його незалежність (табл. 3.1.4.)

Таблиця 3.1.4

Привабливість мотиваційних факторів підприємця для інвесторів з різною кількістю венчурних угод.

Мотиваційні фактори \ Кількість угод	1-2 угоди	5-8 угод	10-12 угод	19-30 угод
Незалежність підприємця	11%	13%	29%	50%
Бажання досягнути прибутковості	44%	38%	0%	0%
Інтелектуальний потенціал	44%	50%	29%	25%
Альтруїзм	0%	0%	0%	0%
Різноманіття (англ.diversity)	0%	0%	0%	25%
Вирішити проблему	0%	0%	14%	0%
Чи засновник любить те, що робить	0%	0%	14%	0%
Бажання побудувати визначну компанію	0%	0%	0%	0%
Прагнення зробити інакше	0%	0%	14%	0%

Джерело: розроблено автором

Інвестори вказують на те, що пристрасть є важливою рисою засновника проєкту (69%), а найменш привабливою є надмірна впевненість (7%). Наполегливість є другою важливою рисою (61%) для усіх категорій інвесторів, а особливо при інвестуванні в технологічні стартапи (71%) (рис.3.1.7.)

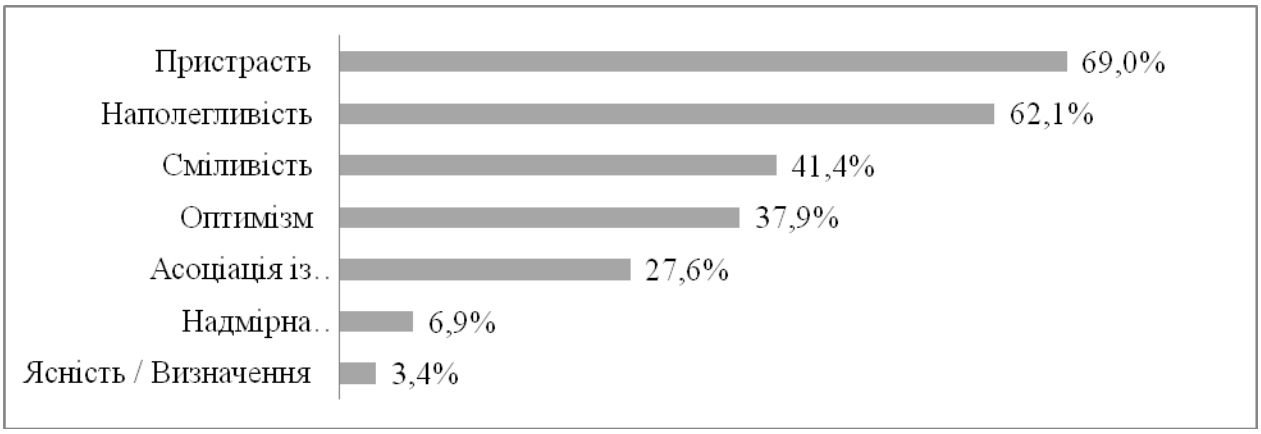


Рис. 3.1.7. Персональні якості засновника проєкту, що на думку інвесторів найбільше відповідають їх інвестиційним цілям.

Джерело: розроблено автором.

Сміливість - це третя важлива риса засновника (41%), але значення цього фактору знижується для інвесторів «пізніх стадій» фінансування (рис. 3.1.8.).

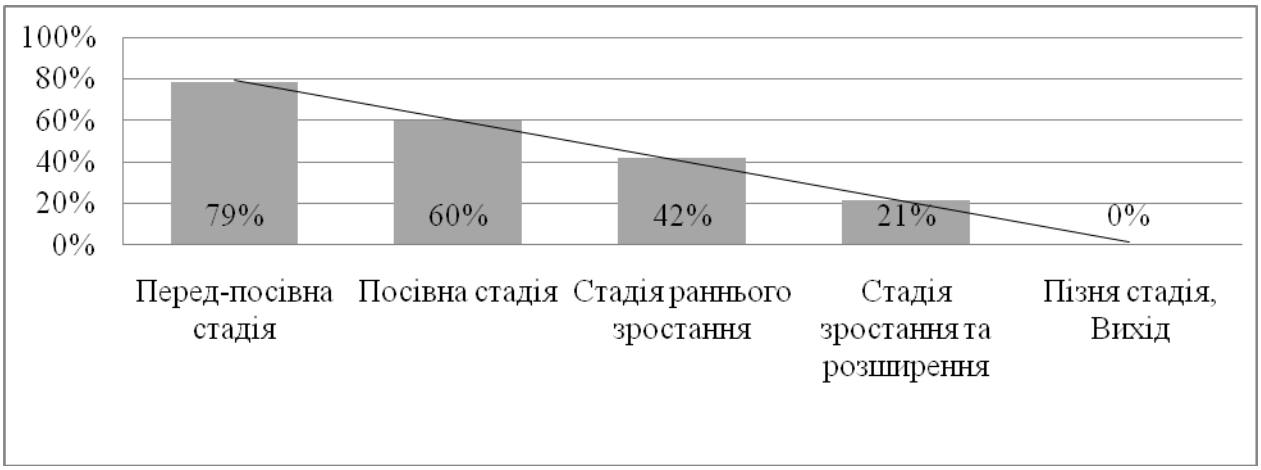


Рис. 3.1.8. Вагомість фактору «Сміливість підприємця» для інвесторів різних етапів фінансування.

Джерело: розроблено автором.

І навпаки, така риса як асоціація засновника з проєктом є більш важливою для інвесторів "пізніх стадій" (рис 3.1.9.).

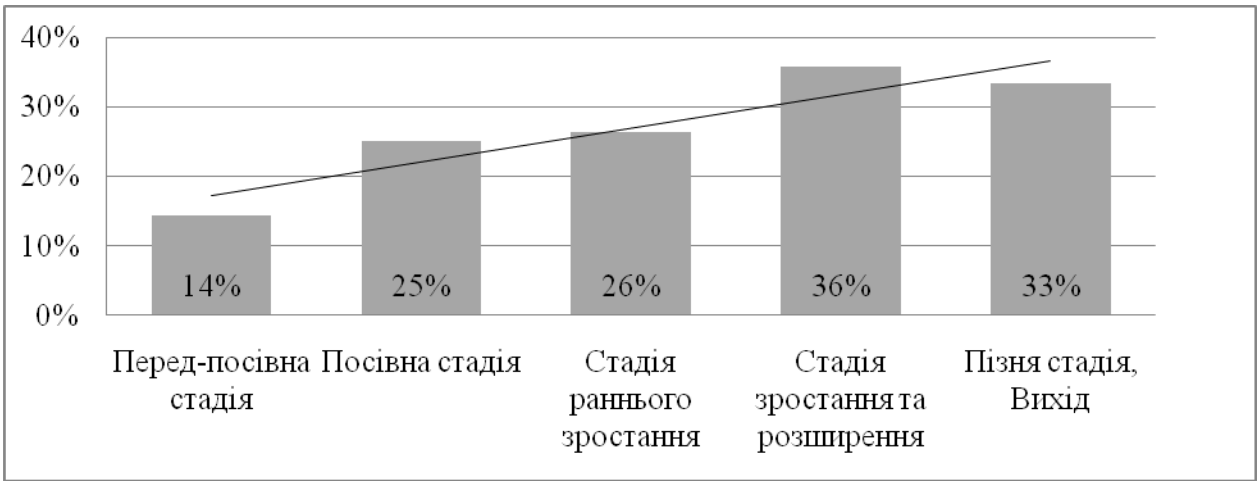


Рис. 3.1.9. Вагомість фактору «Асоціація засновника зі стартап-проєктом» для інвесторів різних етапів фінансування.

Джерело: розроблено автором.

2. Оцінка, методи оцінки, прогнозування.

Важливим результатом перемовин при укладанні венчурної угоди є розмір частки власності що залежить від ймовірної оцінки (англ. the implied valuation), що створюється завдяки умовам фінансування.

В рамках дисертаційного дослідження, було поставлено кілька запитань інвесторам щодо здійснення ними інвестиційної оцінки венчурних проєктів і узгодження структури угоди з підприємцями.

А також були поставлені запитання щодо чинників, що відіграють важливу роль в ухваленні рішення щодо інвестиційної оцінки, яку інвестори пропонують потенційній портфельній компанії. Рис. 3.1.10. ілюструє міркування інвесторів про те, що очікуваний вихід з венчурного проєкту є найбільш вагомим фактором при оцінці компанії / проєкту на усіх стадіях фінансування – 67,7% респондентів ідентифікують його як найбільш важливий фактор. Схожі компанії або порівняльні компанії (англ. comparable companies), так званий ринковий підхід, є другим важливим фактором (45%).

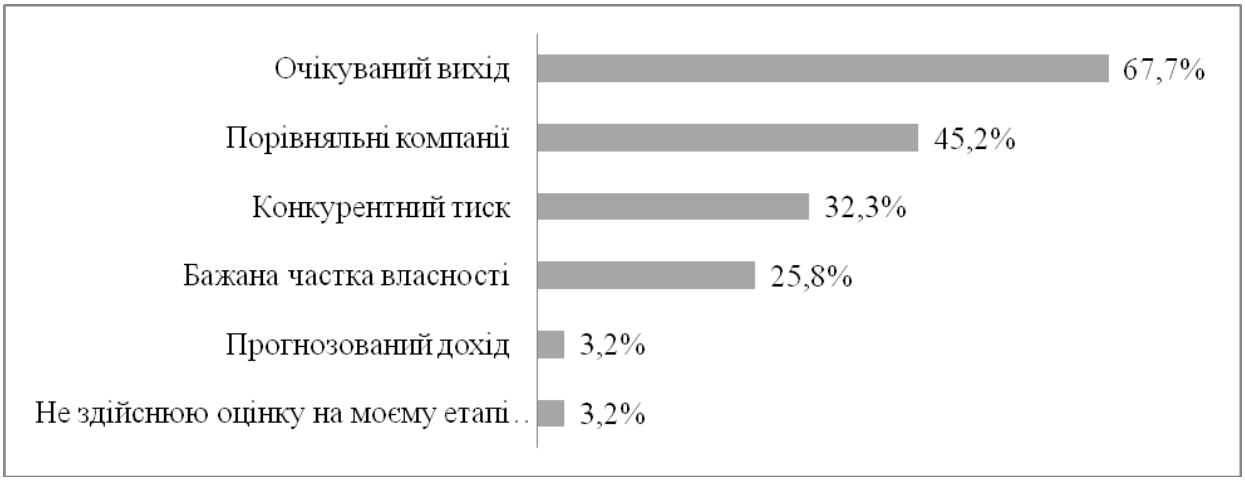


Рис. 3.1.10. Найбільш важливі фактори на думку інвесторів при здійсненні ними оцінки венчурного проєкту.

Джерело: розроблено автором.

Конкурентний тиск є важливим для 32,3% респондентів, особливо для інвесторів ранніх стадій фінансування і важливість даного фактору знижується для інвесторів більш пізніх стадій (рис. 3.1.11.); даний фактор також є більш важливим для венчурних фондів порівняно з іншими групами інвесторів. Це відрізняє підхід вітчизняних інвесторів від їх західних колег, для яких даний фактор був помітно менш вагомим при оцінці венчурних інвестицій [70]. Це говорить про те, що ІТ-індустрія в Україні є досить конкурентною, і це може надати засновниками ІТ проєктів перевагу в переговорному процесі під час укладання угоди з вітчизняними венчурними інвесторами.

Бажана частка власності є помітно менш важливим фактором (25,8%) при оцінці портфельної компанії, відзначений, в основному, фондами прямих інвестицій та інвесторами на стадії зростання/експансії. І це також значно відрізняє відповіді вітчизняних інвесторів від їх іноземних колег, які відзначити цей фактор як третій найбільш вагомий [70].

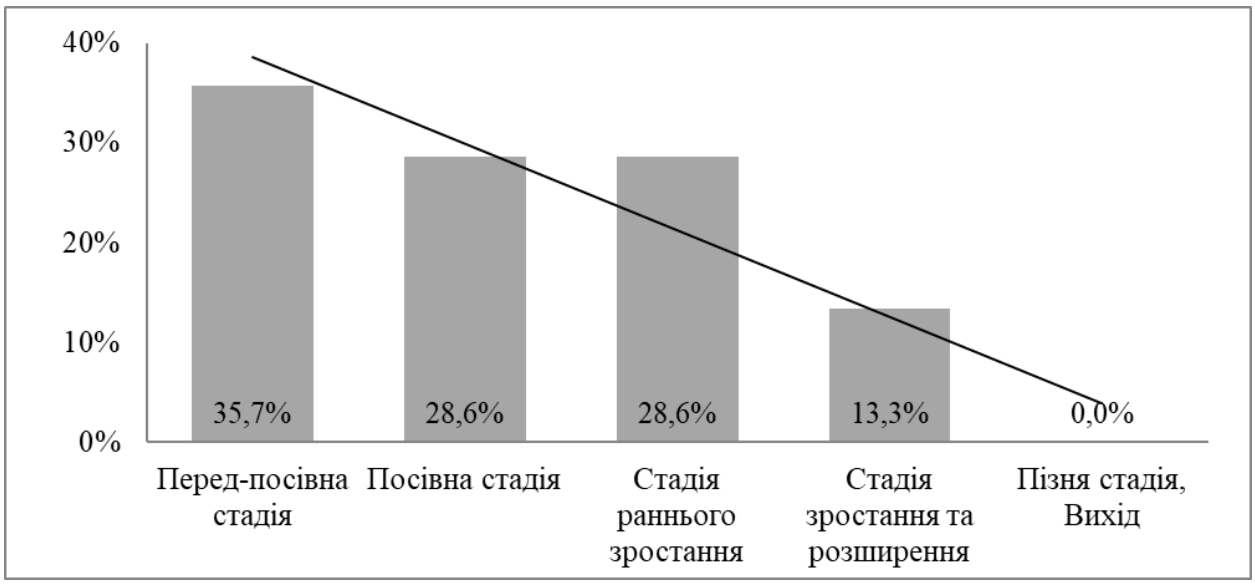


Рис. 3.1.11. Важливість фактору «Конкурентний тиск» на думку інвесторів при здійсненні ними інвестиційної оцінки на різних стадіях венчурного фінансування.

Джерело: розроблено автором.

Лише 3% респондентів проведеного опитування відповіли, що намагаються не здійснювати оцінки портфельних компаній на їх стадії інвестування.

Інвестори пізнього етапу розглядають вихід як важливий фактор, ймовірно, тому, що легше передбачити на даному етапі розвитку компанії яку форму виходу буде здійснено. В українських реаліях інвестори, що інвестують на ранніх стадіях турбуються про вихід на рівні з інвесторами пізніх стадій. В результаті проведеного дослідження було виявлено, що венчурні інвестори використовують наступні методи оцінювання інвестиційних проєктів (рис. 3.1.12, рис. 3.1.13):

– респонденти в рівній мірі використовують дохідний, ринковий та метод венчурного капіталу - 54,8%, 51,6% та 54,8% відповідно;

– венчурний метод використовують венчурні фонди (73%) та акселератори (60%). Цей метод не використовують інвестори які уникають інвестування в технологічні стартапи;

– ринковий метод є найбільш популярним серед бізнес-ангелів (67%) та фондів приватних інвестицій (67%);

– в меншій мірі інвестори використовують затратний метод - лише 25,8% опитаних респондентів, в основному на пізніх стадіях (67%).

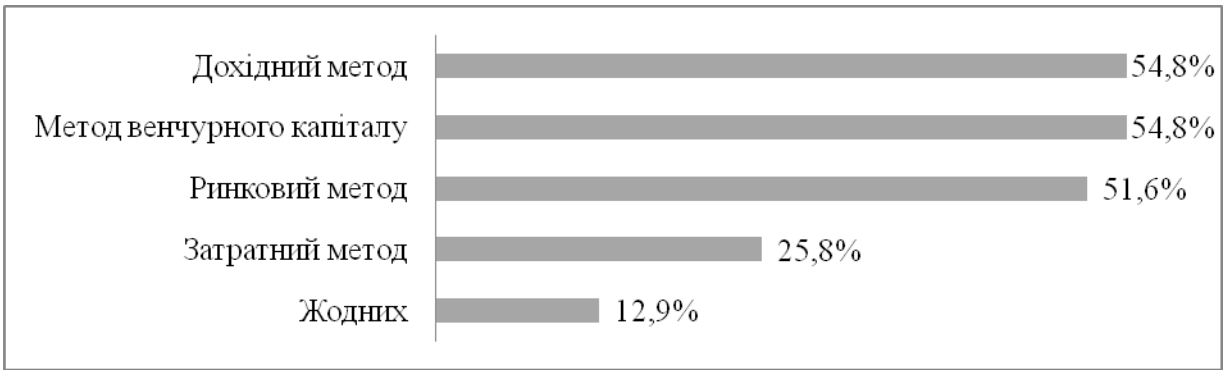


Рис. 3.1.12. Використовувані інвесторами методи інвестиційної оцінки.

Джерело: розроблено автором.

Слід зазначити, що 12,9% опитаних інвесторів не використовують жодних методів при оцінці компаній, особливо на посівних стадіях та при інвестуванні в технологічні стартами.

Рис. 3.1.13. Методи інвестиційної оцінки використовувані групами інвесторів.

Джерело: розроблено автором.

В ході даного дисертаційного дослідження респонденти дали відповіді на питання щодо використання ними спрощених підходів в оцінці інвестиційних проєктів. Рисунок 3.1.14. ілюструє, що більше половини респондентів у даному опитуванні використовують просте правило прийняття інвестиційного рішення, тобто 64,5% інвесторів схильні встановлювати ймовірну оцінку компанії, використовуючи суму інвестицій та цільову частку власності, особливо це стосується венчурних фондів та бізнес-ангелів (рис. 3.1.15.).

Рис. 3.1.14. Чи оцінка інвестором стартапу залежить від частки власності у ньому?

Джерело: розроблено автором.

Проте інвестори, що інвестують на пізніх стадіях (стадія виходу), в т.ч. у нетехнологічні компанії та фонди приватних інвестицій, є більш схильні використовувати традиційні методи оцінювання: дохідний, витратний, а особливо ринковий метод.

Передбачувано, що інвестори ранніх стадій для встановлення оцінки, ймовірніше використовуватимуть даний спрощений метод суми інвестицій та цільової частки власності. Цей результат відповідає ранньому розвитку компаній, що мають мало фінансової інформації та високий ступінь невизначеності, що спонукає інвесторів до спрощення інвестиційного аналізу. Інвестори пізніх стадій мають більше інформації про компанії і, потенційно, можуть використовувати ускладнені методи інвестиційного оцінювання, щоб прийти до ймовірної оцінки компанії.

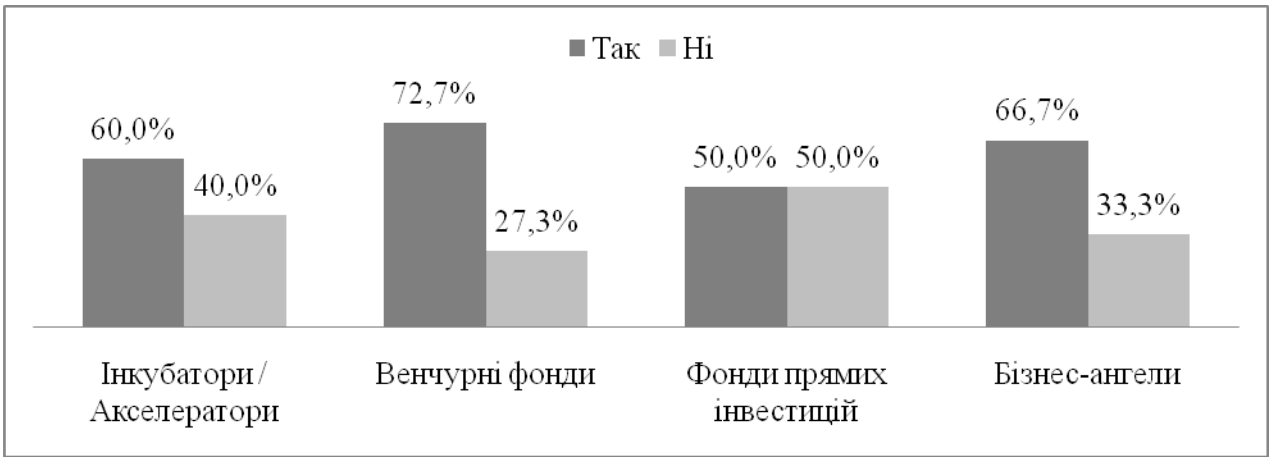


Рис. 3.1.15. Встановлення оцінки стартапу різними групами інвесторів залежно від частки власності у ньому.

Джерело: розроблено автором.

4. Структурування угоди в рамках венчурного фінансування

Оцінка є лише частиною переговорного процесу, який відбувається між новими венчурними інвесторами, існуючими інвесторами та засновниками венчурного проєкту-підприємцями. Інша частина – умови договору, що їх сторони узгоджують під час перемовин.

Структурування угоди відбувається після того, як венчурний інвестор вирішив інвестувати в конкретний проєкт і складається з того, що венчурний інвестор оцінює проєкт і відповідно капітал в обмін на венчурні інвестиції. Структурування угод включає ряд правових документів та домовленостей як основу, на якій венчурний інвестор та підприємець погоджуються працювати разом. Документ, що узагальнює правила та умови, є декларацією про наміри, подається підприємцю, узагальнюючи терміни та відповідне рішення венчурного інвестора про інвестування.

Каплан С. та Стромберг П. в своїх роботах описують ці терміни і вивчають роль внутрішнього ризику, зовнішнього ризику і ризику виконання при визначенні договірних положень, що присутні в контрактах венчурних інвесторів. Зазвичай, роль угоди полягає в тому, щоб бути впевненим в тому, що підприємець є винагороджений, якщо він виконує взяті зобов’язання, і

забезпечити інвестора компенсацією, якщо підприємець зобов'язань не виконує. Інвестори досягають цих цілей за рахунок контролю грошових потоків, прав контролю, прав ліквідації тощо. Згідно досліджень, роль внутрішнього ризику, зовнішнього ризику та ризику виконання є визначальною при закладенні договірних умов у інвестиційних контрактах [80;81].

Згідно результатів опитування, представлених на рис. 3.1.16, пропорційні права (англ. pro-rata rights), які надають інвесторам право участі у наступному раунді фінансування на пропорційній основі, використовуються 58,1% респондентів. Права участі (англ. participation rights), які дозволяють інвесторам отримувати додаткові виплати, що надходить після того, як вони скористалася перевагою від ліквідації, використовуються в середньому 48,4% інвесторами. Нарешті, ліквідаційні права (англ. liquidation preference), які надають інвесторам переважну позицію при ліквідації проєкту відзначили 41,9% опитаних респондентів. Як правило, інвестори отримують кратну -1х ліквідаційну перевагу до своїх інвестицій. Будь-які мультиплікатори вище -2х, -3х, можна вважати як менш дружні для підприємців.

Інші договірні умови серед венчурних інвесторів є менш поширені:

– Захист від розводження (англ. full-ratchet anti-dilution protection) - цю умову інвестори використовують 9,7% інвесторів на випадок, якщо наступний раунд фінансування буде залучений за нижчою ціною.

– Права на викуп (англ. redemption rights) дають інвестору право на викуп своєї частки або вимогу на викуп частки за первісною ціною - ці права використовують інвестори лише в 12,9% випадків, що відрізняє вітчизняних інвесторів від іноземних колег, у яких, згідно досліджень, ця умова застосовується 45% респондентів [70].

– Кумулятивні дивіденди накопичуються з плином часу та ефективно збільшують віддачу на інвестиції (а іноді і частки власності) після

остаточної ліквідації. Респонденти використовують це положення угоди у 16,1% випадків.

– 9,7% респондентів не використовують жодних умов контрактів.

Рис. 3.1.16. Частота використання договірних умов в контрактах інвесторів при венчурному фінансуванні.

Джерело: розроблено автором.

Можна помітити, що вітчизняні інвестори, згідно опитування, менш схильні використовувати певні умови контрактів (права викупу або кумулятивні дивіденди), ніж венчурні інвестори у США за дослідженням Гомперса П. та ін. [70]. Знову ж, це може відображати як більш конкурентну індустрію венчурного інвестування в Україні, так і відмінності в підходах інвесторів.

Щоб зрозуміти, наскільки договірні умови можуть відрізнятись залежно від характеристик угоди, в даному дослідженні респондентам було запропоновано вказати умови контактів щодо яких вони є більш-менш гнучкими при веденні переговорів. На додаток до умов, наведених на рис. 3.17., в дослідження були включені додаткові фактори: наділення (англ. vesting), права контролю (англ. control rights) та право власності (англ. ownership). Наділення означає часткове позбавлення акцій засновників або

працівників, які залишають компанію, а права контролю включають такі функції, як посади в раді директорів, права вето на важливі рішення та захисні положення.

Можна помітити, що згідно результатів проведеного дослідження, найменш гнучкі контракті умови для інвесторів в спадному порядку - це захист від розводження (16%), пропорційні права (20%) та наділення (24%). Умови щодо яких вітчизняні інвестори є найбільш гнучкими – контроль ради директорів (52%) та оцінка (48%) (рис. 3.1.17.). Близько 10% інвесторів у венчурні проєкти не використовують жодних умов контрактів.

Рис. 3.1.17. Гнучкість використання договірних умов інвесторами при фінансуванні венчурних проєктів.

Джерело: розроблено автором.

Для порівняння: в дослідженнях венчурних інвесторів у США найбільш гнучкі умови це - дивіденди, права викупу, опціонний пул, сума інвестицій та умови участі [70].

Результати даного опитування також вказують на те, що гнучкість щодо переважних умов викупу частки є більш притаманною для інвесторів пізніх стадій фінансування (рис. 3.1.18.).

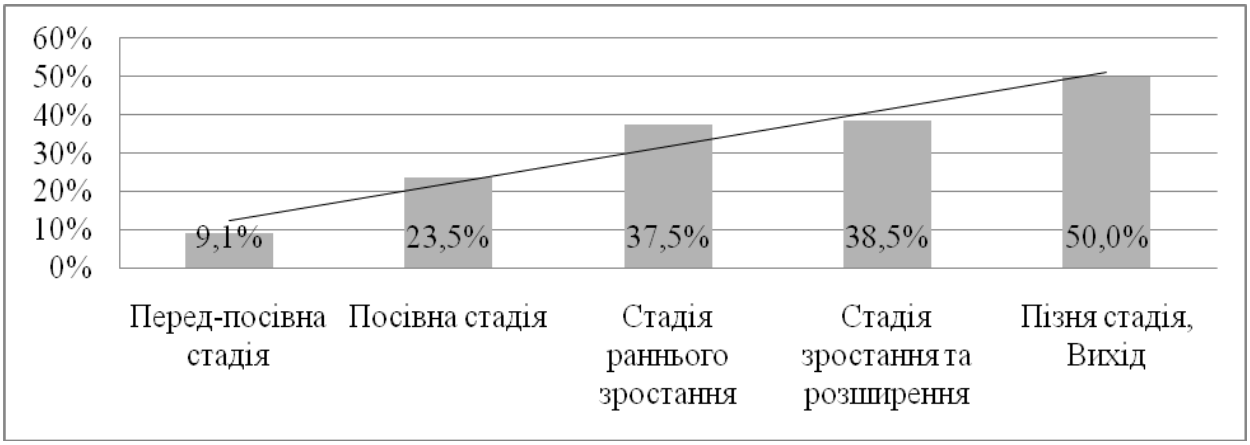


Рис. 3.1.18. Гнучкість використання переважних прав викупу частки в контрактах інвесторів на різних стадіях інвестування у венчурні проєкти.

Джерело: розроблено автором.

Інвестори на пізніх стадіях фінансування також є більш гнучкими щодо контролю ради директорів (рис. 3.1.19.)

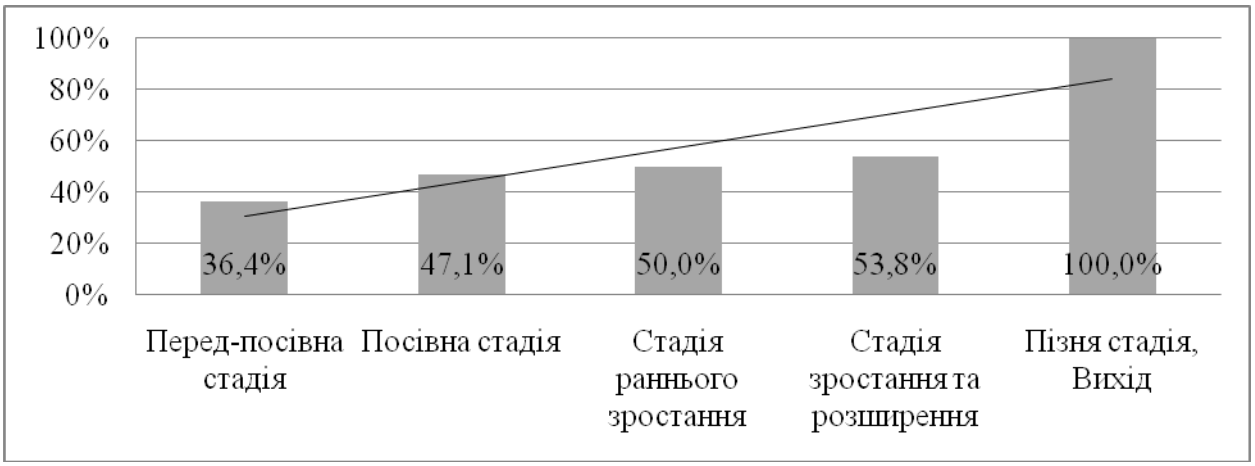


Рис. 3.1.19. Гнучкість використання договірних умов щодо контролю ради директорів в контрактах інвесторів на різних стадіях фінансування венчурних проєктів.

Джерело: розроблено автором.

У дослідженнях Каплана С. та Стромберга [81], переваги ліквідації (англ. liquation preferences) та контроль ради директорів пов'язують з внутрішнім та зовнішнім ризиком; захист від розводження пов'язаний тільки з внутрішнім ризиком; права на викуп пов'язані з зовнішнім ризиком. Обережно інтерпретуючи результати проведеного опитування, можна помітити, що вітчизняні інвестори є в деякій мірі менш гнучкими щодо умов, які керують внутрішнім ризиком.

5. Синдикування

Венчурні інвестори та фонди прямого інвестування зазвичай інвестують з іншими інвесторами в рамках синдикатів. Гокберг Я. та ін. досліджують цілий ряд причин для поширеності синдикування, таких як репутація, обмеження (дефіцит) капіталу (англ. capital constraints) інвесторів, і розподіл ризиків. Лернер Дж. стверджує, що галузева експертиза має відношення до синдикування. Відповідно до даних досліджень експертиза, фінансові обмеження /обмеження капіталу, розподіл ризиків є важливими факторами для прийнятті рішень щодо синдикації для більш ніж 70% венчурних інвесторів [75;84].

Відповідно, досліджуючи процес синдикування, в опитуванні було задано венчурним інвесторам кілька запитань, щоб дізнатись більше про те, які фактори найбільше спонукають до синдикації. Результати дослідження представлені на рис. 3.1.20.

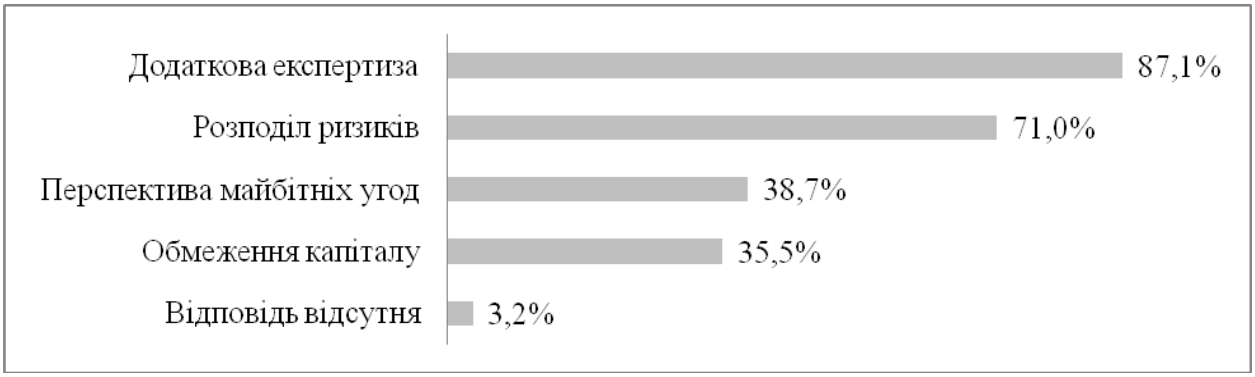


Рис. 3.1.20. Фактори, що спонукають до об’єднання в синдикати інвесторів у венчурні проєкти.

Джерело: розроблено автором.

Отже, згідно результатів дослідження відповідна експертиза (англ. Complementary expertise) є найбільш вагомим фактором для об'єднання в синдикати для 87% респондентів. Тоді як розподіл ризиків (англ. risk sharing) є другим важливим фактором за кількістю відповідей 71% респондентів. І значення цього фактора спадає з кожною наступною стадією інвестування (рис. 3.1.21). Участь у майбутніх угодах сприймається як суттєво менш важливий фактор - лише 39% інвесторів визначили його у своїх відповідях. Обмеження/дефіцит капіталу є суттєвим фактором лише для 35% інвесторів.

Ці результати контрастують з дослідженням венчурних інвесторів у США, у яких головну вагу інвестори надають саме обмеженням/дефіциту капіталу [70].

Результати нашого дослідження вказують на крос-секційне спостереження: інвестори ранніх стадій інвестування піклуються більше про розподіл ризиків, можливо, через більшу невизначеність на ранніх етапах фінансування (рис. 3.1.21).

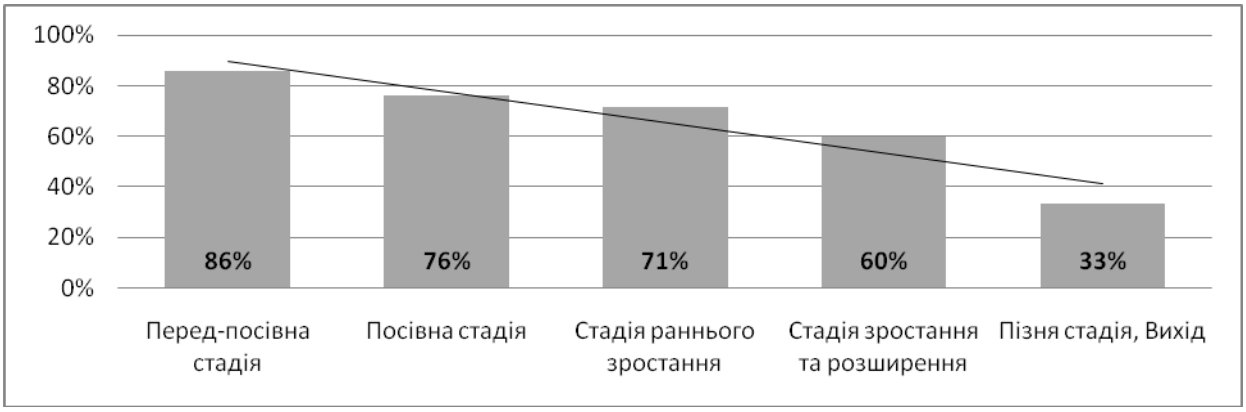


Рис. 3.1.21. Активність інвесторів щодо найму працівників портфельних компаній на різних стадіях венчурного фінансування.

Джерело: розроблено автором.

Далі в роботі досліджено фактори, які відіграють важливу роль у виборі партнера синдикату. Результати опитування представлені на рис. 3.1.22. ілюструють, що відповідна експертиза та репутація ідентифіковані як найбільш вагомі фактори більшістю респондентів - 81% та 77% відповідно.

Активні дії (track record) також мають важливе значення для інвесторів (55%).

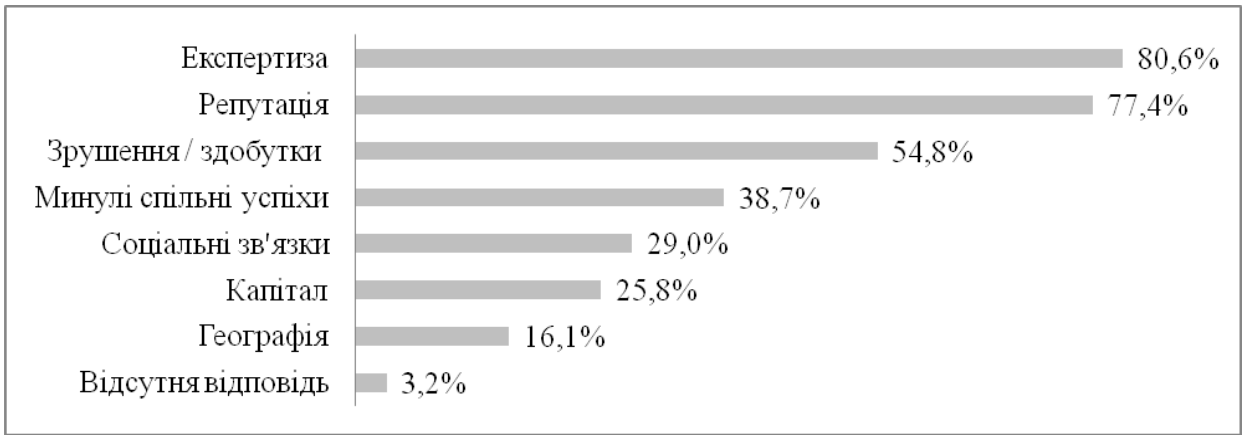


Рис. 3.1.22. Визначальні фактори при виборі партнера для об'єднання в синдикати при інвестуванні у венчурні проєкти.

Джерело: розроблено автором.

Це говорить про те, що для вітчизняних венчурних інвесторів продукт або технологія є більш впливовими, в той час як у дослідженнях іноземних колег - для венчурних інвесторів у IT - кластеризація і мережа контактів відігрівають більш активну роль [70].

Відповідна експертиза потенційного партнера для синдикації є найбільш вагомим фактором для усіх груп інвесторів (рис. 3.1.23).

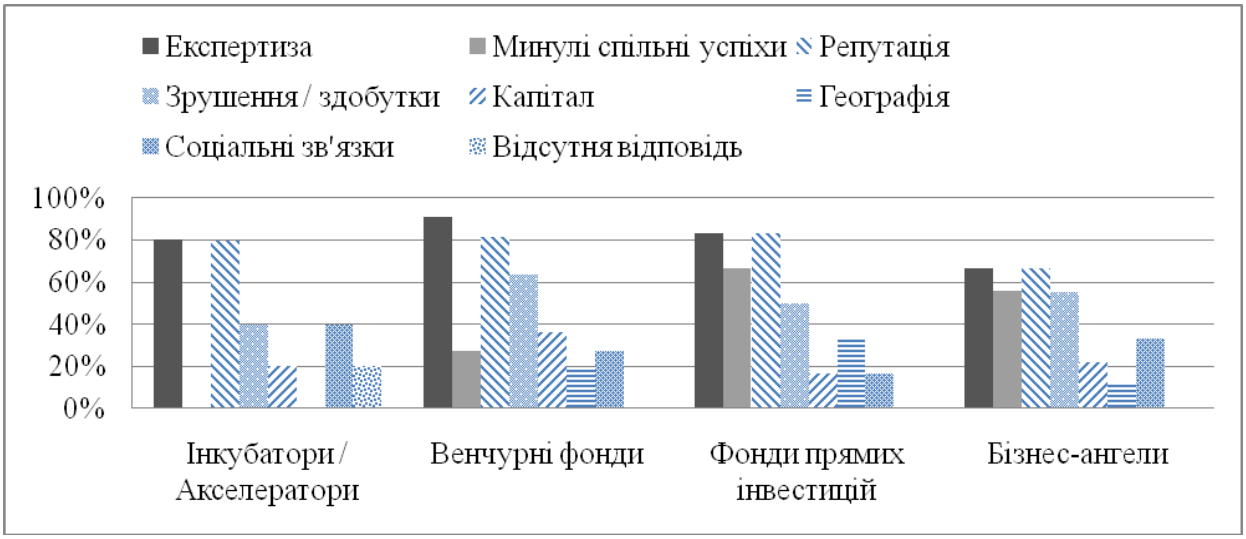


Рис. 3.1.23. Визначальні фактори при виборі партнера для об'єднання в синдикати при інвестуванні у венчурні проєкти різними групами інвесторів.

Джерело: розроблено автором.

При дослідженні найбільш визначальних факторів при виборі партнера виявили кілька крос-секційних спостережень:

1) значення фактора «соціальні зв'язки» має більш вагоме значення для інвесторів ранніх стадій (рис. 3.1.24.)

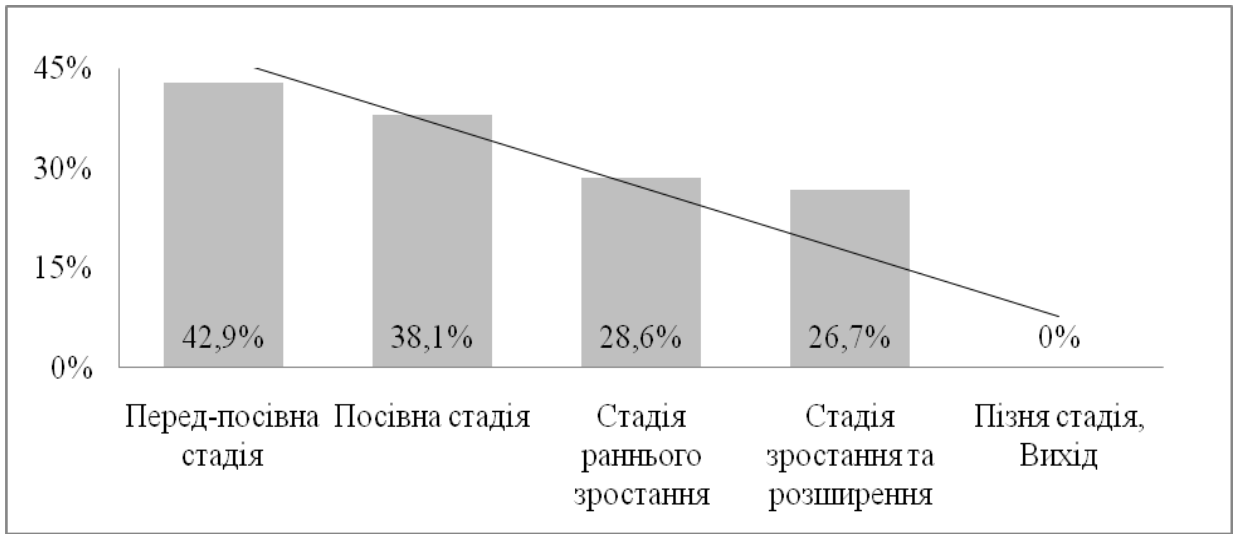


Рис. 3.1.24. Значимість фактору «Соціальні зв'язки» при виборі партнера для об'єднання в синдикати для венчурних інвесторів різних інвестиційних стадій.

Джерело: розроблено автором.

2) значення факторів: «минулий розділений успіх», «досягнення/активні дії», «капітал», «географія» зростає для інвесторів пізніх стадій (рис. 3.1.25-3.1.28);

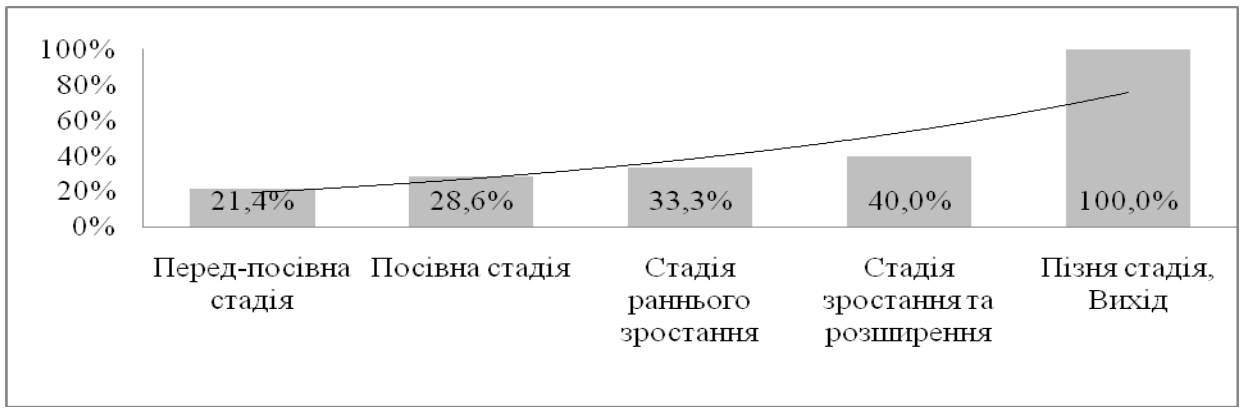


Рис. 3.1.25. Значимість фактору «Розділений успіх у минулому» при виборі партнера для об'єднання в синдикати для інвесторів різних стадій венчруного фінансування.

Джерело: розроблено автором.

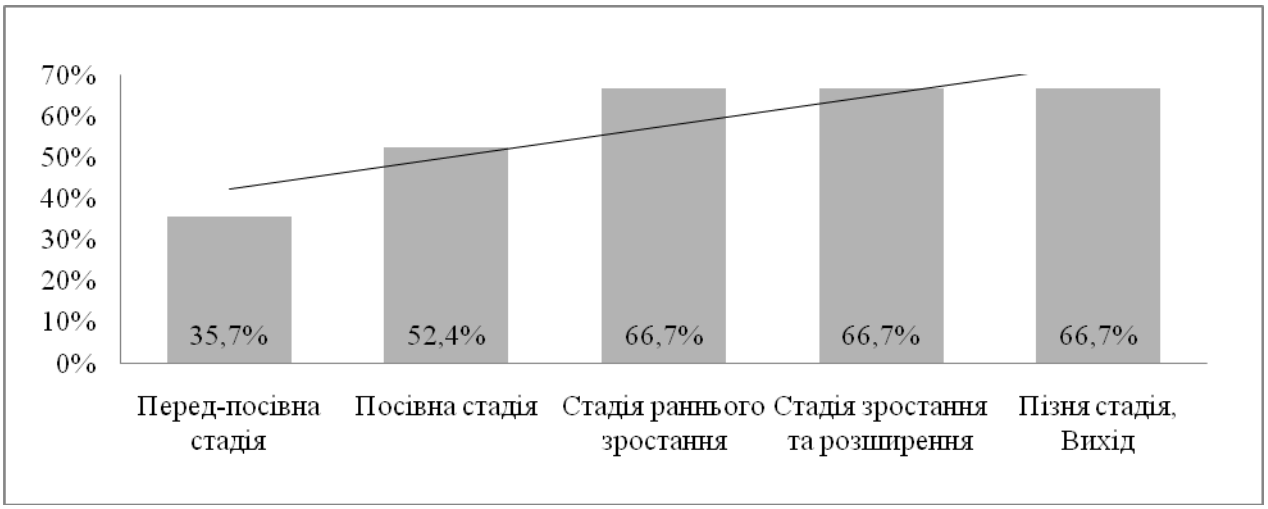


Рис. 3.1.26. Значимість фактору «Зрушення/здобутки» при виборі партнера для об’єднання в синдикати для інвесторів різних стадій венчурного фінансування.

Джерело: розроблено автором.

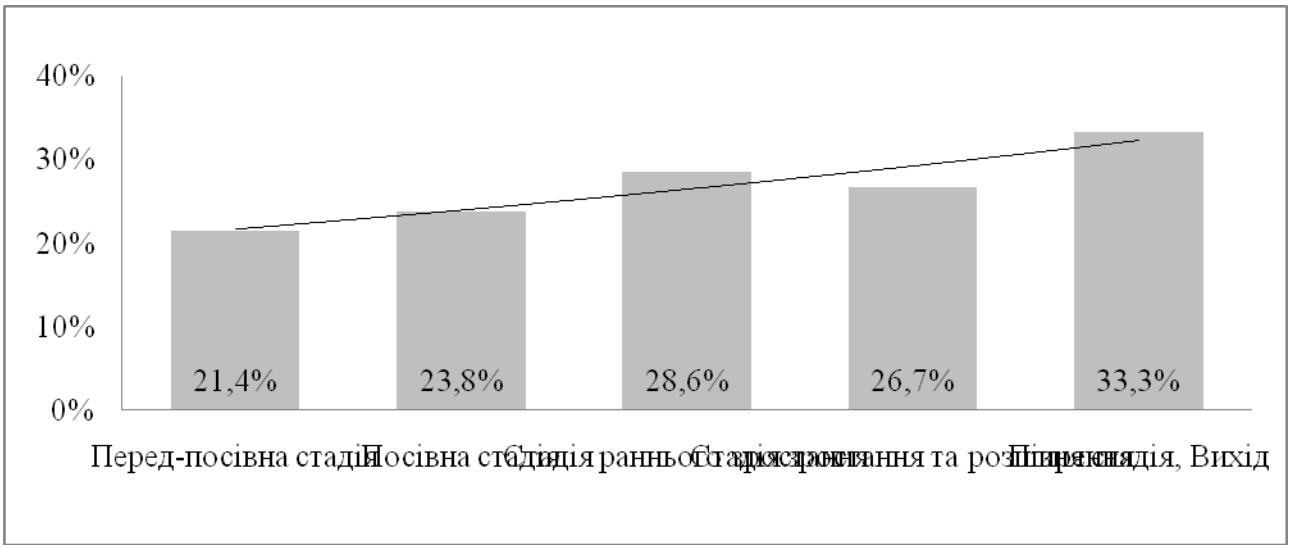


Рис. 3.1.27. Значимість фактору «Капітал» при виборі партнера для об’єднання в синдикати для інвесторів різних стадій венчурного фінансування.

Джерело: розроблено автором.

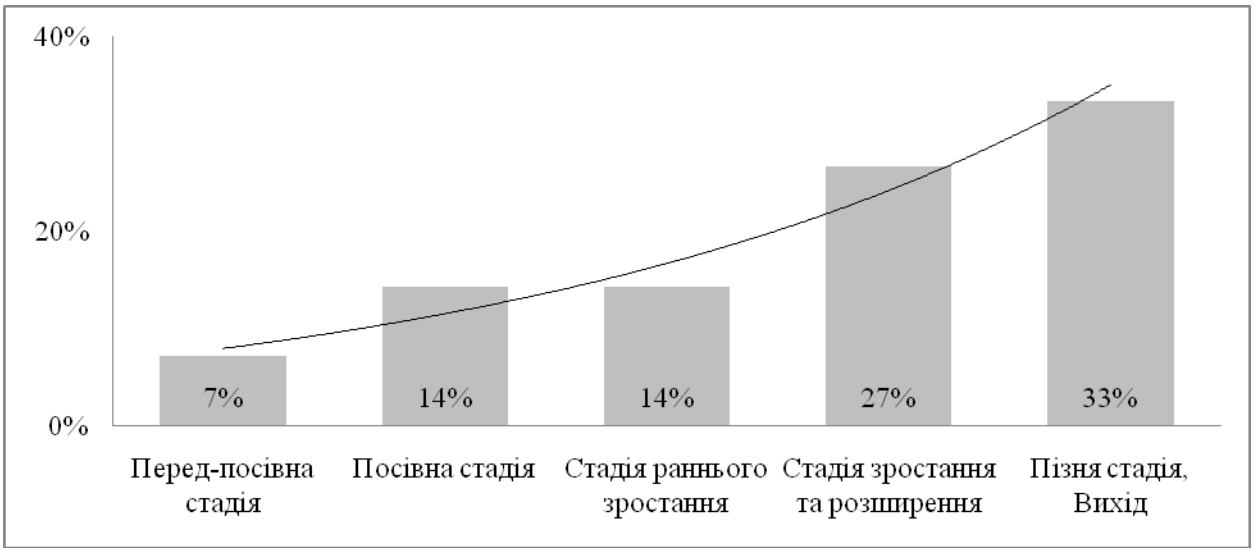


Рис. 3.1.28. Значимість фактору «Географія» при виборі партнера для об'єднання в синдикати для інвесторів різних стадій венчурного фінансування.

Джерело: розроблено автором.

6. Після інвестиційна додана цінність з боку венчурного інвестора

Попередні дослідження знаходять докази того, що венчурні інвестори додають цінність своїм портфельним компаніям після здійснення в них інвестицій. Інвестори беруть активну участь в управлінні їх портфельними компаніями шляхом безпосереднього контактування з менеджментом щодо операційних та стратегічних рішень, відіграють важливу роль у наймі ключових працівників та мають важливе значення для професіоналізації стартапів [74.]. В інших дослідженнях йдеться, як венчурні інвестори впливають на структуру ради директорів та показують, що венчурні інвестори є критично важливими в допомозі у наймі менеджерів та директорів [85;63]. У своєму дослідженні інвестиційних меморандумів, Каплан С. та Стремберг [81] віднайшли, що венчурні інвестори очікують додати цінність своїм портфельним інвестиціям при прийнятті інвестиційних рішень.

У даній роботі досліджено як інвестори взаємодіють з їх портфельними компаніями після здійснення інвестицій та яким чином додають їм цінності.

Згідно результатів даного дослідження (рис. 3.1.29.): 61,3% інвесторів займаються стратегічним управлінням портфельних компаній, а серед венчурних фондів частка склала 100%. Це не дивно, тому що багато інвесторів є також членами правління; 45,2% інвесторів допомагає своїм компаніям контактувати з інвесторами у майбутніх раундах фінансування. Знову ж таки, це не дивно оскільки вони самі є інвесторами і володіють інформацією про індустрію.

Рис. 3.1.29. Активність інвесторів у діяльності портфельної компанії після здійснення венчурних інвестицій.

Джерело: розроблено автором.

Можливо, більш несподіваним є те, що 41,9% інвесторів заявили, що вони допомагають своїм компаніям контактувати з клієнтами та 25,8%

опитаних підтверджують, що залучені в операційне управління. Обидві ці відповіді вказують на суттєві повсякденні залучення інвесторів в діяльність портфельних компаній (рис. 3.1.29.).

Нарешті, інвестори вказують на те, що також допомагають у наймі членів правління (32,3%) та ключових працівників (25,8%) (рис. 3.1.29.). Активність щодо найму працівників зростає у діях інвесторів пізніх стадій фінансування (рис. 3.1.30).

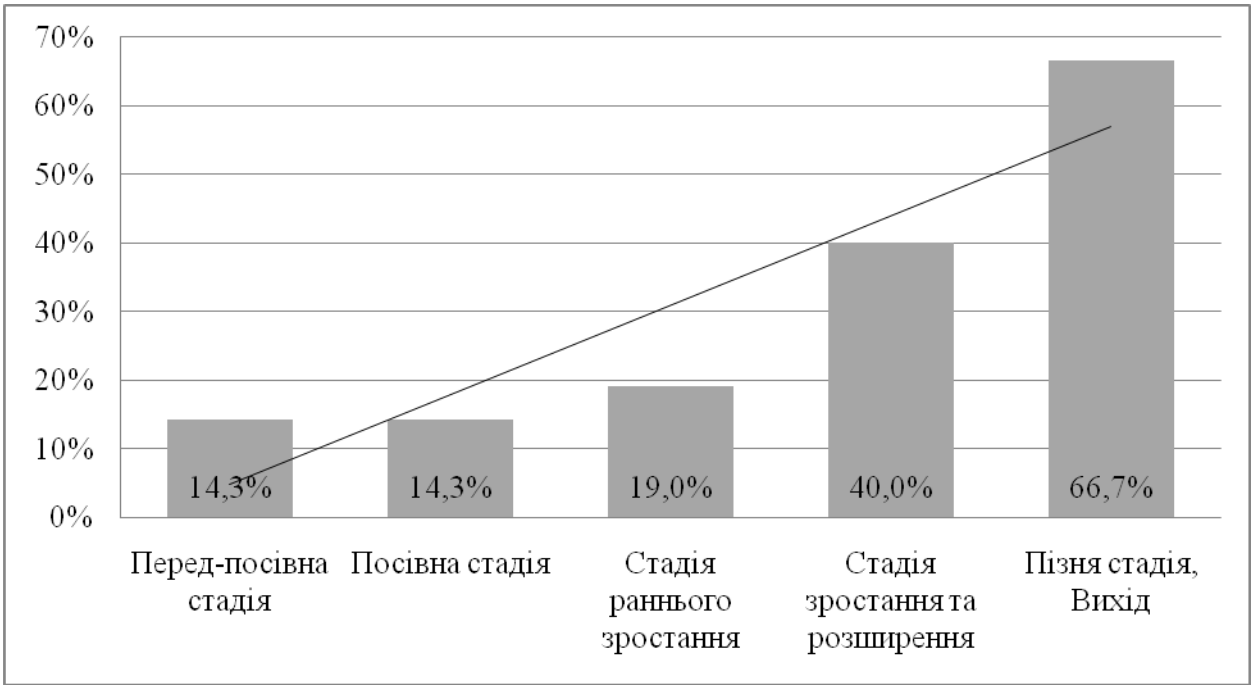


Рис. 3.1.30. Активність інвесторів щодо найму працівників портфельних компаній на різних стадіях венчурного фінансування.

Джерело: розроблено автором.

Високий рівень залучення венчурних інвесторів згоджується з результатами досліджень західних колег [70].

Існує мало відмінностей між різними групами інвесторів: незалежно від їх спеціалізації, венчурні інвестори активно беруть участь в діяльності своїх портфельних компаній. Відсутність спостережуваної різниці є, можливо, несподіваним результатом. Також це не зовсім узгоджується з тим фактом що венчурні інвестори ранніх та пізній стадій є фундаментально різними за частотою взаємодії. Здається високо ймовірним, що компанії на всіх етапах розвитку проходять ряд критичних фаз (залучення фінансування, вихід, найм

керівників вищої ланки, прийняття рішення про стратегічне планування), що вимагає регулярної та активної участі інвесторів. Також ймовірно, що інвестори у венчурні проєкти намагаються тісно контролювати свої інвестиції, тому що навіть інвестори пізніх стадій фінансування зазначають високий рівень неуспіху інвестиційних проєктів.

В цілому результати проведеного автором дослідження, наведені в рис. 3.1.29., показують, що респонденти не є пасивними інвесторами та активно додають цінності їх портфельним компаніям. Результати доповнюють і підтверджують попередні дослідження в тому, що інвестори беруть активну участь в контактуванні з клієнтами та операційному управлінні на додаток до надання допомоги у наймі та стратегічному управлінні.

7. Вилучення коштів або вихід

Етап виходу, як завершальний етап інвестиційного процесу, ймовірно, є найважливішим кроком для розвитку ринку венчурного інвестування. Завдяки успішному виходу, повернення попередніх вкладів венчурних інвесторів може бути остаточно переведено в готівковий капітал, окрім цього інвестори отримають відповідну репутацію завдяки компетенціям, які зможуть привнести як додану цінність в венчурні проєкти. Завдяки успішним виходам венчурні інвестори стануть більш привабливими або такими, що заслуговують довіри, коли залучатимуть капітал для нових раундів інвестування.

Як правило, існує шість способів виходу з венчурних інвестицій: первинне розміщення акцій (IPO), повернення компанії (англ. company buyback), торгові угоди/стратегічний інвестор (англ. trade sales), вторинний продаж (англ. secondary sale), ліквідація та реорганізація. Проте, шансів на вторинний продаж досить мало тому що мало венчурних інвесторів готових взяти на себе частку від іншого венчурного інвестора, як і для реорганізації, оскільки частка венчурного капіталу все ще перебуває в компанії, технічно вона ще не виведена.

IPO означає первинне розміщення акцій, тобто перший публічний продаж акцій приватною компанією. Вихід через первинне розміщення дозволяє інвесторам повернути венчурні інвестиції, постійно отримувати капітал для подальшого розширення, збільшувати ліквідність акціонерів і, нарешті, отримувати можливість працювати на абсолютно новому рівні бізнесу. Для венчурних інвесторів первинне розміщення забезпечує найкращу віддачу від інвестицій і додає до репутації венчурного інвестора. На той час, коли будуть відбуватися перші угоди на фондовій біржі, ціна акцій буде значно перевищувати її первісну вартість і венчурні капіталісти зможуть отримати значні прибутки, коли продадуть свої акції. Це може відбутись навіть кілька років після розміщення першого лістингу, що, ймовірно, пов'язано з законодавчим регулюванням.

Викуп компанії є способом виходу венчурних інвесторів шляхом продажу частки компанії засновникам компанії. Це відбуватиметься лише тоді, коли первинне розміщення для портфельні компанії не є вигідним, проте компанія має достатньо коштів або може запозичити у банках, що дозволить викупити частку у інвесторів. Тим не менш, компанія скоріше захоче використовувати свої надлишкові грошові кошти для зростання бізнесу або інвестування в інші перспективні проєкти, ніж для викупу частки. Тому, очевидно, норми прибутку будуть звичайними в порівнянні з надприбутками в процесі первинного розміщення.

Продаж стратегічному інвестору (поглинання) замислюється як найбільш імовірний механізм виходу, коли покупець є великою компанією і планує придбання в стратегічних цілях. Такий тип стратегічної купівлі, як правило, вимагає мажоритарної частки компанії, тому венчурні інвестори будуть продавати не лише власні акції, але й повинні переконати портфельну компанію продати частину своїх акцій, з чим власникам бізнесу можливо буде важко змиритись.

Завдяки стратегічній купівлі може бути досягнута висока прибутковість, оскільки стратегічний інвестор, як третя сторона готова

заплатити більш високу ціну за технології та досвід, які можуть отримати від купівлі, оскільки краще знають специфіку бізнесу компанії, а ніж звичайний покупець. Проте, Бігрейв В. і Тіммонс Дж. надають емпіричні дані, що свідчать про те, що зазвичай купуються менш ефективні підприємства, тому фактичний прибуток може бути значно нижчим, ніж прибуток від первинного розміщення [65].

Ліквідація - найгірший сценарій розвитку для венчурного інвестора, який означає, що портфельна компанія не змогла вижити на ринку, а тому ліквідація компанії є єдиними виходом. Продовжувати зберігати частку коли підприємство більше не може отримувати прибуток для венчурного інвестора є безглуздим.

Крім того, варіант виходу не залежить виключно від результатів діяльності підприємств, а також стосується інституційної та правової системи, а також рівнів зрілості фондового ринку. Незалежно від того, чи відбудеться первинне розміщення, викуп компанії або стратегічний продаж – усі вони підпадають під законодавче регулювання, яке буде обмежувати або ускладнювати укладання угоди.

Згідно опитування Гомперса П. [70], в середньому, венчурні інвестори повідомляють про 15% виходів через IPO, 53% через поглинання та 32% є невдалими. Такі показники успішних результатів можуть здатися високими. Цілком можливо, що деякі поглинання замасковують невдачі у венчурній індустрії і тому статистичні дані по поглинаннях не можуть бути дійсним показником успіху.

Венчурні фонди інвестують в приватні компанії за рахунок коштів, які зазвичай структуровані як десятирічні вкладення інших інвесторів. Венчурні фонди отримують свою частку прибутку тільки тоді, коли забезпечують повернення капіталу своїм інвесторам, тому термін інвестування та тип виходу з інвестиційних проєктів має вирішальне значення для інвестиційного успіху венчурних інвесторів. Успішні первинні розміщення на фондових

біржах є корисними для венчурних фондів задля створення ділової репутації та залучення нового капіталу.

На рис. 3.1.31. представлені результати опитування вітчизняних інвесторів у венчурні проєкти щодо частоти їх виходів.

Згідно результатів даного дослідження - 22,6% респондентів ще не здійснили виходи з проєктів, а 45,2% респондентів відмовились надати відповідь.

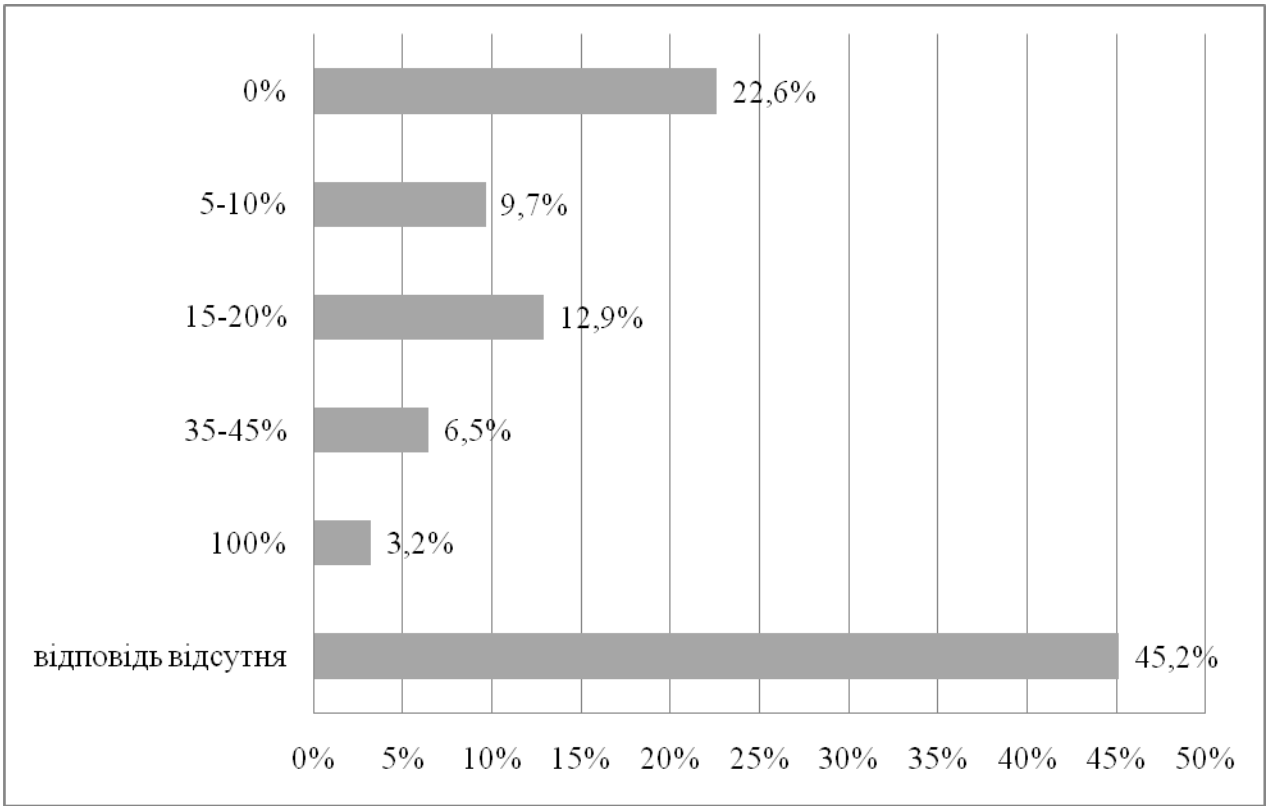


Рис. 3.1.31. Частота виходів інвесторів з проінвестованих венчурних проєктів.

Джерело: розроблено автором.

Кількість відсутніх відповідей у нашому дослідженні можливо говорить про те, що багато хто з інвесторів замасковує невдачі, підтримуючи труднощі інтерпретації результатів з доступних даних.

Однією з основних проблем будь-якого опитування, є те, що опитувані респонденти є необ’єктивними: викривлюють відповіді - перевищують позитивні результати і применшують менш сприятливі результати. В цілому, з огляду на отримані результати, спостерігаємо, що респонденти в

даному опитуванні вибрали шлях відмови у повідомленні свого досвіду виходів з інвестицій.

8. Джерела успіхів та невдач венчурних інвестицій

Дослідження найбільш вагомих драйверів успіхів та невдач венчурних інвестицій є завершальним етапом опитування венчурних інвесторів. Результати опитування респондентів представлені на рис. 3.1.32. у порівнянні.

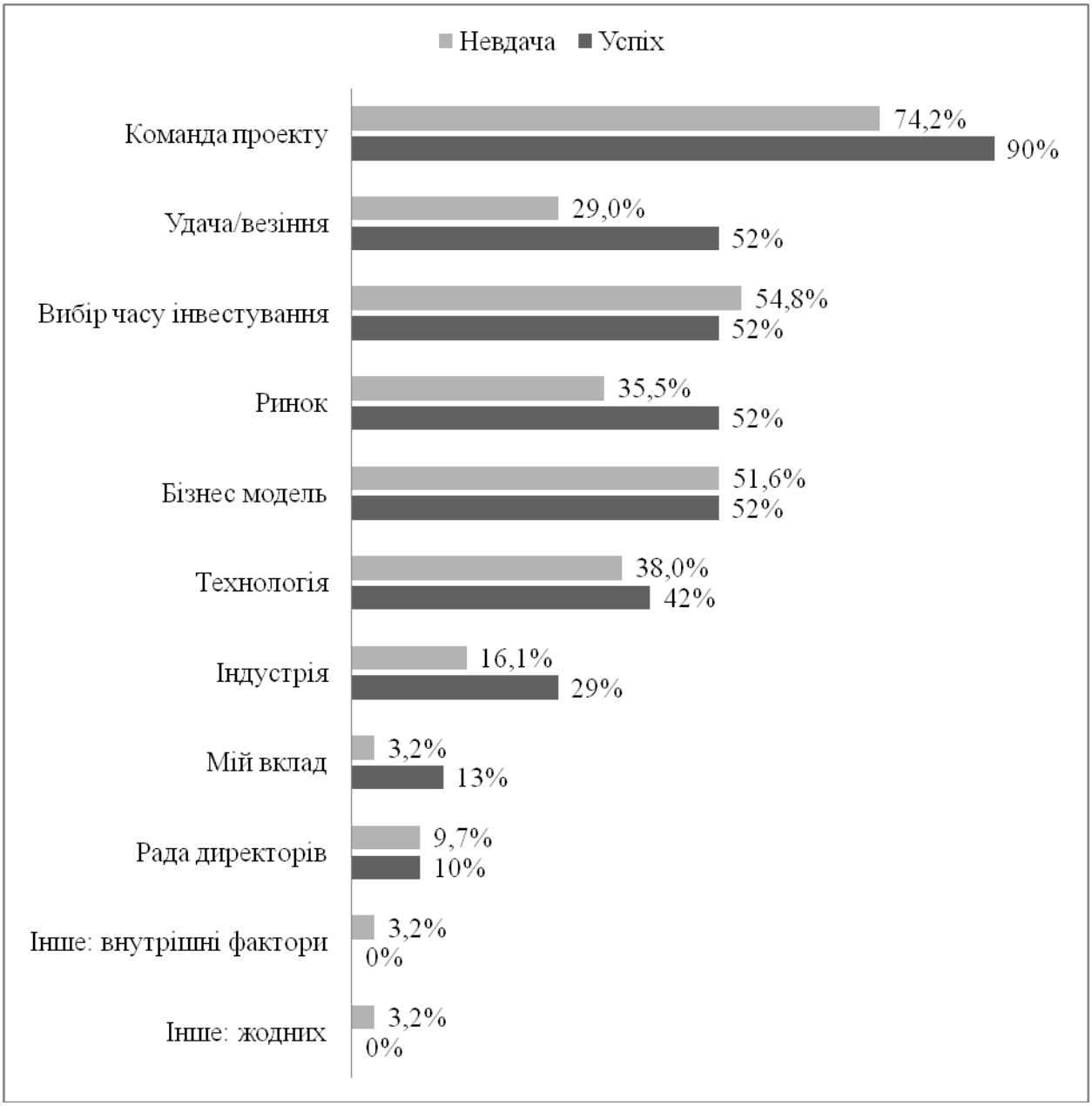


Рис. 3.1.32. Фактори, що на думку інвесторів, найбільше призводять до успіхів та невдач венчурних проєктів.

Джерело: розроблено автором.

Порівнюючи найважливіші чинники успіху та невдачі венчурного інвестування не виникає суттєвих відмінностей. Можна помітити лише, що респонденти відмітили фактор удачі, як такий, що більше впливає на успіх, ніж на невдачу венчурного фінансування, тоді як, важливість фактору часу інвестування при неуспіху зростає.

Інвестори зазначили, що команда проєкту є найбільш вагомим фактором як для успіхів так і невдач венчурних проєктів (рис. 3.1.32.).

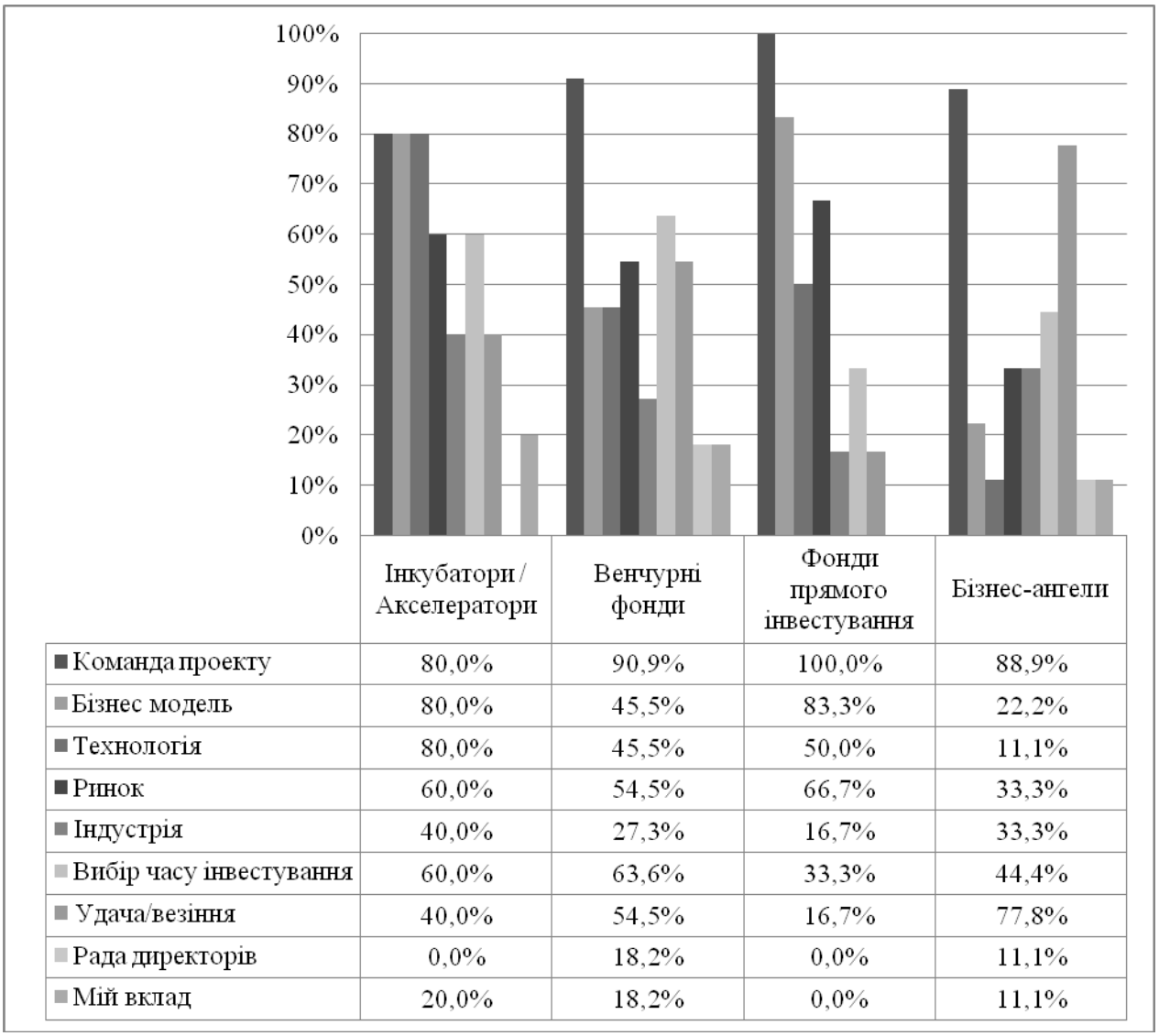
Фактор бізнес-моделі є більш вагомим факторами неуспіху венчурних інвестицій на думку інвесторів пізньої стадії (66,7%) та фондів прямих інвестицій (83,3%).

Варто зосередити увагу на факторі удача, який також був згаданий як найбільш важливий фактор при успіху та невдачі венчурних проєктів. Бізнес-ангели (77,8%) та венчурні фонди (54,5%) вважають себе більш залежними від удачі , ніж фонди прямих інвестицій (16,7%), (рис. 3.1.33.).

Цікаво, що 13% респондентів відмітили свій вклад як вагомий чинник успіху проєкту і лише 3% - як вагомий чинник його невдачі. Це можна розглядати як те, що респонденти відповіли чесно, адже можна було б очікувати більше перевищення рейтингу власного вкладу.

Акцент на команді, як критичний фактор успіху, узгоджується з наголосом інвесторів на важливості фактору команди під час відбору проєктів для інвестування.

Відсутність наголосу на власний внесок, здається менш узгоджується з результатами даного опитування щодо важливості доданої цінності інвестора у створенні доданої вартості венчурного проєкту, адже попередні результати показали, що 53,3% респондентів розглядають власну участь як найбільш важливе джерело створення доданої цінності венчурних інвестицій (рис. 3.1.34.). Один із шляхів примиритись з цим - врахувати , що деяке надання цінності приймає форму відбору або наймання правильної команди менеджменту, а також вдосконалення бізнес-моделі або вибору потрібного часу для інвестування.



	Інкубатори / Акселератори	Венчурні фонди	Фонди прямого інвестування	Бізнес-ангели
Команда проекту	80,0%	90,9%	100,0%	88,9%
Бізнес модель	80,0%	45,5%	83,3%	22,2%
Технологія	80,0%	45,5%	50,0%	11,1%
Ринок	60,0%	54,5%	66,7%	33,3%
Індустрія	40,0%	27,3%	16,7%	33,3%
Вибір часу інвестування	60,0%	63,6%	33,3%	44,4%
Удача/везіння	40,0%	54,5%	16,7%	77,8%
Рада директорів	0,0%	18,2%	0,0%	11,1%
Мій вклад	20,0%	18,2%	0,0%	11,1%

Рис. 3.1.33. Фактори, що на думку інвесторів, найбільше призводять до успіху венчурних проєктів.

Джерело: розроблено автором.

9. Важливість факторів потоку угод, інвестиційного відбору та доданої цінності з боку інвестора.

Вище було показано, що інвестори надають широкий спектр послуг портфельним компаніям та витрачають ресурси на пошук джерел фінансування, відбір угод та після-інвестиційну підтримку об’єктів інвестування.

Як згадувалося раніше, Соренсен М. [91] оцінює внесок венчурних інвесторів щодо доданої цінності, пошук джерел угод та їх відбір. Проте у

своєму дослідженні він не розділяє пошук джерел та їх відбір, а оцінює їх разом. За результатами його дослідження внесок венчурних інвесторів у створенні доданої інвестиційної цінності становить 40%, а пошук джерел угод та їх відбір разом становлять 60%.

У даному опитуванні досліджено ці 3 складові окремо та проранговано за ступенем важливості для інвесторів.

На рис. 3.1.34. наведені результати проведеного дисертаційного дослідження щодо важливості пошуку джерел інвесторами, вибору угод та доданої цінності інвесторів як вклад у сприянні створенню доданої вартості/цінності інвестиційного проєкту.

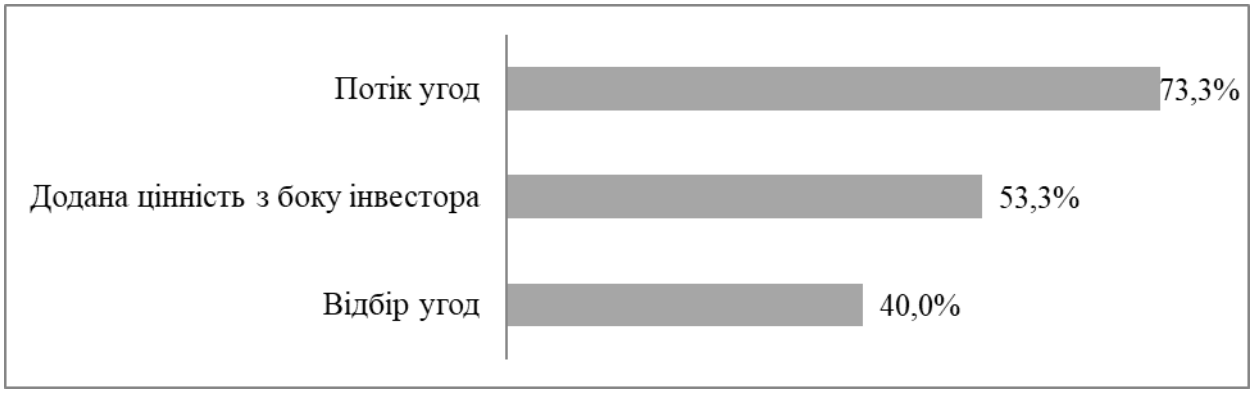


Рис. 3.1.34. Визначальні фактори при створенні доданої цінності на думку інвесторів у венчурні проєкти.

Джерело: розроблено автором.

З відповідей респондентів робимо висновок, що усі 3 фактори є важливими з точки зору створення доданої цінності.

На відміну від досліджень Гомперса П. венчурних інвесторів, де фактор відбору є найбільш вагомим з трьох [70], наше дослідження вказує важливість потоку угод – 73,3% респондентів вказали його як найбільш важливий фактор створення доданої цінності інвестицій. Окрім цього, даний фактор виявився найбільш вагомим для усіх груп інвесторів (3.1.35.)

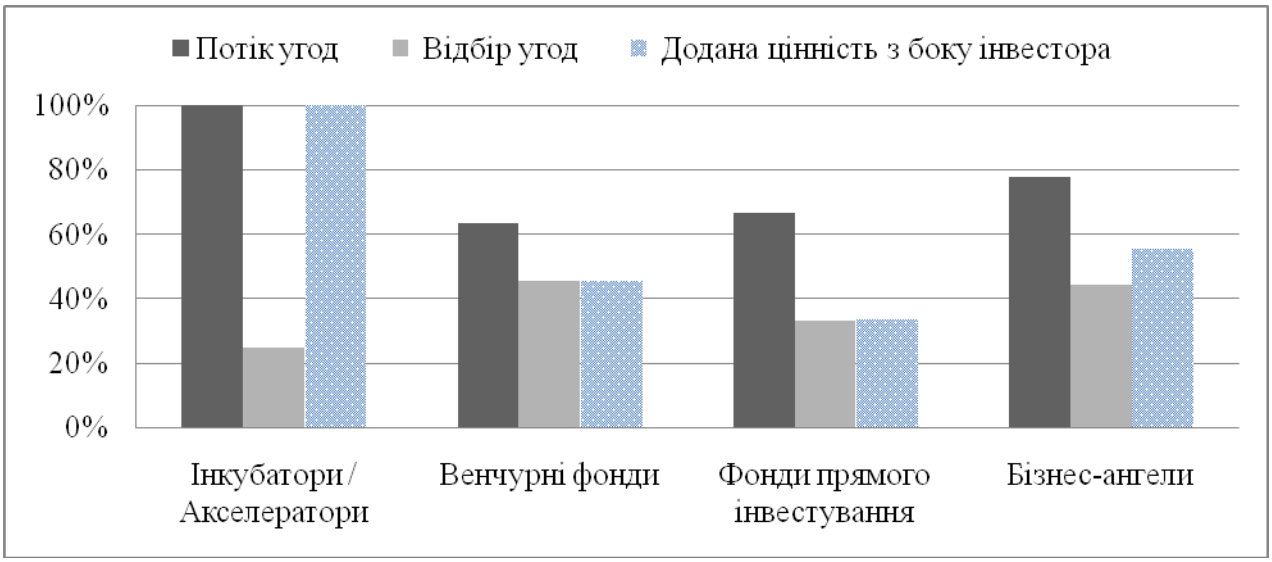


Рис. 3.1.35. Визначальні фактори при створенні інвестиційної цінності на думку різних груп інвесторів у венчурні проєкти.

Джерело: розроблено автором.

Дослідження виявило кілька крос-секційних спостережень. Здатність інвестора додати цінності проєкту є другим вагомим фактором, який вносить вклад в формування доданої вартості. Значення цього фактора є більш вагомим з точки зору інвесторів ранніх стадій венчурного фінансування (рис. 3.1.36.)

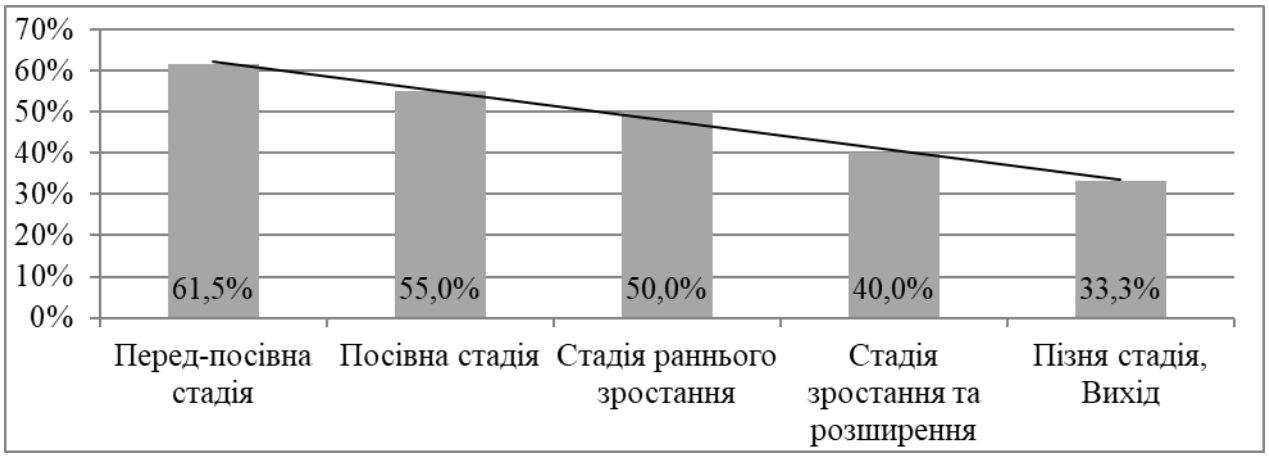


Рис. 3.1.36. Вагомість фактору «Додана цінність з боку інвестора» при створенні доданої вартості на думку інвесторів різних стадій венчурного фінансування.

Джерело: розроблено автором.

Відбір інвестиційних проєктів - значення цього фактора зростає для інвесторів пізніх стадій (рис. 3.1.37.).

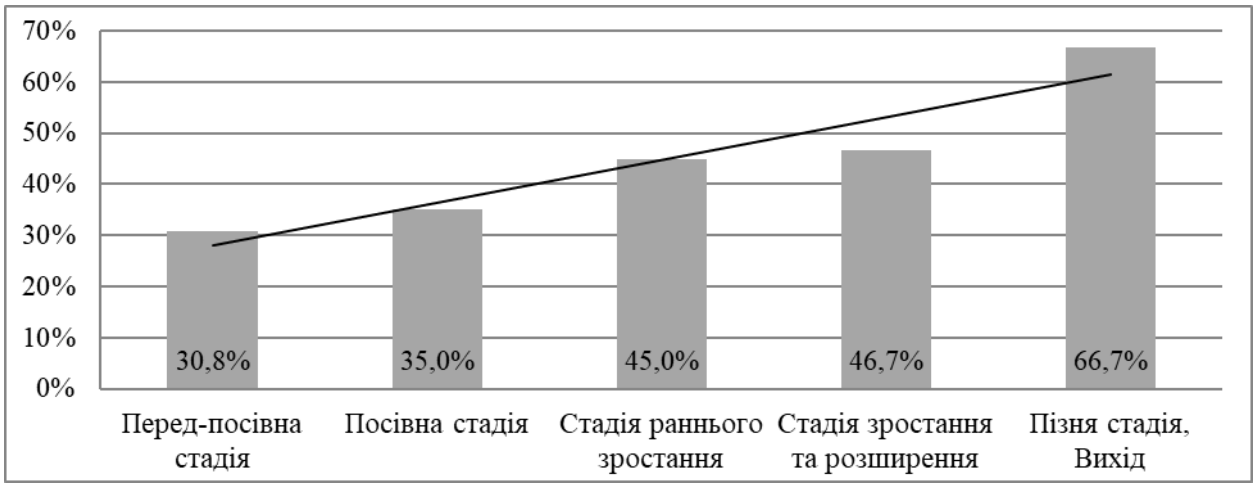


Рис. 3.1.37. Вагомість фактору «Відбір проєктів» при створенні інвестиційної доданої вартості на думку інвесторів різних стадій венчурного фінансування.

Джерело: розроблено автором.

В цілому, отримані результати узгоджуються з дослідженням Соренсена М. [91] в тому, що пошук угод та їх відбір в поєднанні є важливішими ніж здатність інвестора надати цінності проєкту, але всі три фактори мають вагоме значення. На відміну від результатів дослідження Соренсена М. [91], в даному дослідженні було розділено фактори пошуку та відбору інвестиційних проєктів, що дало змогу віднайти значну роль фактора потоку угод. Це відрізняє результати даного дослідженні від дослідження Гомперса П. [70], у якому венчурні інвестори надають найбільше значення фактору відбору угод (селекції). Це говорить про важливість потоку угод у вітчизняному венчурному середовищі.

Розвиток системи венчурного інвестування зумовлює здійснення цілеспрямованих, ефективних і узгоджених зусиль органів державного управління та інститутів інноваційного розвитку. З урахуванням необхідності забезпечення адекватності державних регулятивних заходів у сфері венчурного фінансування глобальним викликам вагомим завданням є розробка Стратегії розвитку ринку венчурного капіталу, яка, визначить цілі, пріоритети та

інструменти державної політики щодо венчурної діяльності, шляхи подальшого вдосконалення механізмів венчурного фінансування та підтримки сектора комерціалізації передових розробок, перспективні напрями сегментації ринку венчурного капіталу, інтеграції зусиль суб'єктів венчурної діяльності, сприятиме створенню належних умов для залучення інвестицій, розвитку людського потенціалу. Досягнення завдань визначених в Стратегії розвитку ринку венчурного капіталу, потребує взаємоузгодження дій суб'єктів інноваційної діяльності, забезпечення сталого розширеного відтворення венчурного капіталу спрямованого на розвиток інноваційної системи. Підвищення ефективності механізмів венчурного фінансування вимагає врахування пріоритетів інноваційної політики та її взаємоузгодження зі стратегічними пріоритетами соціально-економічного розвитку країни.

3.2. Особливості використання фінансових метрик венчурними інвесторами при прийнятті інвестиційних рішень

Згідно фінансової теорії, інвестиційні рішення традиційно приймаються з використанням методів дисконтованих грошових потоків або чистої приведеної вартості з вартістю капіталу з поправкою на систематичний ризик. Грехем Дж. і Харві К. [72] дослідили, що 75% фінансових директорів завжди або майже завжди використовують такий аналіз, використовуючи їх так часто, як і внутрішню норму дохідності. Гомперс П. і ін. [69] дослідив, що фонди прямих інвестицій покладаються насамперед на внутрішню норму дохідності та мультиплікатори при оцінці інвестицій, окрім того вони нерідко використовують методи чистої приведеної вартості (ЧПВ).

В даній дисертаційній роботі доповнено аналіз попередніх досліджень [69, 72, 70], а саме досліджено які фінансові та оцінювальні метрики інвестори схильні використовувати на різних стадіях фінансування.

По-перше, досліджено, які важливі фінансові показники, такі як внутрішня норма дохідності, грошові мультиплікатори або чиста приведена вартість присутні в прийнятті інвестиційних рішень (рис. 3.2.1).

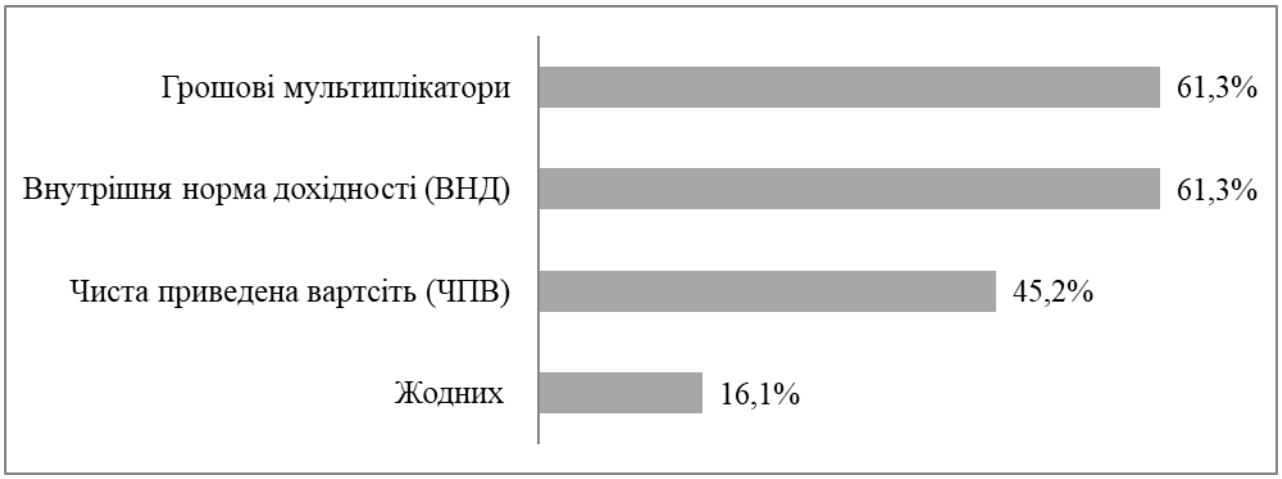


Рис. 3.2.1. Фінансові метрики використовувані інвесторами при оцінці венчурних проєктів.

Джерело: розроблено автором.

Найбільш вживаним серед груп венчурних інвесторів виявився метод грошових мультиплікаторів (англ. cash-on-cash return) та внутрішня норма дохідності ВНД - 61,3% опитаних використовують ці методи оцінювання (рис 3.2.1; 3.2.2) Однак 45,2% опитаних використовують метод чистої поточної вартості, що значно більше їх закордонних колег, для яких цей показник становить 22% [70]. У той час, як показник використання методу чистої приведеної вартості (ЧПВ) вважався б низьким для зрілих фірм, результати даного опитування спростовують непідтверджену інформації, що інвестори на ранніх стадіях, в тому числі венчурні інвестори, рідко використовують ЧПВ для оцінки інвестицій. У той же час, 16,1 % опитаних стверджують, що вони не використовувати жодних фінансових метрик, і це значно більше їх закордонних колег венчурних інвесторів, де цей показник становить 9% [70].

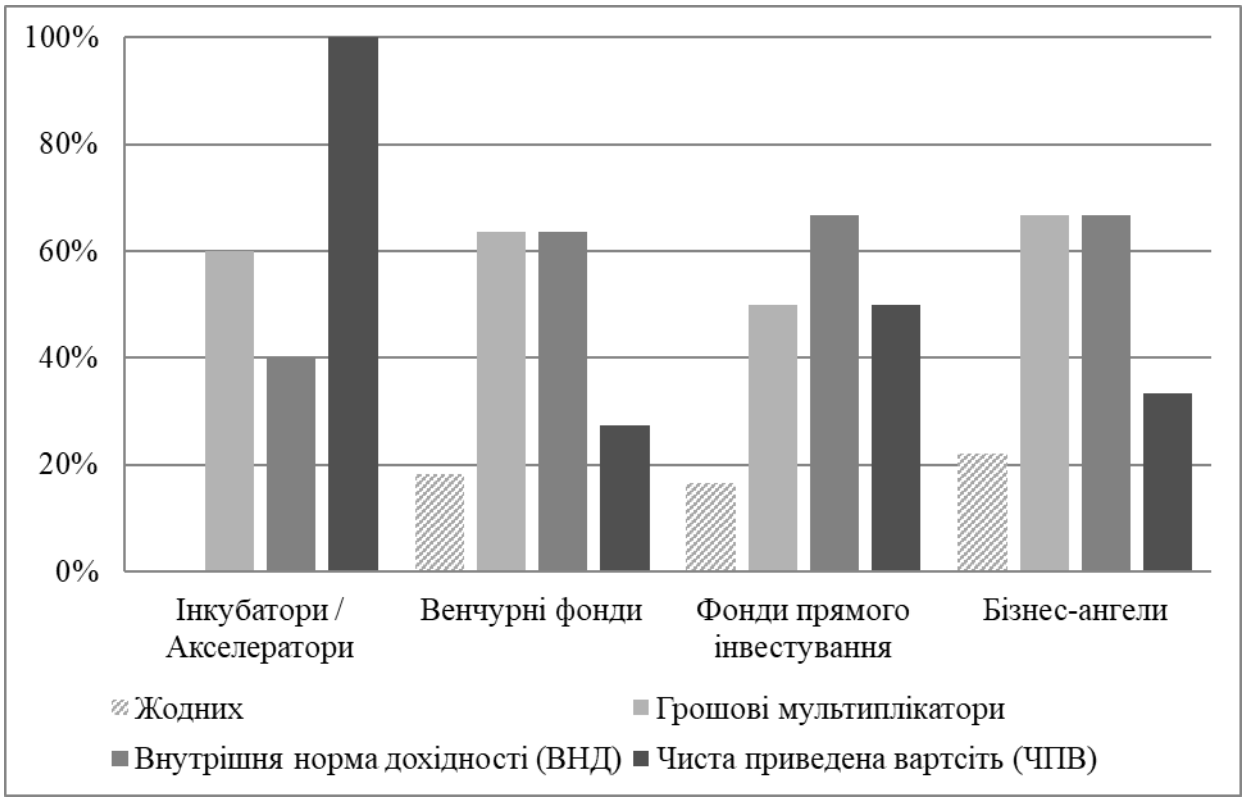


Рис. 3.2.2. Фінансові метрики використовувані різними групами інвесторів у венчурні проєкти.

Джерело: розроблено автором.

У зв'язку з високим рівнем невизначеності особливо на ранніх стадіях інвестування, не дивно, що більшість інвесторів насправді не часто використовують фінансові методи, такі як ЧПВ для оцінки своїх інвестицій. Найчастіше використовувані показники - грошові мультиплікатори та ВНП.

Результати проведеного дослідження показали, що інвестори у венчурні проєкти кількісно аналізують (оцінюють) свої минулі інвестиції та їх продуктивність (81%). Проте, 19% опитаних відповіли на це питання негативно, особливо велика частка негативних відповідей серед фондів прямих інвестицій (33%), та інвесторів у нетехнологічні компанії (50%) (рис. 3.2.3.).

Рис. 3.2.3. Чи аналізують венчурні інвестори минулі інвестиції та їх ефективність

Джерело: розроблено автором.

Тенденція не оцінювати минулі інвестиції посилюється по мірі зростання стадій інвестування (рис. 3.2.4.). Ці результати різко контрастують з проведеним дослідженням венчурних інвесторів у США, результати якого вказують на те, що лише один з десяти венчурних інвесторів аналізує минулі інвестиції [70].

Отримані результати дослідження щодо коригування фінансових метрик (в т.ч. ВНП та грошових мультиплікаторів) показують, що 53,3% респондентів коригують свої цільові фінансової метрики щодо ризику (рис. 3.2.5). Це значно менше, ніж 85%, про які повідомляє у своєму дослідженні Гомперс П. і ін. [69] для фондів прямих інвестицій, але все ж трохи більше половини інвесторів у нашому опитуванні здійснюють поправки на ризик і це значення є близьким до результатів дослідження Гомперсом П. венчурних інвесторів у США [70].

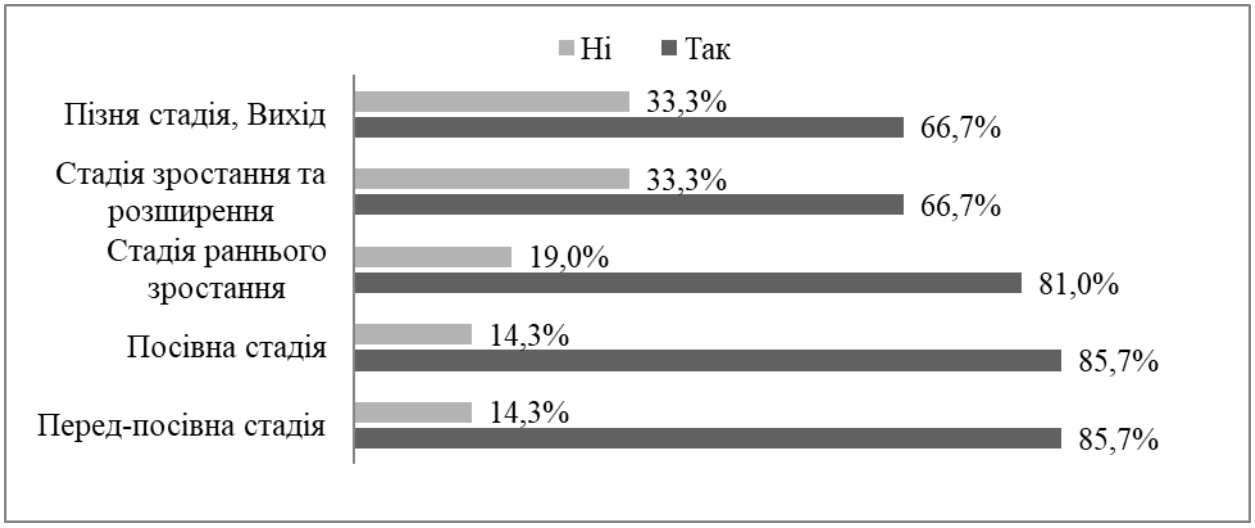


Рис. 3.2.4. Чи аналізують інвестори ефективність власних минулих інвестицій

Джерело: розроблено автором.

Близько третини інвесторів (33,3%) використовують у якості поправки фінансових метрик час до ліквідності. Це може просто відображати той факт, що довгострокові інвестиції вимагають більших мультиплікаторів через великі проміжки часу в отриманні повернень на інвестиції.

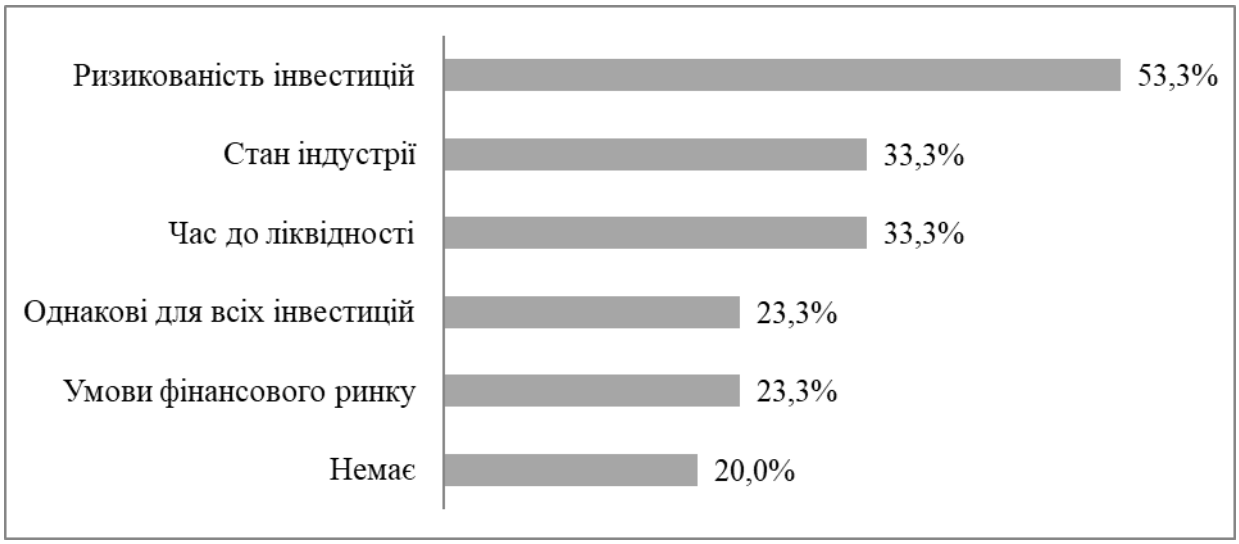


Рис. 3.2.5. Коригування фінансових інвесторами при венчурному фінансуванні.

Джерело: розроблено автором.

В якості альтернативи, це може відображати також те, що венчурні фонди мають обмежений термін існування, як правило десять років з трьома роками автоматичних розширень (рис. 3.2.6.).

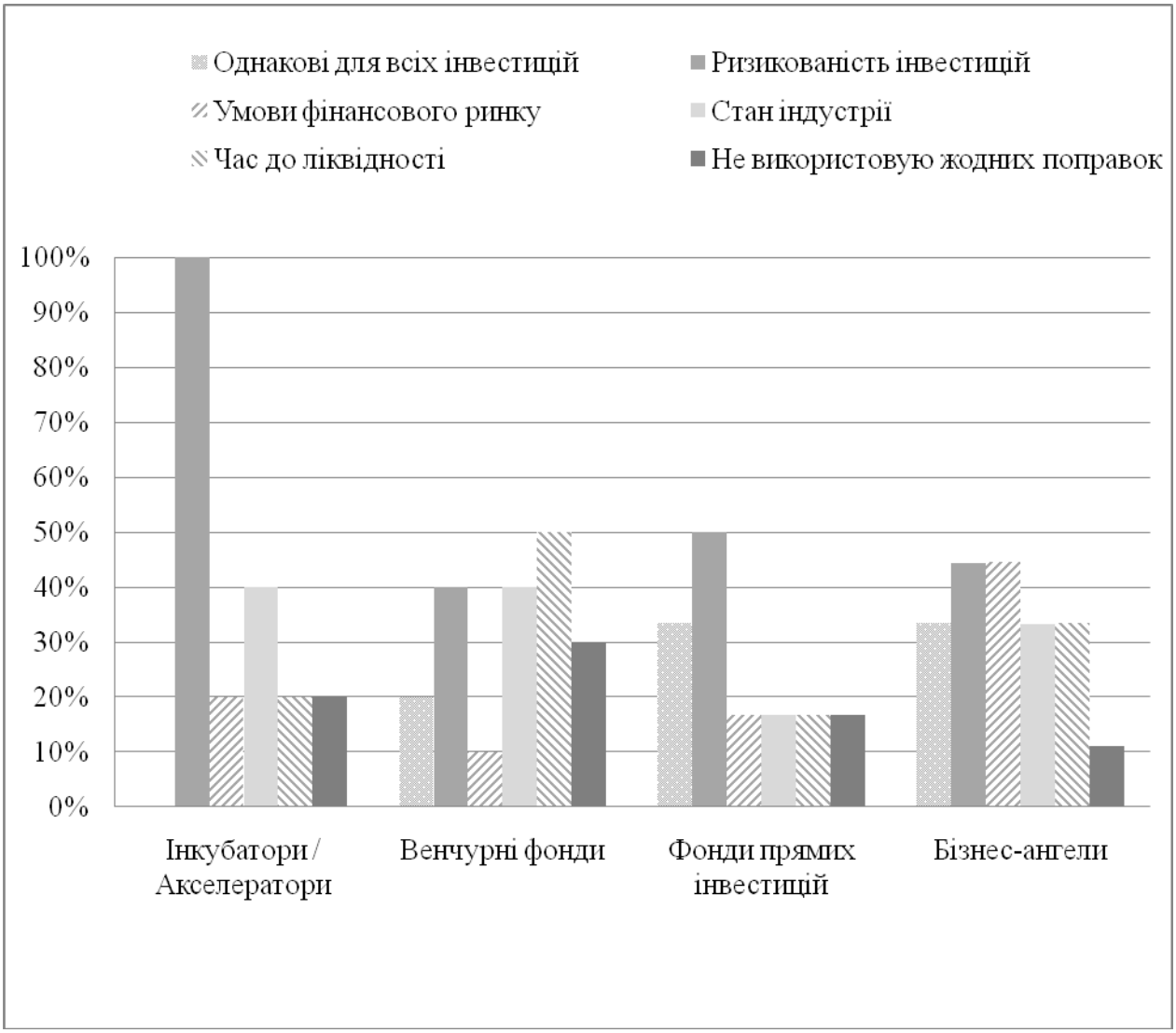


Рис. 3.2.6. Коригування фінансових метрик на ризик інвесторами різних груп.

Джерело: розроблено автором.

У той же час, 23,3% респондентів даного дослідження використовують однаковий показник для всіх інвестицій, що свідчить про те, що вони не здійснюють жодних коригувань на ризик, час до ліквідності або стану індустрії. Окрім цього, п’ята частина опитаних (20%) інвесторів відверто відповіли, що вони не використовують ніяких поправок фінансових метрик при прийнятті інвестиційних рішень. Ці показники узгоджується з дослідженнями американських колег [70].

Коригування внутрішньої норми дохідності або грошових мультиплікаторів на ризик потенційно відображає правило фінансової теорії про те, що дисконтна ставка повинна враховувати систематичний або ринковий інвестиційний ризик. Відповідно, ставка дисконтування не повинна включати несистематичний або неринковий ризик. В даній роботі вивчається це питання і рис. 3.2.7 ілюструє результати опитування наскільки інвестори коригують фінансові метрики на систематичний та несистематичний ризики, а саме: тільки 6,5% інвесторів схильні більше враховувати систематичний ризик; більшість респондентів (45,2%) не здійснюють поправок на ризик; 6,5% респондентів схильні враховувати несистематичний ризик у якості поправок фінансових метрик.

Рис. 3.2.7. Коригування фінансових метрик на систематичний та несистематичний ризики.

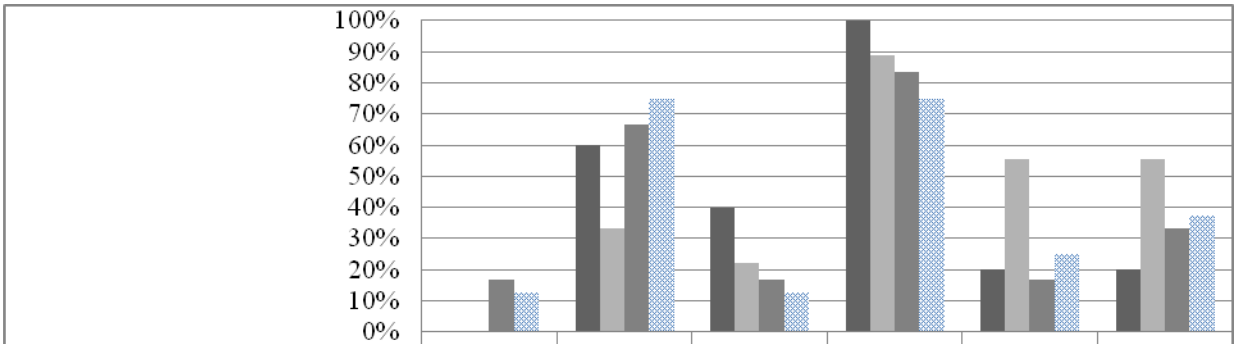
Джерело: розроблено автором.

Згідно проведеного дослідження, прогноз руху грошових коштів є найбільш використовуваним фінансовим показником (86%) серед інвесторів у венчурні проєкти (рис. 3.2.8.)

Рис. 3.2.8. Використання фінансових індикаторів інвесторами при прийнятті рішень щодо фінансування венчурних проєктів.

Джерело: розроблено автором.

Дані прогнозу грошових коштів є найбільш затребуваними серед усіх груп інвесторів (рис. 3.2.9.).



	Жодних фінансових індикаторів	Прибуток до сплати відсотків і податків	Прогноз балансу	Прогноз руху грошових коштів	Прибутковість	Дохідність інвестицій
Інкубатори / Акселератори	0,0%	60,0%	40,0%	100,0%	20,0%	20,0%
Венчурні фонди	0,0%	33,3%	22,2%	88,9%	55,6%	55,6%
Фонди прямого інвестування	16,7%	66,7%	16,7%	83,3%	16,7%	33,3%
Бізнес-ангели	12,5%	75,0%	12,5%	75,0%	25,0%	37,5%

Рис. 3.2.9. Використання фінансових індикаторів різними групами інвесторів у венчурні проєкти при прийнятті ними інвестиційних рішень.

Джерело: розроблено автором.

Спостерігається уникнення використання фінансових індикаторів венчурними інвесторами ранніх стадій фінансування (рис. 3.2.10.)

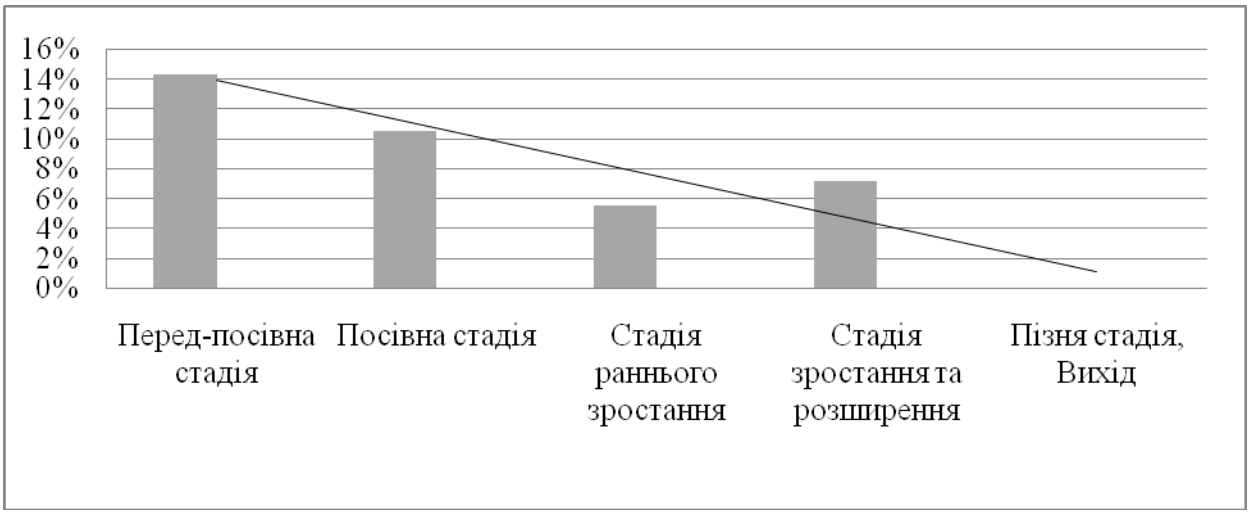


Рис. 3.2.10. Уникнення використання фінансових індикаторів інвесторами при фінансуванні венчурних проєктів на різних інвестиційних стадіях.

Джерело: розроблено автором.

3.2.2. Прогнозування

Для використання фінансових показників, таких як внутрішня норма дохідності або грошові мультиплікатори, інвесторам необхідно прогнозувати грошові потоки. Відповідно, у опитування були включені запитання щодо того, чи респонденти прогнозують грошові потоки при прийнятті інвестиційних рішень, і якщо так, то на який термін. Результати опитування вказані на рис. 3.2.11 повідомляють, що 3,2% інвесторів (в основному це венчурні фонди) не прогнозують грошові потоки компаній і це є значно нижчим показником ніж у дослідженнях Гомперса П.[70], де цей показник становить 20%. Цей результат, в певній мірі, не зовсім лінкується зі свідченнями про те, що багато венчурних інвесторів при прийнятті інвестиційних рішень покладаються на більш якісні фактори.

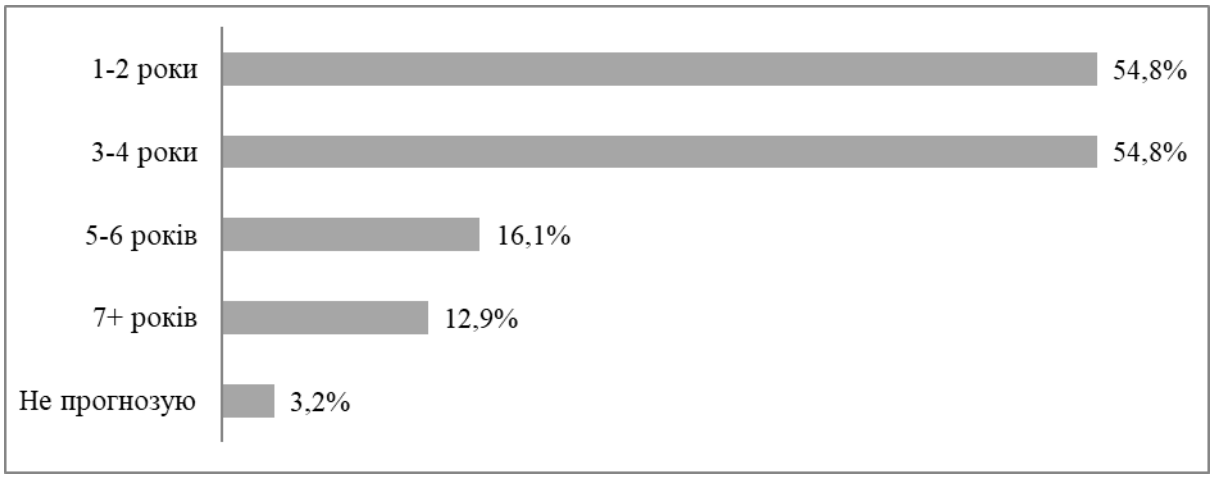


Рис. 3.2.11. Період прогнозу при прийнятті інвесторами інвестиційних рішень щодо фінансування венчурних проєктів.

Джерело: розроблено автором.

Варто зазначити крос-секційні спостереження: період прогнозу для більшості інвесторів становить 1-2 роки та 3-4 роки, (рис. 3.2.11. та рис. 3.2.12.); 1-2 роки – прогнозують в основному бізнес-ангели та інкубатори/акселератори; 7+ років – прогнозують лише фонди прямого інвестування та венчурні фонди.

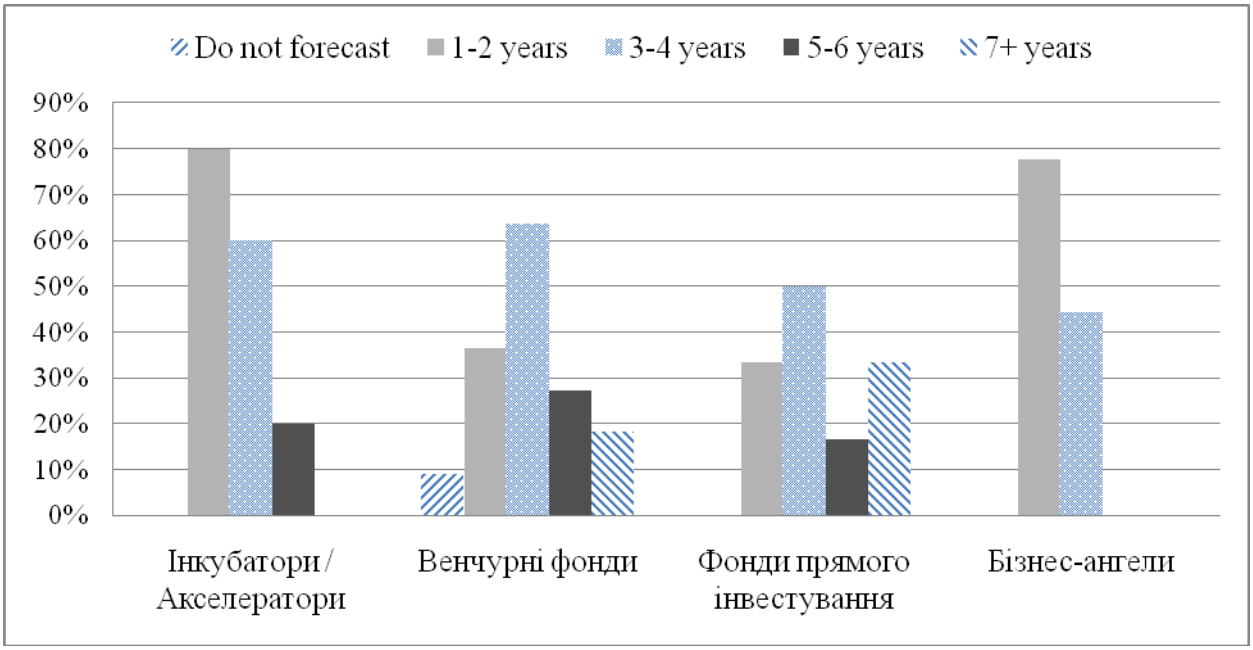


Рис. 3.2.12. Період прогнозу при прийнятті інвестиційних рішень щодо фінансування венчурних проєктів інвесторами різних груп

Джерело: розроблено автором.

Відповідно до результатів дослідження (рис 3.2.13.), інвестори схильні до короткострокових прогнозів на ранній стадії, коли невизначеність є найвищою.

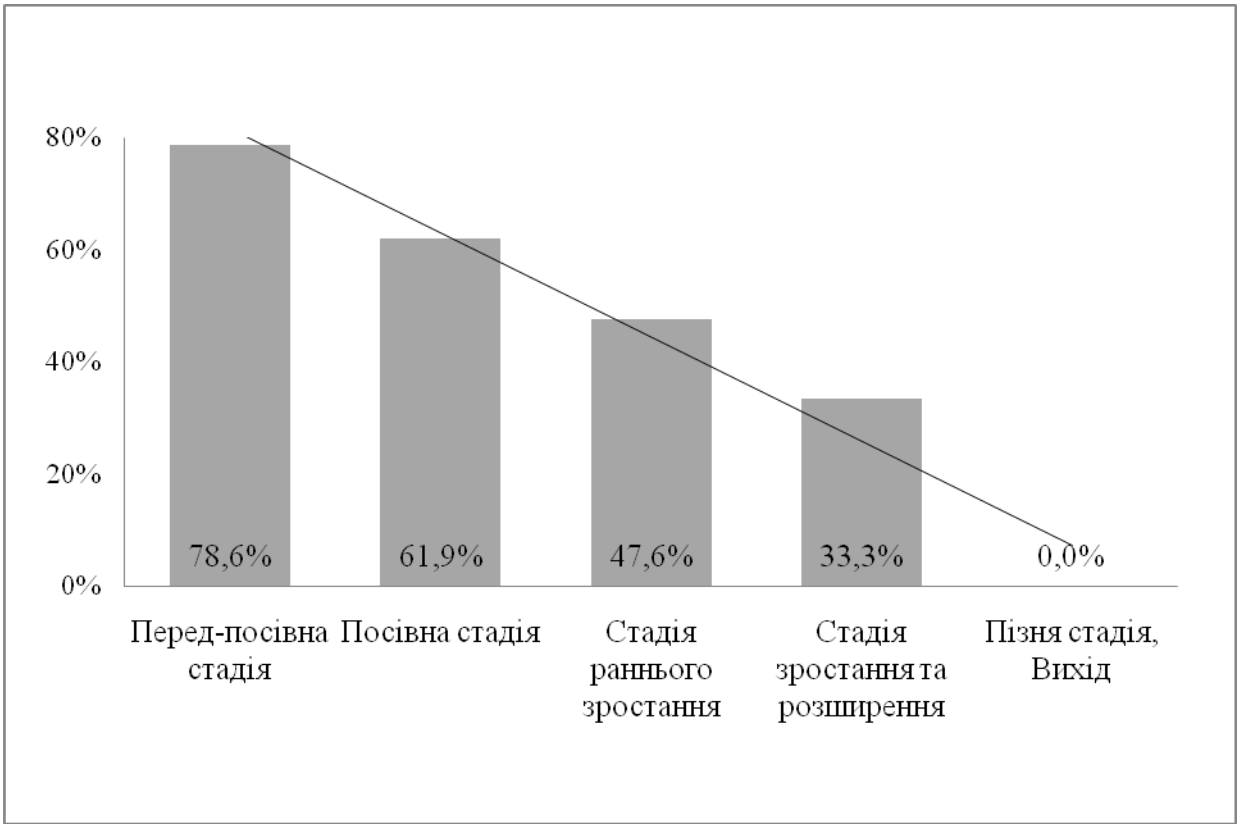


Рис. 3.2.13. Використання короткого періоду прогнозу (1-2 роки) інвесторами різних стадій фінансування венчурних проєктів

Джерело: розроблено автором.

Це також потенційно дає пояснення щодо вищих вимог внутрішньої норми дохідності (ВНД) для інвесторів ранніх стадій [70] - вище значення ВНД відображає вищий (загальний) ризик, у нашому ж випадку це частково може пояснити уникнення інвесторами ранніх стадій відповіді на питання щодо бажаної ВНД.

Збільшення терміну прогнозування на пізніх стадіях інвестування свідчить про зменшення невизначеності проєктів, у цьому венчурні фонди на пізніх стадіях поводяться схоже до фондів прямих інвестицій (рис. 3.2.14.).

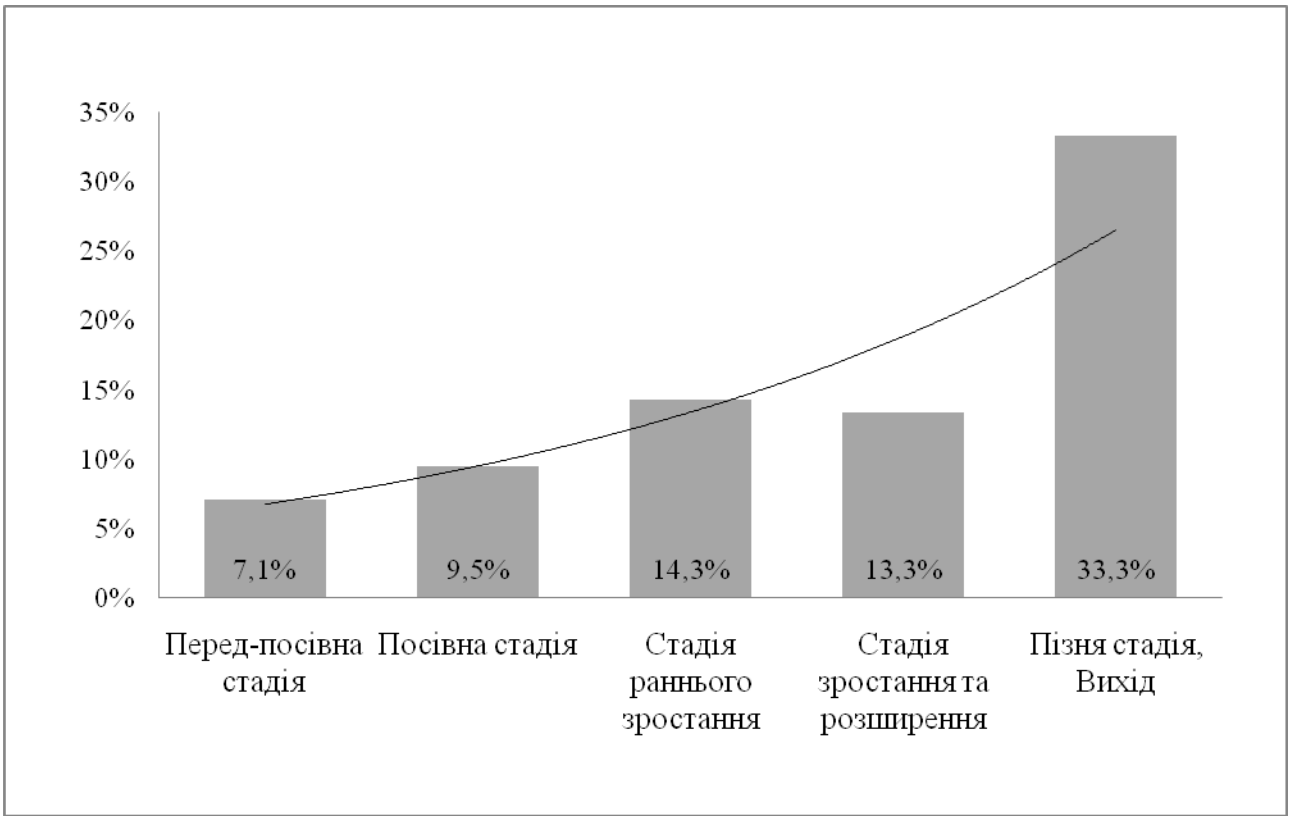


Рис. 3.2.14. Використання період прогнозу більше 7 років для інвесторів різних стадій фінансування венчурних проєктів

Джерело: розроблено автором.

Період прогнозу, який використовується більшістю інвесторів становить від 1 до 2 років та від 3 до 4 років. Це більш короткий термін, ніж середній показник - 5-річний період прогнозу, який використовується більшістю фондів прямих інвестицій в дослідженні Гомперса П. і ін. [69]. У дослідженнях венчурних інвесторів Гомперсом П. та ін. медіанне значення цього показника становило від 3 до 4 років [70].

Важливим етапом дисертаційного дослідження було дослідити наскільки справджуються здійснені інвесторами прогнози щодо інвестованих ними проєктів. Результати дослідження проілюстровані на рис 3.2.15.:

– за відповідями респондентів лише 9,7% проінвестованих ними портфельних компаній відповідають прогнозам;

– 12,9 % респондентів зазначили, що нуль їх проєктів досягають прогнозованих показників і ця відповідь є найбільш частою серед бізнес-ангелів (33,3%);

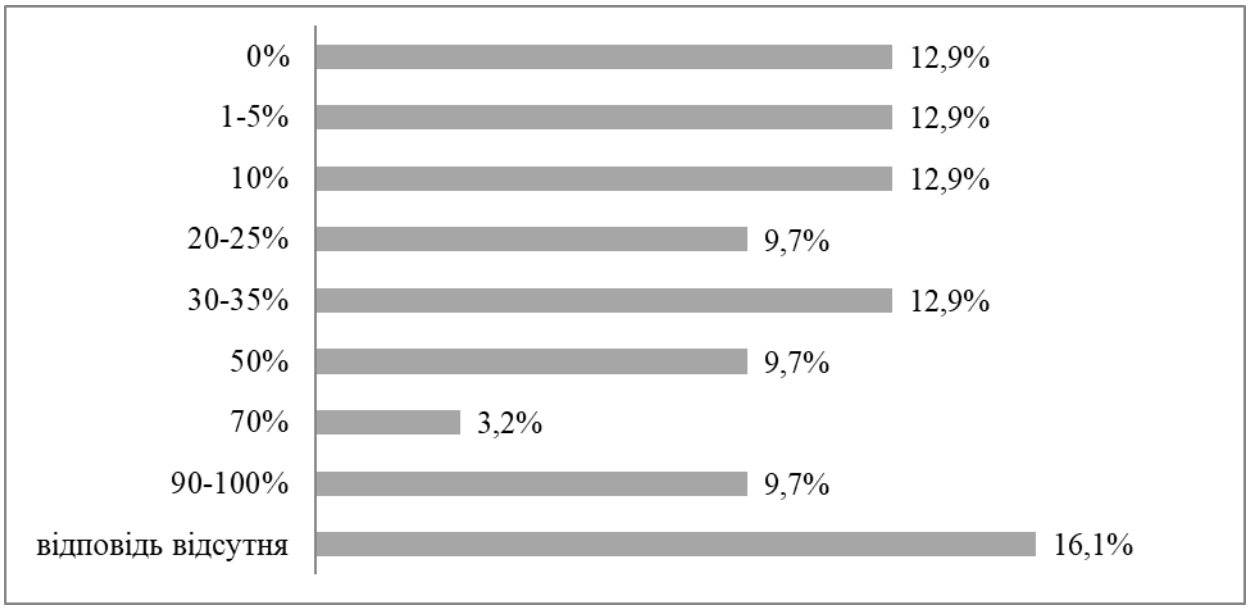


Рис. 3.2.15. Відповідність прогнозам після здійснення венчурних інвестицій

Джерело: розроблено автором.

Вищі показники прогнозованості 70% та 90-100% притаманні інвесторам пізніх стадій фінансування (рис. 3.2.16.).

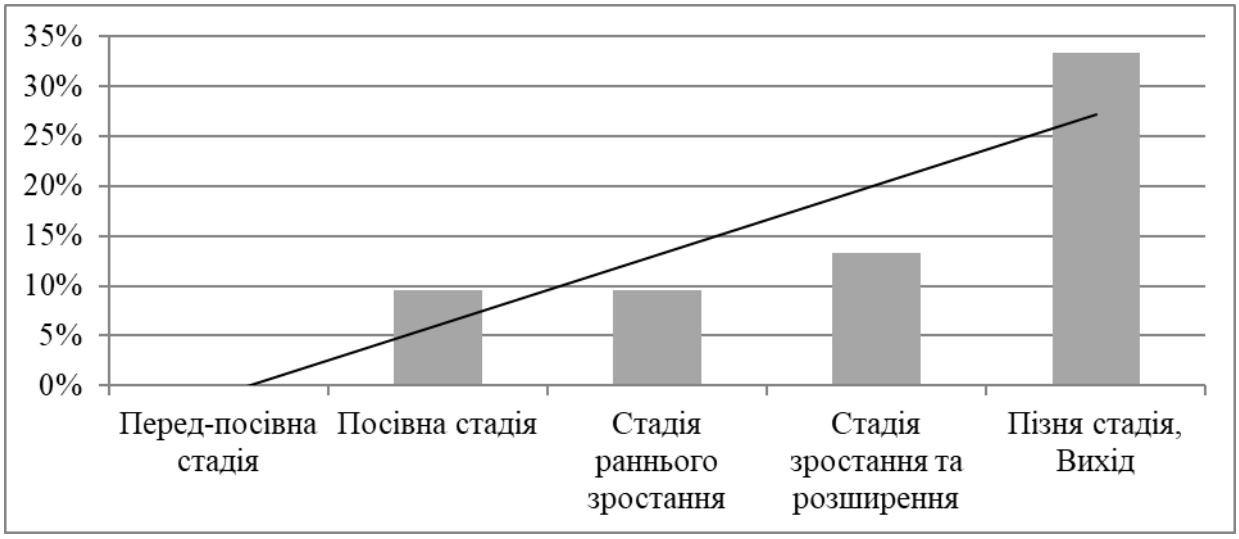


Рис. 3.2.16. Прогнозованих проєктів залежно від стадій інвестування на думку венчурних інвесторів

Джерело: розроблено автором.

Згідно дослідження Гомперсом П. венчурних інвесторів, відповідно до більш високого ступеня невизначеності, інвестори ранніх стадій

фінансування повідомляють, що їх компанії мають менше шансів зустріти прогнози (26%), ніж на пізніх стадіях венчурного інвестування (33%) [70]. Це також потенційно дає пояснення високих IRR вимог, що пред'являються до ранньої стадії венчурного інвестування - вище IRR відповідає вищому (загальному) ризику.

Загалом, інвестори у венчурні проєкти як клас, здається, приймають рішення таким чином, що не узгоджується з рекомендаціями фінансової теорії. Вони не лише коригують ризики, пов'язані з індивідуальним (несистематичним) ризиком, але й нехтують ринковим ризиком, 16,1 % з них використовують один і той же показник для всіх інвестицій, незважаючи на те, що різні інвестиції стикаються з різними ризиками. Показники опитування у цьому узгоджується з дослідженнями американських колег [70].

У той час, респонденти дослідження - представники деяких венчурних фондів повідомили, що вони не прогнозують грошових потоків взагалі. Знову ж таки, це явно не узгоджується з фінансовою теорією. З іншого боку, це зрозуміло, враховуючи, що фонди інвестуючи на ранній стадії часто інвестують в компанії, які далекі від генерування прибутку, а іноді навіть отримання доходу. Для таких компаній, на ранніх стадіях розвитку, прогнозування і дисконтування грошових потоків, можливо, буде генерувати дуже неточні оцінки вартості.

3.3. Напрями підвищення ефективності механізмів венчурного фінансування

Ринок венчурного фінансування в Україні є молодим і поки ще не сформованим, але результати проведеного автором, досліджень дозволяють говорити про систематичні виявлені особливості вітчизняного ринку венчурного фінансування. Вдалось виділити основні чинники, які, на думку

інвесторів, перешкоджають розвитку венчурного фінансування в Україні. В першу чергу це:

- відсутність довгострокових інвестицій у розвиток воронки потоку угод;
- нерозвиненість інфраструктури, яка б сприяла появі нових швидкозростаючих технологічно-інноваційних підприємств, здатних стати привабливими об'єктами для венчурного інвестування;
- нерозвиненість організаційного механізму венчурного інвестування, що враховує українську специфіку;
- незначний капітал вітчизняних венчурних фондів, яким вони оперують та обмежені можливості збору коштів, малий досвід інвестування;
- нерозвиненість фондового ринку, що є найважливішим інструментом вільного виходу венчурних фондів з профінансованих проєктів;
- непрозоре та недосконале законодавство, яке регулювала та стимулюючої діяльність венчурного інвестора в Україні; слабкість інституту захисту інтелектуальної власності;
- відсутність прямої підтримки уряду; регулятивне законодавство щодо підприємницької діяльності (ліцензії, дозволи, обмеження тощо);
- низький рівень професійної підготовки кадрів компаній-реципієнтів, їх невміння працювати з венчурними інвесторами. Звідси значна кількість інвестиційних проєктів низької якості та бажання вітчизняних стартапів отримати швидкий прибуток. Існують складнощі з підбором команди, готової розвивати глобальний продукт;
- високий ступінь ризику та недовіра до розроблених інноваційних проєктів; можливість вітчизняних венчурних інвесторів демонструвати свою додану цінність;
- відсутність виходів з інвестицій. Успішні проєкти прямують до США / ЄС на самих ранніх етапах розвитку;

- часто вітчизняні стартапи попадають в так звані «мертві інвестиційні зони», коли інвесторам невигідно інвестувати невеликий, до 1 млн. дол., капітал, а українським компаніям для розвитку часто потрібно суттєво менше.

Проте вітчизняні інвестори стикаються також з проблемами глобального масштабу. Дане дослідження виявило найбільші виклики вітчизняних венчурних інвесторів на глобальних ринках:

1. Систематична криза в венчурному фінансуванні:
   - високий обсяг капіталу на венчурному ринку;
   - високі оцінки венчурних компаній, що є результатом перегріву венчурного ринку, можливість виникнення «бульбашок»;
   - зменшення кількості інвестиційних можливостей з високою віддачею;
   - низький показник ліквідності;
   - завищені очікування від нових технологій;
   - для малих венчурних фондів викликом є збір коштів, для великих венчурних фондів – менше угод;
   - зростає розрив у фінансуванні на ранньому етапі фінансування;
   - збитковість венчурних фондів.
2. Швидкі зміни та глобалізація:
   - пониження інноватівності в результаті домінування Facebook, Amazon, Apple, Google.
   - недостатньо уваги приділяється вітчизняним проєктам , оскільки інвестори намагаються інвестувати глобально;
   - цикл життя продукту зменшується у часі;
   - конкуренція з ринком крипто валют.
3. Відсутність хороших проєктів / правильної команди / стійкої моделі бізнесу:
   - конкуренція з глобальними гравцями за угоди .

- занадто багато стартапів не мають шансів створити хороший продукт та залучають кошти задля їх освоєння. Засновники не несуть відповідальності за банкрутство компаній;
- правильний підбір команди. Відсутність візіонерів, керівників команд.

4. Обмежені фізичні можливості окремого інвестора відсіяти та відібрати вдалий проєкт. Фінансування інноваційних проєктів вимагають від підприємця та інвестора відповідного рівня взаємної довіри, а інвестор повинен володіти ще й високим ступенем компетенції в тій сфері діяльності, в яку проводиться інвестиція.

Однією з основних проблем, що стримують розвиток венчурного бізнесу в Україні, є стан інноваційного сектора економіки. І це, незважаючи на те, що український інноваційний сектор в даний час володіє потужним потенціалом в світі – інтелектуальними кадрами. Однак, настільки могутній потенціал не отримує належного рівня реалізації, оскільки українські розробники все ще слабо розбираються в механізмах комерціалізації венчурних проєктів [61].

Підсумовуючи вищевикладене, можна сказати, що для розвитку венчурного фінансування в Україні з нашої точки зору доцільно сформувати систему державних пріоритетів в області розвитку науки і технології, регіональні і галузеві переліки пріоритетних напрямків венчурного фінансування. Важливою умовою розвитку венчурного бізнесу є виважена державна політика, яка полягає у формуванні сприятливого інституційного клімату. Його поліпшенню в Україні посприяли б процеси стандартизації та захисту інтелектуальної власності, авторських прав і торгових марок. Для активізації залучення венчурного фінансування інноваційних компаній, і забезпечення для них рівних умов доступу до джерел венчурного капіталу необхідна відповідна інфраструктура підтримки [28].

Функціонування венчурної системи – само підтримуючий процес: кошти, отримані від «виходів» з компаній, вкладаються в нові венчурні фонди, а нові стартапи прагнуть повторити успіх відповідних компаній

попереднього циклу. У міру зростання ринку венчурних інвестицій підвищується кваліфікація всіх його учасників - керуючих компаній, інвесторів, менеджерів, юристів, консультантів. Для такого типу венчурного росту характерними є надмірність фінансових ресурсів і боротьба венчурних фондів за потенційно найбільш прибуткові проєкти.

Державний інтерес у появі та розвитку венчурного інвестування полягає в тому, що венчурне фінансування ефективно підтримує малий інноваційний сектор, який створює компанії такого класу, як Intel, Microsoft, Oracle, Google, і вирішує завдання впровадження нових технологій у виробничий процес, а перехід до економіки, заснованої на знаннях та інтелектуальному капіталі, є одним з пріоритетів.

Для запуску венчурної системи можуть бути використані механізми державно-приватного партнерства, метою яких є поява прибуткового і само-підтримуючого сектора венчурних інвестицій, орієнтованого на сектор інноваційних компаній. Механізм державно-приватного партнерства (ДПП) в венчурному бізнесі полягає в пайовій участі держави у венчурних фондах, а також у фінансовому сприянні приватним венчурним фондам і інноваційним компаніям. Крім того, державі слід приймати участь у підготовці компанії для подальших венчурних раундів, фінансуючи їх на «посівній» стадії. І, нарешті, частково у веденні держави може перебувати і створення венчурної інфраструктури, підготовка інноваційних менеджерів, організація центрів навчання підприємців засадам венчурного фінансування, організацію проведення зустрічей венчурних інвесторів та компаній, що бажають залучити кошти.

Інструментами стимулювання венчурного фінансування з участю державних коштів є: венчурні фонди зі 100% участю держави; державні «посівні» фонди, орієнтовані на найризикованіші посівні стаді; приватно-державні венчурні фонди, де бере участь як державний, так і приватний капітал, управління здійснюється приватними управляючими компаніями, а держава виступає в ролі спів-інвестора; спів-фінансування інноваційних

компаній, які залучили інвестиції (у вигляді грантів або поворотних коштів); податкові пільги на прибуток з капіталу для венчурних інвесторів, а також сприятливий з податкової точки зору процес вкладення коштів в інноваційні проєкти.

В контексті модернізації і технологічного розвитку акценти повинні бути зроблені на стимулювання підприємництва до інноваційно-активної діяльності, вдосконалення роботи інститутів розвитку і технічного регулювання. Також є вагомим вирішення таких питань, як створення сприятливих умов для іноземних компаній і наукових організацій для будівництва дослідних і конструкторських центрів, розвиток зв'язків з наукової діаспорою і запрошення в Україну кращих вчених та технічних фахівців.

Тому є необхідність у:

1) створенні постійно діючого механізму залучення в Україну авторитетних українських і зарубіжних вчених, а також підприємців, що мають досвід комерціалізації підготовлених розробок;

2) розширенні грантової підтримки розробників новітніх технологій;

3) створенні в Україні потужних центрів досліджень і розробок, в т.ч. бізнес-інкубаторів на базі сучасних вузів;

4) участь компаній у формуванні попереднього замовлення на результати досліджень.

Таким чином, державний венчурний фонд може стати інструментом, який виконує функції «фонду ранніх стадій».

Підвищення інтересу до венчурного фінансування з боку приватних інвесторів пов'язане з наступними важливими умовами:

а) виникнення системи державної підтримки венчурного фінансування, яка: сформувала практику приватно - державного партнерства в цій області, що забезпечує поділ ризиків між державою і приватними інвесторами в процесі фінансування проєктів, надала податкові пільги приватним

інвесторам і преференції по процедурам входу в інноваційний бізнес інвестора та виходу з нього;

б) можливості венчурного інвестора особисто контролювати процес інноваційного бізнесу і впливати на нього.

Для генерації достатнього обсягу перспективних об'єктів інвестицій і подальшого сталого розвитку інноваційних і венчурних процесів в вітчизняній економіці доцільно використовувати підхід, який передбачає створення якісно нових форм і збільшення масштабів організації венчурного фінансування при досягненні необхідної структури і критичної маси мережевих взаємодій між усіма учасниками венчурного та підприємницького процесу (підприємцями, вченими і фінансистами) [92]. Даний підхід передбачає поетапні схеми взаємодії всіх зацікавлених учасників інноваційного та венчурного бізнесу. На рис. 3.3.1. - 3.3.3. проілюстрований процес залучення технологічних компаній в сферу інноваційного бізнесу.

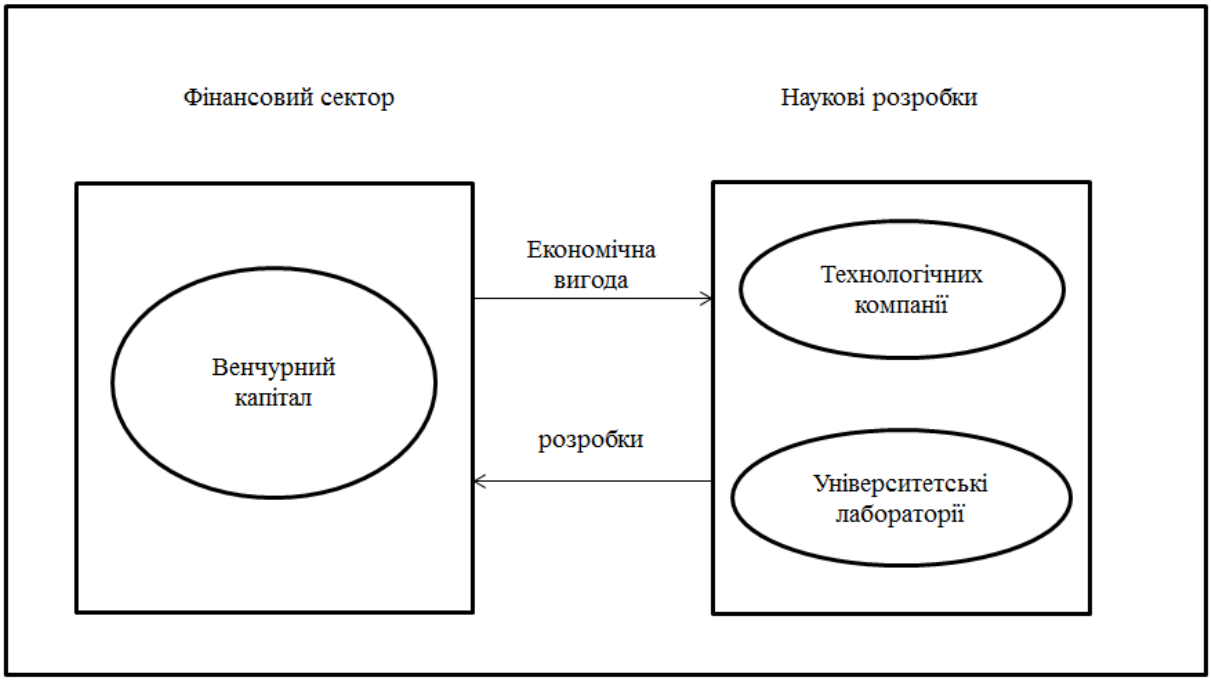


Рис 3.3.1. Процес залучення технологічних компаній в сферу інноваційного бізнесу.

Джерело: розроблене автором

Послідовне нарощування обсягів інноваційних проєктів і процес прийняття венчурними інвесторами частини розглянутих проєктів до інвестування спонукатиме до зростання венчурного ринку та підвищення якісного рівня інвестиційних проєктів.

На рис. 3.3.2. схематично показаний змодельований процес взаємодії інноваційного та венчурного бізнесу - спільного інвестування різних видів інноваторів (університетських і корпоративних дослідників) і технологічних компаній з венчурними інвесторами. Цей етап є проміжним і характеризує подальше пожвавлення інноваційного та венчурного бізнесу.

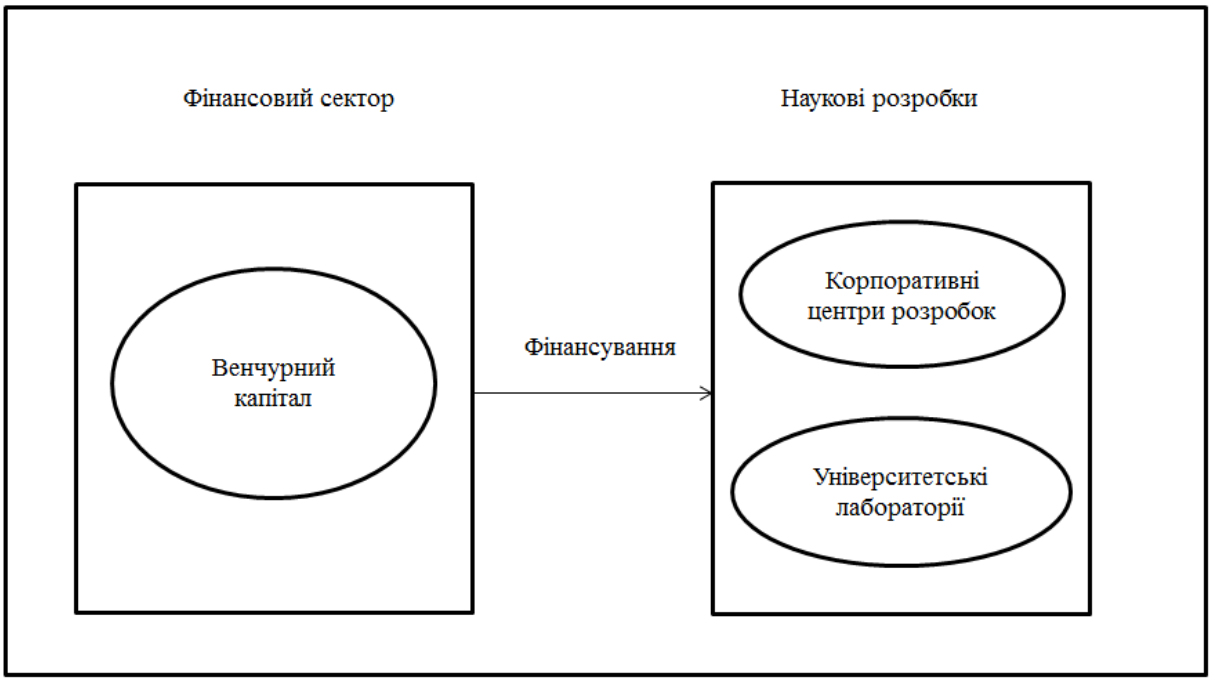


Рис 3.3.2 - Процес спільного інвестування лабораторій та технологічних компаній

Джерело: розроблене автором

Процес запуску повномасштабного інноваційного та венчурного бізнесу проілюстровано на рис. 3.3.3. Цей етап характеризується утворенням різноманітних розвинених структур - зацікавлених учасників інноваційного та венчурного бізнесу: університетських лабораторій; наукомістких компаній; венчурних капіталістів; промислових підприємств; інноваційних менеджерів і т.п.

Концептуальним обґрунтуванням необхідності розвитку механізму вітчизняного венчурного фінансування є фактична інформація, яка відображає показники функціонування венчурних структур, а також результати аналітичних досліджень окремих авторів у сфері інтелектуальної власності та діяльності підприємств малого бізнесу.

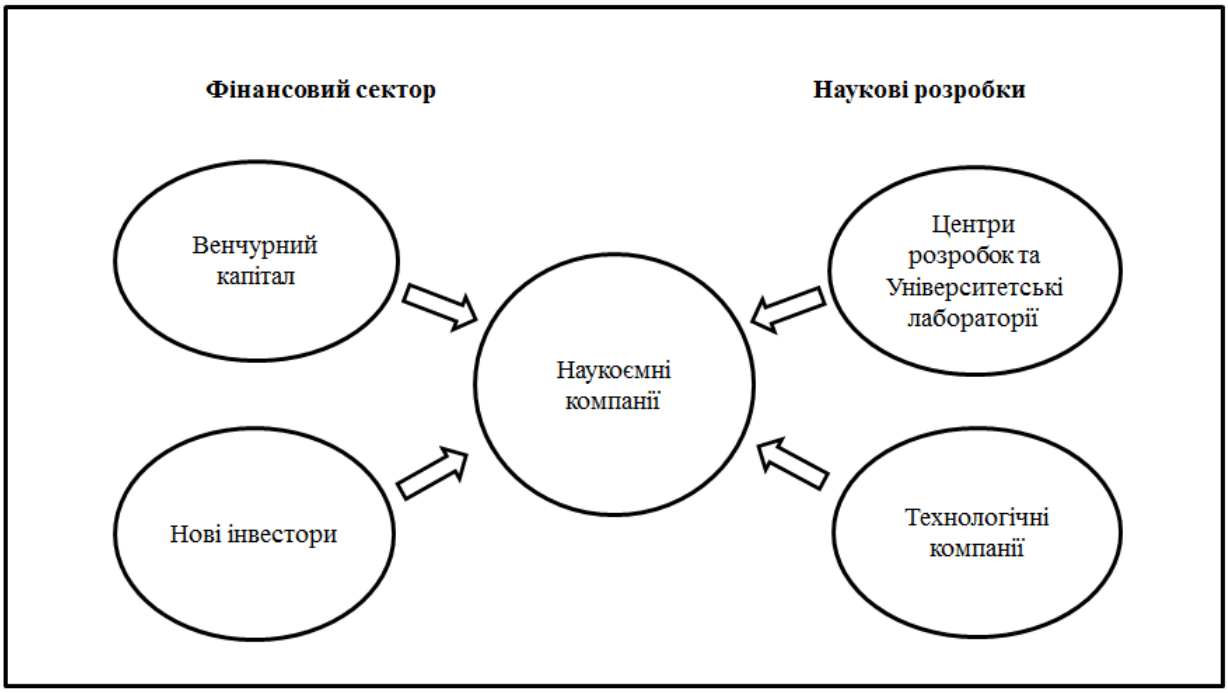


Рисунок 3.3.3. Процес запуску наукоємних компаній.

Джерело: розроблене автором

Основною комерційною мотивацією венчурного інвестора є можливість отримати намічену суму прибутку після реалізації профінансованого ним венчурного проєкту (через 5-7 років). Для цього інвестор повинен мати гарантовану, юридично просту процедуру виходу з проєкту і бути впевненим в можливості вигідного продажу свого пакету акцій. Це може бути досягнуто шляхом створення повноцінного, активно діючого ринку акцій інноваційних технологій і наявності кваліфікованих фахівців в області венчурного фінансування.

Нарощування ліквідності венчурних інвестицій на вітчизняному ринку можливо лише під впливом зростання масштабу реальних позитивних прикладів спрощених схем виходу інвесторів з проєктів і високоприбуткових продажів пакетів акцій. Ці приклади є потужним каталізатором розвитку

ринку. Подібні перетворення будуть можливі, якщо під впливом інституційного перетворень в сфері венчурного фінансування окремі існуючі вітчизняні ринкові «майданчики», перетворяться в повноцінний конкурентоздатний спеціалізований фондовий ринок високих технологій.

В Україні практично відсутня інфраструктура фондового ринку, яка повинна забезпечити високий рівень сервісу, інформаційну відкритість, гарантії виконання угод. Його подальший розвиток як найважливішого інституту ринкової економіки буде залежати від взаємодії комплексу внутрішніх і зовнішніх чинників, але в першу чергу - від стратегії та економічної політики держави в цілому і щодо цього ринку зокрема, які повинні ґрунтуватися на конструктивних реформах в інтересах інноваційного розвитку.

Перехід до регламенту державної підтримки венчурного підприємництва та довгострокова перспектива збереження державою прийнятих «правил гри» дозволить, в подальшому, підвищити активність приватних венчурних інвесторів і багаторазово збільшити капіталізацію вітчизняного венчурного ринку.

Висновки до розділу ІІІ

З метою підвищення результативності венчурного фінансування необхідним є удосконалення інфраструктури венчурної діяльності, механізму управління активами венчурних інноваційних фондів. Вагомим завданням є обґрунтування пріоритетів державного фінансування інноваційно-інвестиційних проєктів, які відіграють вагому роль у розвитку суспільства та спрямовані на розвиток інноваційної економіки та посилення безпеки держави, що зумовлює необхідність підвищення рівня дієвості органів державного управління у інноваційній сфері. Розвиток системи венчурного фінансування передбачає удосконалення форм державної підтримки венчурної діяльності, активізації інноваційно-інвестиційної складової

розвитку економіки та створення умов для державної підтримки комерційних високоефективних інвестицій в інноваційні проєкти на основі дієвої оцінки рівня їх інноваційності.

Дієвість управління активами венчурних інноваційних фондів сприятиме належному фінансовому забезпеченню діяльності пов'язаної із створенням та освоєнням інновацій. Державна фінансова політика у сфері венчурної діяльності має базуватись на принципах системного дослідження фінансово-економічних процесів, виваженості напрямів пріоритетності фінансування інноваційної діяльності з метою забезпечення економічної безпеки держави, стійкого економічного зростання та підвищення рівня і якості життя населення. Важливим при цьому є: орієнтація на інноваційний шлях розвитку вітчизняної економіки, створення умов для збереження та розвитку інноваційного потенціалу, удосконалення нормативно-правового забезпечення у сфері венчурної діяльності, забезпечення взаємодії інституційних складових фінансової системи для забезпечення розвитку ринку венчурного капіталу, ефективне використання механізмів підтримки венчурної діяльності, удосконалення інфраструктури венчурного бізнесу, розробка пріоритетних проєктів державної інноваційної політики, забезпечення обґрунтованої структурної перебудови вітчизняної економіки.

Підвищення ефективності системи венчурного фінансування визначає необхідність обґрунтування принципів державного регулювання венчурних інвестицій, до яких доцільно віднести: стратегічної орієнтації розвитку інноваційної економіки; державної підтримки венчурної інноваційної діяльності; створення інституційних умов для розвитку системи венчурного фінансування та інфраструктури венчурної діяльності; забезпечення взаємодії фінансових інституцій у сфері розвитку інноваційної діяльності; ефективне використання механізмів венчурного фінансування; інформаційне забезпечення суб'єктів венчурної діяльності. Вагомими завданнями державної підтримки венчурної індустрії є: створення умов для комплексного розвитку національної інноваційної системи; збільшення

частки інновацій в валовому внутрішньому продукті; підвищення інвестиційної привабливості суб’єктів венчурної діяльності; створення умов для інтеграції венчурної інноваційної діяльності з виробництвом; розвиток складових системи венчурного фінансування.

Вагомим є підвищення результативності венчурного фінансування у системі фінансово-економічного регулювання, створення належних фінансових умов для забезпечення виконання органами державного управління покладених на них повноважень щодо регулювання ринку венчурного капіталу, удосконалення механізму оподатковування суб'єктів венчурної діяльності, у тому числі щодо надання відповідних пільг. Доцільним є удосконалення системи венчурного фінансування з врахуванням світового фінансового інструментарію, створення дієвих стимулів для розвитку венчурних фондів та підвищення рівня відповідальності суб’єктів венчурної діяльності за зобов’язаннями які виникають в процесі венчурного фінансування.

Трансформаційні перетворення фінансової системи на даному етапі суспільного розвитку, актуалізують питання розробки нових підходів щодо регулювання відносин, пов'язаних із венчурним фінансуванням інноваційної діяльності, створення венчурних компаній та фондів. Дієвість системи венчурного фінансування відіграє вагому роль в проведенні ефективної інноваційної політики, реалізації інноваційно-інвестиційних проєктів.

Розвиток системи венчурного інвестування зумовлює здійснення цілеспрямованих, ефективних і узгоджених зусиль органів державного управління та інститутів інноваційного розвитку. З урахуванням необхідності забезпечення адекватності державних регулятивних заходів у сфері венчурного фінансування глобальним викликам вагомим завданням є розробка Стратегії розвитку ринку венчурного капіталу, яка, визначить цілі, пріоритети та інструменти державної політики щодо венчурної діяльності, шляхи подальшого вдосконалення механізмів венчурного фінансування та підтримки сектора комерціалізації передових розробок, перспективні напрями сегментації ринку

венчурного капіталу, інтеграції зусиль суб'єктів венчурної діяльності, сприятиме створенню належних умов для залучення інвестицій, розвитку людського потенціалу. Досягнення завдань визначених в Стратегії розвитку ринку венчурного капіталу, потребує взаємоузгодження дій суб'єктів інноваційної діяльності, забезпечення сталого розширеного відтворення венчурного капіталу спрямованого на розвиток інноваційної системи. Підвищення ефективності механізмів венчурного фінансування вимагає врахування пріоритетів інноваційної політики та її взаємоузгодження зі стратегічними пріоритетами соціально-економічного розвитку країни.

Пріоритетними напрямами інноваційної політики у сфері венчурного інвестування є: посилення ролі венчурної діяльності в збільшенні експорту інноваційної продукції; сприяння виходу вітчизняних інноваційних продуктів на глобальні високотехнологічні ринки; удосконалення інституційного середовища; створення умов для залучення міжнародного венчурного капіталу та розвитку високотехнологічних ринків; залучення на вітчизняний венчурний ринок інституціональних інвесторів; подальший розвиток сучасних форм здійснення колективних інвестицій; підвищення прозорості венчурної діяльності; подальша інтеграція галузі венчурного інвестування з іншими інструментами інвестиційного ринку; підвищення внутрішнього попиту корпорацій на інноваційні технології; забезпечення доступності інвестиційних інструментів, необхідних для розвитку галузі венчурного інвестування; забезпечення доступності інструментів, необхідних для збалансованого розвитку інфраструктури ринку венчурного інвестування; подальший розвиток професійних компетенцій учасників ринку венчурного капіталу.

Оцінка внутрішніх та зовнішніх чинників, що визначають рівень розвитку інноваційного середовища дозволить удосконалити модель фінансування інновацій, впроваджувати відповідні механізми фінансування венчурної діяльності. Розвиток підходів до розвитку інструментарію венчурного фінансування має враховувати сукупність фінансово-економічних критеріїв, які дозволяють визначати ступінь досягнення запланованих цілей інноваційно-

інвестиційних програм, що сприятиме посиленню якісного рівня державного регулювання соціально-економічних процесів.

Фінансовий інструментарій управління венчурною діяльністю в інноваційній сфері відіграє вагому роль у процесі прискоренні темпів економічного зростання, підвищення конкурентоспроможності економіки. Основу вибору фінансового інструментарію управління венчурною діяльністю в інноваційній сфері складає комплекс взаємопов'язаних завдань, які визначають напрями впровадження інноваційних продуктів та їх освоєння. Дієвість процесу формування та реалізації інноваційної політики залежить від ступеня ефективності оцінки інноваційних проєктів та врахування ризиків інноваційної діяльності при їх проєктуванні та інвестуванні, вибору найбільш дієвих фінансових інструментів. Система оцінки інноваційних проєктів суттєво впливає на створення відповідних умов для розвитку національної інноваційної системи.

Належний рівень обґрунтованості інноваційних проєктів надає можливість для визначення дієвих методів фінансування інноваційних розробок їх комерціалізації. Вагомими передумовами забезпечення якісного рівня фінансового управління інноваційними проєктами є виваженість підходів щодо оцінки інноваційної інфраструктури з позиції внутрішніх фінансових можливостей щодо реалізації та зовнішніх щодо комерційної привабливості інновацій.

Важливою умовою розвитку венчурного фінансування як інструменту фінансово-економічного регулювання є поєднання концептуальних та розробка нових підходів у даній сфері виходячи з врахування поточних умов розвитку інвестиційної сфери. З метою підвищення результативності фінансового інструментарію управління венчурною діяльністю в інноваційній сфері необхідним є забезпечення прозорості системи венчурного фінансування на всіх стадіях розвитку інноваційного проєкту. Вагомим завданням є зміцнення системи венчурного фінансування за рахунок зростання частки коштів державного та місцевих бюджетів, що зумовлює

необхідність підвищення ролі органів державного управління у сфері бюджетного інвестування.

Дієвість фінансового інструментарію управління венчурною діяльністю в інноваційній сфері сприятиме належному фінансуванню інноваційних продуктів. Вагомим є підвищення результативності інноваційних проєктів, створення належних фінансових умов для підтримки процесу впровадження інновацій, посилення інвестиційного потенціалу країни, що сприятиме прискоренню темпів економічного зростання. Доцільним є удосконалення механізмів венчурного фінансування з врахуванням провідного світового досвіду.

Результати дослідження розділу опубліковані в наукових працях автора [46-53].

Список використаних джерел до розділу ІІІ

1. Амоша О. І., Землянкін А. І., Підоричева І. Ю. Удосконалення системи управління інноваціями як умова прискорення структурних реформ в Україні. *Економіка України*. 2015. № 9. С. 49–65.

2. Ануфрієва К. В. Інституційні та фінансові складові нарощування експорту України. *Економіка України*. 2018. № 8. С. 30–49.

3. Арсаханова З. А. Финансовая политика экономического роста: теория и практика: монография. М. : Изд-во «Экономика», 2014. 416 с.

4. Баженова О. В. Концептуальні основи дослідження зовнішньої стійкості національної економіки. *Теоретичні та прикладні питання економіки*. 2014. Вип. 2. С. 258–275.

5. Барановський О. І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення) : монографія. К. : КНТЕУ, 2004. 760 с.

6. Белорус О. Г, Гаврилюк О. В. Стратегические императивы адаптации и трансформации внешнеторговой деятельности Украины в

условиях европейской интеграции. *Экономика Украины*. 2015. № 11. С. 4–15.

7. Белорус О. Г. Мировой структурный кризис и трансформации глобальной финансовой системы. *Економічний часопис-XXI*. 2014. № 7–8 (1). С. 4–7.

8. Білорус О. Г. Відтворювальна еволюція та структурна трансформація глобального капіталу. *Фінанси України*. 2015. № 11. С. 7–21.

9. Богдан І. В. Проциклічна чи антициклічна фіскальна політика: методи діагностики. *Економіка України*. 2016. № 11. С. 45–57.

10. Вплив глобальних фінансів на валютно-фінансову систему України : монографія / [Богдан Т. П. та ін.] ; за ред. Т. П. Богдан. К. : ДУ «Ін-т економіки та прогнозування НАН України», 2017. 355 с.

11. Геец В. М. Преодоление квазирыночности – путь к инвестиционно ориентированной модели экономического роста. *Экономика Украины*. 2015. № 6. С. 4–17.

12. Геєць В. Інституційна обумовленість ендогенізації економічного розвитку. *Журнал європейської економіки*. 2018. Т. 17, № 2. С. 155–166.

13. Геєць В. М. Економіка України: ключові проблеми і перспективи. *Економіка і прогнозування*. 2016. № 1. С. 7–22.

14. Гриценко А. А. Архітектоніка економічної безпеки. Київ : Ін-т економіки та прогнозування НАН України, 2017. 212 с.

15. Губарєва І. О., Середіна Г. В. Прогнозування індикаторів фінансової безпеки України. *Економіка розвитку*. 2017. № 4. С. 38–48.

16. Гулькин П. Г. Венчурные и прямые частные инвестиции: теория и десятилетие практики. СПб.: ООО «Аналитический центр «Альпари СПб», 2003. 240 с.

17. Даниленко А. І. Фінансові аспекти управління економічним розвитком. *Економіка України*. 2015. № 10. С. 4–22.

18. Даниленко А., Санжаровська В. Архітектура та повноваження макропруденційних органів: світовий досвід та дороговкази для України. *Вісник Національного банку України*. 2016. № 236. С. 20–31.

19. Десмонд Г. М., Келли Р.Э. Руководство по оценке бизнеса.

Москва: РОО. 1996. С. 50.

20. Дибко Н.М. Особливості фінансової політики в умовах трансформації економіки. *Вісник Одеського національного університету ім.І.І. Мечникова.* 2019. № 4 (77). С. 118–122.

21. Дибко Н.М. (Корнієнко Н. М.) Розвиток стратегічного планування в системі бюджетного регулювання економічного розвитку. *Управління розвитком.* 2017. № 3–4 (189–190). С. 12–19.

22. Єщенко П. Економічне зростання без розвитку: причини і шляхи інноваційного перетворення економіки. *Економіка України*. 2013. № 10. С. 4–20.

23. Жаліло Я. А. Особливості реалізації економічної політики держави в умовах сучасних тенденцій суспільного розвитку. *Економічна теорія*. 2016. № 1. С. 39–52.

24. Запатріна І. Формування фінансової політики держави: євроінтеграційний вимір. *Вісник КНТЕУ*. 2012. №. 2. С. 59–73.

25. Звєряков М. І. Глобалізація і деіндустріалізація: зміст, суперечності та способи їх розв'язання. *Економіка України*. 2017. № 11. С. 3–16.

26. Звєряков М. І. Теоретична парадигма сталого розвитку та українські реалії. *Економіка України*. 2018. № 10. С. 10–31.

27. Зимовець В. В., Шелудько Н. М. Боргове навантаження та інвестиційна дисфункція в реальному секторі економіки України. *Економіка промисловості*. 2017. № 3. С. 82–95.

28. Інституційна трансформація фінансово-економічної системи України в умовах глобалізації : монографія; за заг. ред. В. Р. Сіденка; К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2017. 647 с.

29. Крючкова І. В. Фактори економічного зростання в Україні в 2016–2018 рр. *Економіка і прогнозування*. 2018. № 2. С. 29–47.

30. Кужелєв М. О., Плахотнюк В. В. Напрями оптимізації інвестиційного клімату в Україні. *Економічний вісник університету*. 2019. Вип. 41. С. 119–126.

31. Кужелєв М. О., Стабіас С.М. Пріоритети розвитку ринку

корпоративних цінних паперів в Україні: монографія. Київ : Вид-во «Центр учбової літератури», 2020. 176 с.

32. Кучер Г. В. Державні фінансові ресурси : монографія. К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2018. 608 с.

33. Лагутін В. Д. Інститути і економічні механізми стабільності та розвитку суспільства. *Економіка України*. 2018. № 9. С. 13–25.

34. Лагутін В. Економічна політика держави та ефекти її реалізації. *Вісник КНТЕУ*. 2017. № 4. С. 5–20.

35. Лук'яненко І. Г. Моделювання впливу змін фіскальної політики на економіку України. *Бізнес Інформ*. 2012. № 4. С. 201–204.

36. Лук'яненко І. Г. Монетарна політика та флуктуації на фондовому ринку України. *Економіка і прогнозування*. 2012. № 4. С. 110–122.

37. Лук'яненко І. Г. Системне моделювання показників бюджетної системи України: принципи та інструменти : монографія. К. : Видавничий дім Києво-Могилянська Академія, 2004. 584 с.

38. Лук'яненко І. Г., Фарина О.І. Макрофінансова стабільність: моделі та методи оцінки : монографія. К. : НаУКМА, 2016. 185 с.

39. Луніна І. О., Білоусова С. О., Булана О. О. Бюджетно-податкове стимулювання інноваційної діяльності в Україні. *Економіка і прогнозування*. 2016. № 1. С. 41–56.

40. Мазаракі А., Волосович С. Домінанти інституційної модернізації фінансової системи України. *Вісник КНТЕУ*. 2016. №. 1. С. 5–23.

41. Мазаракі А., Мельник Т. Детермінанти розвитку зовнішньої торгівлі України інноваційною продукцією. *Вісник КНТЕУ*. 2012. № 2. С. 5–20.

42. Макогон В. Д. Бюджетна стратегія держави : монографія. К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2018. 364 с.

43. Манцуров І. Г. Інклюзивний розвиток як основа протидії глобальним викликам сьогодення. *Економіка України*. 2018. № 10. С. 71–87.

44. Макогон В.Д. Становлення фінансової науки в Україні. *Вісник КНТЕУ*. 2012. № 4. С. 14–24.

45. Мельник Т, Пугачевська К. Потенціал ринку ЄС для українських експортерів. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2017. № 2. С. 5–18.

46. Мосієвич О. О. Використання фінансових метрик у рамках прийняття рішень інвесторами щодо венчурного фінансування. *Науковий журнал «Бізнес Інформ»*. 2019. №8(499). С. 181–189.

47. Мосієвич О. О. Оцінка новоствореної компанії: як виміряти її потенціал. *Глобальні проблеми та світовий економічний розвиток*: матеріали XXIX міжнародної наук.-практ. конф. (м. Львів, 6-7 вересн. 2013 р.). Львів, Громадська організація «Львівська економічна фундація», 2013. С. 69–70.

48. Мосієвич О. О. Сучасні підходи в оцінці стартапів. *Сучасні тенденції в економіці та управлінні: новий погляд*: матеріали II міжнародної наук.-практ. конф. (м. Донецьк, 23-24 серпн. 2013 р.). Донецьк, Східноукраїнський інститут економіки та управління: ГО «СІЕУ», 2013. С. 85–86.

49. Мосієвич О.О. Проблеми оцінки вартості компаній на ранніх етапах їх розвитку. *Науково-виробничий журнал «Інноваційна економіка»*. 2017. №1-2(67) С. 142–146

50. Мосієвич О. О., Сєміколенова С.В. Підходи в оцінюванні компаній при венчурному фінансуванні. *Науково-практичний журнал «Агросвіт»*. 2020. №6. С. 93–103. (0,6 друк. арк.)

51. Мосієвич О. О. Підвищення ефективності функціонування механізму венчурного фінансування. *Фінансова політика як складова економічного розвитку:* матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Київ, 15-16 квітня 2020 р.). Київ: Київ. нац. торг.-екон. ун-т. 2020. С. 21–23. (0,1 друк. арк.)

52. Мосієвич О. О. Особливості прийняття інвестиційних рішень венчурними інвесторами в умовах трансформаційної економіки. Науковий прогрес на рубежі тисячоліть – 2020: матеріали XVI міжнар. наук.-практ. конф. (Прага, 22-30 квітня 2020 р.). Прага, Чехія, Publishing House «Education and Science», 2020. Т.5. С. 40–42. (0,1 друк. арк.)

53. Мосієвич О. О. Венчурне фінансування в умовах

трансформаційних змін української економіки. *Scientific Letters of Academic Society of Michal Baludansky.* 2020. №8. Vol.4. P.12-23.

54. Розвиток державних фінансів України в умовах глобалізації : / за ред. І. О. Луніної. К. : Ін-т економіки та прогнозування НАН України, 2014. 295 с.

55. Сас Б. Б., Спяк Г. І. Розвиток системи венчурного фінансування в Україні. *Економічний аналіз*. 2014. Том 18. № 1. С. 195–202.

56. Сравнение экосистем венчурных инвестиций США, Европы, Азии и Украины. URL: https://inventure.com.ua/analytics/articles/ sravnenie&ekosistem&venchurnyh&investij&ssha& evropy&azii&i&ukrainy

57. Фабоцци Ф. Дж. Управление инвестициями. Москва: ИНФРА-М, 2000.

58. Фінансова система України: інтеграційні процеси та виклики сучасності: монографія / за наук. ред. Л. П. Сідельникової; Херсон. нац. техн. ун-т. Херсон : ХНТУ, 2017. 274 с.

59. Фінансове регулювання інвестиційно-інноваційного розвитку регіону: монографія / [Прядко В. В. та ін.] ; за заг. ред. В. В. Прядка ; Буковин. держ. фінанс.-екон. ун-т. Чернівці : Місто, 2016. 191 с.

60. Чугунов І. Я., Затонацька Т. Г., Ставицький А. В. Фінансово-економічне прогнозування і планування. Київ: ПоліграфКонсалтинг, 2007. 312 с.

61. Чугунов І. Я., Пасічний М. Д. Фінансова політика України в умовах глобалізації економіки. *Вісник КНТЕУ*. 2016. № 5. С. 5–18.

62. Шило Л. А., Железняк В. В. Венчурне фінансування як форма нагромадження капіталу в системі управління потенціалом підприємства: монографія. Дніпропетровськ: Дніпропетр. нац. ун-т залізн. трансп. ім. В. Лазаряна, 2010. 194 с.

63. Amornsiripanitch N., Gompers P., Xuan Y. More than money: Venture capitalists on boards. Harvard Business School Working Paper, 2016.

64. Bashar Omr H.M.N., Bhattacharya P., Wohar M. The cyclicality aof fiscal policy: New evidence from unobserved components approach. *Journal of Macroeconomics.* 2017. № 53. P. 222–234.

65. Bygrave William D., and Timmons Jeffry, Venture Capital at the Crossroads. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship. URL: https://ssrn.com/abstract=1496172

66. Cavallari L., Romano S. Fiscal policy in Europe: The importance of making it predictable. *Economic Modelling*. 2017. № 60. P. 81-97.

67. Çebi C. The interaction between monetary and fiscal policies in Turkey: An estimated New Keynesian DSGE model. *Economic Modelling*. 2012. № 29. P. 1258–1267.

68. Dupaigne M., Fève P. Persistent government spending and fiscal multipliers: The investment-channel. *European Economic Review*. 2016. № 89. P. 425-453.

69. Gompers P., Kaplan S., Mukharlyamov V. What do private equity firms say they do?, *Journal of Financial Economics*. 2015. V. 121. P. 449–446.

70. Gompers P., Gornall W., Kaplan S., Strebulaev I. *"How Do Venture Capitalists Make Decisions?,"* NBER Working Papers 22587, National Bureau of Economic Research Inc, 2016.

71. Gompers P., Kovner A., Lerner J., Scharfstein D. 'Performance persistence in entrepreneurship'. *Journal of Financial Economics.* 2010. № 96(1). P. 18–32.

72. Graham J. R., Harvey C. R. 'The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field'. *Journal of Financial Economics.* 2001. № 60(2). P. 187–243.

73. Hajaminia M., Fallahi M. Economic growth and government size in developed European countries: A panel threshold approach. *Economic Analysis and Policy*. 2018. № 58, P. 1–13.

74. Hellmann T., Puri M. Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *The Journal of Finance*. 2002. № 57(1). P. 169–197.

75. Hochberg Y., Ljungqvist A., Lu Y. 'Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance'. *The Journal of Finance*.

2007. № 62(1). P. 251–301.

76. Hutt R.W. and Thomas B. Venturing capital in Arizona. Frontiers of Entrepreneurship Research, 1985. P. 155–169.

77. Kahn A. M. Assessing venture capital investments with noncompensatory behavioural decision models. *Journal of Business Venturing*. 1987. № 2. P. 193–205.

78. Kaplan S. N., Stromberg P. E. Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *The Journal of Finance*. 2004. № 59(5). P. 2177–2210.

79. Kaplan S., Sensoy B., Stromberg P. Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies. *The Journal of Finance.* 2009. № 64(1). P. 75–115.

80. Kaplan S., Stromberg P. Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The Review of Economic Studies*. 2003. № 70(2). P. 281–315.

81. Kaplan S., Stromberg P. Venture Capitals As Principals: Contracting, Screening, and Monitoring." American Economic Review, 2001, 91 (2): 426–430.

82. Keeley R. H., Roure J. B. Determinants of new venture success before 1982 and after a preliminary look at two eras. *Frontiers of Entrepreneurship research.* 1989. P. 274–287.

83. Kim Dong-Hyun, Wu Yi-Chen, Linc Shu-Chin Heterogeneity in the effects of government size and governance on economic growth. *Economic Modelling*. 2018. 68. P. 205-216.

84. Lerner J. The syndication of venture capital investments. *Financial Management.* 1994. № 8. P. 16–27.

85. Lerner J. Venture capitalists and the oversight of private firms. *The Journal of Finance.* 1995. № 50(1). P. 301–318.

86. Levine R. I., Travis V. R. Small Company Finance: What Books Don’t Say. *Harvard Business Review.* 1987. Vol. (65). № (6). P. 30–32.

87. Macmillan Ian C; Zemann Lawrian and Narsimha Subba P.N. Criteria

distinguishing successful from unsuccessful ventures screening process. *Journal of Business Venturing*. 1987. Vol 2. № 2. P. 123–137.

88. Marvin Lai "Venture capitalist screening criteria and associated tools: progressive screening matrix & mean-IRR index". iTM Ventures Inc, 2006, 20 p.

89. Muzyka D., Birley S., Leleux B. Trade-offs in the investment decisions of European venturing capitalists. *Journal of Business Venturing*. 1996. № 11. P. 273–287.

90. Sahlman W. A. The Structure and Governance of Venture Capital Organisations. *Journal of Financial Economics.* 1990. vol. 27. P. 473–521.

91. Sorensen M. 'How smart is smart money? A two-sided matching model of venture capital'. *The Journal of Finance.* 2007. № 62(6). P. 2725–2762.

92. The Emergence of Organizations and Markets. Padgett, John F. and Powell, Walter W. Princeton University Press: Princeton, NJ, 2012.

93. Vinig T., De Haan M. How do venture capitalists screen business plans? Evidence from the Netherlands and the US. Research Document, 2002. 23 p. URL: http://www.ssrn.com.

94. Wright M., Robbie K. Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis. *Journal of Business Finance Accounting*. 1998. Vol. 25. № 5–6. P. 521–570.

95. Yong C., Dingming L. How does government spending news affect interest rates? Evidence from the United States. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 2019. 108, 103747. URL: https://doi.org/10.1016/j.jedc.2019.103747

96. Zhen H., Weiwei G., Liying C. Does the external environment matter for the persistence of firms' debt policy? *Finance Research Letters*. 2018. URL: https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.12.021 https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.12.021

97. Zopoundis C. Venture capital modeling: evaluation criteria for the appraisal of investments. *The Financier ACMT*. 1994. 1 (May). P. 54–64.

ВИСНОВКИ

У результаті проведеного дослідження теоретико-методологічних засад венчурного фінансування як інструменту стимулювання інноваційних процесів зроблені наступні висновки:

1. Венчурне фінансування інноваційної діяльності є вагомим інструментом стимулювання інноваційних процесів в країні на основі мобілізації фінансових ресурсів в інноваційний сегмент економіки, що сприяє оптимізації структури та підвищення якісного рівня виробництва, розвитку соціальної сфери. Важливим є запровадження дієвих механізмів венчурного інвестування, які становитимуть цілісну систему фінансово-економічних відносин, що сприятиме покращанню фінансування високотехнологічних галузей економіки. Основними передумовами забезпечення якісного рівня системи венчурного фінансування є дієвість підходів щодо її складових з врахуванням інституційного забезпечення розвитку інноваційного середовища, що надасть можливість для підвищення конкурентоспроможності вітчизняної економіки.

2. Система венчурного фінансування є динамічно-адаптаційною до внутрішніх та зовнішніх фінансово-економічних чинників. Підвищення рівня обґрунтованості венчурного фінансування, забезпечення послідовності та передбачуваності у процесі реалізації фінансової політики щодо розвитку ринку венчурного капіталу в сучасних умовах набувають особливої значущості. Розвиток вітчизняного ринку венчурного капіталу шляхом врахування провідного зарубіжного досвіду сприятиме оптимізації процесу венчурного інвестування. Вагомим є здійснення дієвих перетворень з метою забезпечення належного рівня державної фінансової підтримки високотехнологічних галузей економіки, що є важливою складовою процесу розбудови конкурентоздатної інноваційної економіки. Доцільним є удосконалення системи моніторингу та оцінки інвестиційної

привабливості інноваційних проєктів за допомогою обґрунтування якісних і кількісних індикаторів, відповідного інструментарію з урахуванням особливостей розвитку країни та світових тенденцій.

3. Зарубіжний досвід розвитку системи венчурного фінансування доводить, що її удосконалення доцільно здійснювати із врахуванням сукупності фінансово-економічних та інституційних чинників, що створюють необхідні умови для розвитку інновацій. У процесі оптимізації джерел фінансування венчурної діяльності з врахуванням впливу екзогенних та ендогенних чинників на розвиток інноваційно-інвестиційного середовища кожна країна визначає напрями, впровадження інновацій з найбільшим рівнем ефективності з огляду на економічні можливості та інфраструктуру венчурної діяльності. Ефективність системи венчурного фінансування залежать від рівня розвитку фінансового інструментарію та інформаційних технології у даній сфері. Подальший розвиток венчурного фінансування передбачає удосконалення моделі державної підтримки венчурної індустрії, дієвого використання механізмів державно-приватного партнерства у даній сфері на основі: посилення взаємодії органів державного управління і суб'єктів господарювання та взаємоузгодження їх інтересів; створення умов для участі суб'єктів господарювання приватної форми власності у формуванні та реалізації державних інноваційних проєктів та програм; обґрунтованого розподілу ризиків інноваційної діяльності та відповідальності між відповідними суб'єктами; можливості отримання майнових прав на результати інтелектуальної діяльності.

4. Економічні перетворення характеризуються недостатнім рівнем впровадження інноваційних технологій, фінансування наукових розробок та інноваційної модернізації виробництва. Основним джерелом фінансування інноваційної діяльності залишаються власні кошти підприємств. Висока вартість залучення кредитних ресурсів, недостатній рівень державної підтримки розвитку інновацій та доступу до капіталу

зумовлений низьким рівнем інвестиційної привабливості країни, недостатньою кількістю внутрішніх інвесторів не дає можливості для підвищення інвестиційного попиту з метою розбудови вітчизняної економіки. Основними передумовами розвитку ринку венчурного капіталу є виваженість підходів щодо його сегментів, структурування фондів венчурного капіталу, підвищення ролі органів державного управління в формуванні та забезпечені ефективної діяльності венчурної індустрії.

5. Інституційний підхід щодо розвитку системи венчурного фінансування передбачає її розгляд як динамічного інституту, адаптованого до стратегічних завдань соціально-економічного розвитку країни з врахуванням кон'юнктури на внутрішніх та зовнішніх ринках венчурного капіталу. Важливим є оцінка інституційних умов розвитку системи венчурного фінансування за допомогою обґрунтування індикаторів ефективності управління фінансами у даній сфері та інвестиційної привабливості інноваційних проєктів, розвиток механізмів венчурного фінансування на основі удосконалення процесу прийняття та реалізації стратегічних рішень щодо інвестування капіталу у інноваційний продукт. Удосконалення системи венчурного фінансування сприятиме підвищенню рівня конкурентоспроможності економіки, що є передумовою для прискорення темпів економічного зростання. Дієвість системи венчурного інвестування визначається рівнем розвитку інституцій, які формуються під впливом розвитку суспільно-економічних формацій.

6. Вагомими завданнями в умовах економічних перетворень є створення належної системи надання державної фінансової підтримки інноваційної діяльності та оцінка ефективності реалізації відповідних державних заходів. Частка власних коштів у загальному обсязі фінансування інноваційної діяльності за 2010–2019 роки становить 78,66 відсотка, у тому числі за 2010–2012 роки – 58,72 відсотка, за 2013–2015 роки – 85,04 відсотка, за 2016–2019 роки – 88,82 відсотка. Частка коштів інвесторів нерезидентів у загальному обсязі фінансування

інноваційної діяльності за 2010–2019 роки становить 5,68 відсотка, у тому числі за 2010–2012 роки – 13,01 відсотка, за 2013–2015 роки – 5,11 відсотка, за 2016–2019 роки – 0,62 відсотка. Частка коштів з державного бюджету у загальному обсязі фінансування інноваційної діяльності за 2010–2019 роки становить 2,16 відсотка, у тому числі за 2010–2012 роки – 1,36 відсотка, за 2013–2015 роки – 1,71 відсотка, за 2016–2019 роки – 3,11 відсотка. Частка надходжень від інших джерел у загальному обсязі фінансування інноваційної діяльності за 2010–2019 роки становить 13,50 відсотка, у тому числі за 2010–2012 роки – 26,91 відсотка, за 2013–2015 роки – 8,14 відсотка, за 2016–2019 роки – 7,46 відсотка.

7. З метою підвищення результативності венчурного фінансування необхідним є удосконалення інфраструктури венчурної діяльності, механізму управління активами венчурних інноваційних фондів. Вагомим завданням є обґрунтування пріоритетів державного фінансування інноваційно-інвестиційних проєктів, які відіграють вагому роль у розвитку суспільства та спрямовані на розвиток інноваційної економіки та посилення безпеки держави, що зумовлює необхідність підвищення рівня дієвості органів державного управління у інноваційній сфері. Розвиток системи венчурного фінансування передбачає удосконалення форм державної підтримки венчурної діяльності, активізації інноваційно-інвестиційної складової розвитку економіки та створення умов для державної підтримки високоефективних інвестицій в інноваційні проєкти на основі дієвої оцінки рівня їх інноваційності.

8. Дієвість управління активами венчурних фондів сприятиме належному фінансовому забезпеченню діяльності пов’язаної із створенням та освоєнням інновацій. Державна фінансова політика у сфері венчурної діяльності має базуватись на принципах системного дослідження фінансово-економічних процесів, виваженості напрямів пріоритетності фінансування інноваційної діяльності з метою забезпечення економічної безпеки держави, стійкого економічного зростання та підвищення рівня і

якості життя населення. Важливим при цьому є орієнтація на інноваційний шлях розвитку вітчизняної економіки, створення умов для збереження та розвитку інноваційного потенціалу, удосконалення інституційного забезпечення у сфері венчурної діяльності, забезпечення взаємодії основних складових фінансової системи для забезпечення розвитку ринку венчурного капіталу, ефективне використання механізмів підтримки венчурної діяльності, удосконалення інфраструктури венчурного бізнесу, розробка пріоритетних проєктів державної інноваційної політики, забезпечення обґрунтованої структурної перебудови вітчизняної економіки.

9. Підвищення ефективності системи венчурного фінансування визначає необхідність обґрунтування принципів державного регулювання венчурних інвестицій, до яких доцільно віднести: стратегічна орієнтація розвитку інноваційної економіки; державна підтримка венчурної інноваційної діяльності; створення інституційних умов для розвитку системи венчурного фінансування та інфраструктури венчурної діяльності; забезпечення взаємодії фінансових інституцій у сфері розвитку інноваційної діяльності; ефективне використання механізмів венчурного фінансування; інформаційне забезпечення суб’єктів венчурної діяльності. Вагомими завданнями державної підтримки венчурної індустрії є створення умов для комплексного розвитку національної інноваційної системи; збільшення частки інновацій в валовому внутрішньому продукті; підвищення інвестиційної привабливості суб’єктів венчурної діяльності; інтеграція венчурної інноваційної діяльності з виробництвом; розвиток основних складових системи венчурного фінансування.

10. Вагомим є підвищення результативності венчурного фінансування, створення належних фінансових умов для забезпечення виконання органами державного управління покладених на них повноважень щодо регулювання ринку венчурного капіталу, удосконалення механізму оподатковування суб’єктів венчурної діяльності,

у тому числі щодо надання відповідних пільг. Доцільним є удосконалення системи венчурного фінансування з врахуванням світового фінансового інструментарію, створення дієвих стимулів для розвитку венчурних фондів та підвищення рівня відповідальності суб'єктів венчурної діяльності за зобов'язаннями які виникають в процесі венчурного фінансування.

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1

Загальний обсяг витрат за напрямами інноваційної діяльності промислових підприємств за 2000-2018 рр.

	Частка кількості інноваційно активних підприємств у загальній кількості промислових підприємств	Витрати на інновації	У тому числі за напрямами					
			дослідження і розробки	у тому числі		придбання інших зовнішніх знань	придбання машин обладнання та програмного забезпечення	інші витрати
				внутрішні НДР	зовнішні НДР			
	%	*млн.грн*						
2000	18,0	1760,1	266,2	X	X	72,8	1074,5	346,6
2001	16,5	1979,4	171,4	X	X	125	1249,4	433,6
2002	18,0	3018,3	270,1	X	X	149,7	1865,6	732,9
2003	15,1	3059,8	312,9	X	X	95,9	1873,7	777,3
2004	13,7	4534,6	445,3	X	X	143,5	2717,5	1228,3
2005	11,9	5751,6	612,3	X	X	243,4	3149,6	1746,3
2006	11,2	6160	992,9	X	X	159,5	3489,2	1518,4
2007	14,2	10821,0	986,4	793,5	192,9	328,4	7441,3	2064,9
2008	13,0	11994,2	1243,6	958,8	284,8	421,8	7664,8	2664,0
2009	12,8	7949,9	846,7	633,3	213,4	115,9	4974,7	2012,6
2010	13,8	8045,5	996,4	818,5	177,9	141,6	5051,7	1855,8
2011	16,2	14333,9	1079,9	833,3	246,6	324,7	10489,1	2440,2
2012	17,4	11480,6	1196,3	965,2	231,1	47,0	8051,8	2185,5
2013	16,8	9562,6	1638,5	1312,1	326,4	87,0	5546,3	2290,9
2014	16,1	7695,9	1754,6	1221,5	533,1	47,2	5115,3	778,8
2015	17,3	13813,7	2039,5	1834,1	205,4	84,9	11141,3	548,0
2016	18,9	23229,5	2457,8	2063,8	394,0	64,2	19829,0	878,4
2017	16,2	9117,5	2169,8	1941,3	228,5	21,8	5898,8	1027,1
2018	16,4	12180,1	3208,8	2706,2	502,6	46,1	8291,3	633,9

Додаток Б

Таблиця Б.1

Джерела фінансування інноваційної діяльності промислових підприємств за 2000-2019 рр., млн.грн.

	Витрати на інновації	У тому числі за рахунок коштів			
		власних	державного бюджету	інвесторів-нерезидентів	інших джерел
2000	1757,1	1399,3	7,7	133,1	217,0
2001	1971,4	1654,0	55,8	58,5	203,1
2002	3013,8	2141,8	45,5	264,1	562,4
2003	3059,8	2148,4	93,0	130,0	688,4
2004	4534,6	3501,5	63,4	112,4	857,3
2005	5751,6	5045,4	28,1	157,9	520,2
2006	6160,0	5211,4	114,4	176,2	658,0
2007	10821,0	7969,7	144,8	321,8	2384,7
2008	11994,2	7264,0	336,9	115,4	4277,9
2009	7949,9	5169,4	127,0	1512,9	1140,6
2010	8045,5	4775,2	87,0	2411,4	771,9
2011	14333,9	7585,6	149,2	56,9	6542,2
2012	11480,6	7335,9	224,3	994,8	2925,6
2013	9562,6	6973,4	24,7	1253,2	1311,3
2014	7695,9	6540,3	344,1	138,7	672,8
2015	13813,7	13427,0	55,1	58,6	273,0
2016	23229,5	22036,0	179,0	23,4	991,1
2017	9117,5	7704,1	227,3	107,8	1078,3
2018	12180,1	10742,0	639,1	107,0	692,0
2019	14220,9	12474,9	556,5	42,5	1147,0

Додаток В

Таблиця В.1

Впровадження інновацій на промислових підприємствах, 2000-2019 рр.

	Частка кількості підприємств, що впроваджували інновації (продукцію та/або технологічні процеси), в загальній кількості промислових підприємств, %	Впроваджено нових технологічних процесів, од	У т.ч. маловідходні, ресурсо-зберігаючі	Впроваджено виробництво інноваційних видів продукції (товарів, послуг), од	З них нові види техніки	Частка обсягу реалізованої інноваційної продукції (товарів, послуг) у загальному обсязі реалізованої продукції (товарів, послуг) промислових підприємств, %
2000	14,8	1403	430	15323	631	9,4
2001	14,3	1421	469	19484	610	6,8
2002	14,6	1142	430	22847	520	7,0
2003	11,5	1482	606	7416	710	5,6
2004	10,0	1727	645	3978	769	5,8
2005	8,2	1808	690	3152	657	6,5
2006	10,0	1145	424	2408	786	6,7
2007	11,5	1419	634	2526	881	6,7
2008	10,8	1647	680	2446	758	5,9
2009	10,7	1893	753	2685	641	4,8
2010	11,5	2043	479	2408	663	3,8
2011	12,8	2510	517	3238	897	3,8
2012	13,6	2188	554	3403	942	3,3
2013	13,6	1576	502	3138	809	3,3
2014	12,1	1743	447	3661	1314	2,5
2015	15,2	1217	458	3136	966	1,4
2016	16,6	3489	748	4139	1305	-
2017	14,3	1831	611	2387	751	0,7
2018	15,6	2002	926	3843	920	0,8
2019	13,8	2318	857	2148	760	1,3

Додаток Д

Таблиця Д.1

Капітальні інвестиції за видами активів, 2010-2019 рр., млн.грн.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
інвестиції в матеріальні активи	173662,8	231910,2	264853,7	239393,6	212035,1	254730,9	347390,5	432039,5	542335,1	600568,1
житлові будівлі	25753,7	26582,3	34256,0	36128,9	33177,0	45609,8	44864,9	53371,8	57395,9	58014,9
нежитлові будівлі	37156,6	49113,5	54772,7	45252,3	40859,7	43330,9	59398,3	65605,2	88846,1	100468,0
інженерні споруди	39062,6	57935,2	61380,3	51844,2	46599,3	50948,7	67517,1	78563,5	111314,8	149153,5
машини, обладнання та інвентар	54059,2	71771,4	77015,4	79032,9	68948,8	84423,2	123133,3	154721,7	187650,4	198455,3
транспортні засоби	11025,3	17014,0	27015,9	16246,8	13830,4	19650,0	36685,7	60123,9	73926,2	65870,8
земля	1182,2	2270,1	1755,4	1018,6	999,3	1441,8	1915,8	1994,0	1673,1	2230,0
довгострокові біологічні активи рослинництва та тваринництва	1797,2	2889,9	1780,1	2358,4	2034,2	2762,6	3162,7	3727,9	4528,3	5999,8
інші матеріальні активи	3626,0	4333,8	6877,9	7511,5	5586,4	6563,9	10712,7	13931,5	17000,3	20375,8
інвестиції в нематеріальні активи	6912,7	9375,8	8402,3	10479,8	7384,8	18385,5	11825,6	16422,0	36391,3	23410,8
з них										
права на комерційні позначення, об’єкти промислової власності, авторські та суміжні права, патенти, ліцензії, концесії тощо	3044,0	4101,9	3655,9	5631,5	2974,3	12457,8	4180,8	5717,7	23804,4	7309,4
програмне забезпечення та бази даних	2802,4	3254,0	3409,1	3477,6	3207,3	4908,4	6315,5	8196,4	9476,4	10215,3
Усього	**180575,5**	**241286,0**	**273256,0**	**249873,4**	**219419,9**	**273116,4**	**359216,1**	**448461,5**	**578726,4**	**623978,9**

Додаток Е

Таблиця Е.1

Капітальні інвестиції за джерелами фінансування за 2010-2019 рр.,млн.грн.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
коштів державного бюджету	10223,3	17376,7	16288,3	6174,9	2738,7	6919,5	9264,1	15295,2	22814,1	30834,5
коштів місцевих бюджетів	5730,8	7746,9	8555,7	6796,8	5918,2	14260,0	26817,1	41565,5	50355,5	56480,0
власних коштів підприємств та організацій	111371,0	147569,6	171176,6	165786,7	154629,5	184351,3	248769,4	310061,7	409585,5	408275,7
кредитів банків та інших позик	22888,1	36651,9	39724,7	34734,7	21739,3	20740,1	27106,0	29588,9	44825,4	67232,6
коштів іноземних інвесторів	3723,9	5038,9	4904,3	4271,3	5639,8	8185,4	9831,4	6206,4	1795,5	4663,9
коштів населення на будівництво житла	18885,9	17589,2	22575,5	24072,3	22064,2	31985,4	29932,6	32802,5	34645,7	32422,0
інших джерел фінансування	7752,5	9312,8	10030,9	8036,7	6690,2	6674,7	7495,5	12941,3	14704,7	24070,2
Усього	**180575,5**	**241286,0**	**273256,0**	**249873,4**	**219419,9**	**273116,4**	**359216,1**	**448461,5**	**578726,4**	**623978,9**

Додаток Ж

Таблиця Ж.1

Капітальні інвестиції за видами економічної діяльності за 2010-2019 рр.,млн.грн.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*	*10*	*11*
Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство	11062,6	16466,0	18883,7	18587,4	18795,7	30154,7	50484,0	64243,3	66104,1	59129,5
Сільське господарство, мисливство та надання пов'язаних із ними послуг	10817,7	16140,9	18564,2	18175,0	18388,1	29309,7	49660,0	63400,7	65059,4	58555,4
Лісове господарство та лісозаготівлі	177,8	283,1	281,4	383,4	381,0	788,5	777,1	768,9	980,3	548,7
Рибне господарство	67,1	42,0	38,1	29,0	26,6	56,5	46,9	73,7	64,4	25,4
Промисловість	55384,4	78725,8	91598,4	97574,1	86242,0	87656,0	117753,6	143300,0	199896,0	254196,2
Будівництво	29767,0	31990,8	40760,3	40796,2	36056,7	43463,7	44444,0	52176,2	55993,9	62346,6
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	18550,4	24067,9	24531,6	22190,3	20715,7	20662,9	29956,8	33664,8	51817,6	44173,7
Оптова та роздрібна торгівля автотранспортними засобами та мотоциклами, їх ремонт	1404,1	2709,8	1104,7	964,9	961,5	1469,0	1757,8	2825,7	3103,0	3466,9
Оптова торгівля, крім торгівлі автотранспортними засобами та мотоциклами	11996,0	14872,6	17514,4	15251,5	13245,2	13535,7	18258,0	22096,9	28840,1	22427,8
Роздрібна торгівля, крім торгівлі автотранспортними засобами та мотоциклами	5150,3	6485,5	5912,5	5973,9	6509,0	5658,2	9941,0	8742,2	19874,5	18279,0
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	19322,4	25498,2	32413,0	18472,6	15498,2	18704,0	25107,8	37943,5	50078,3	43792,8

Продовження Додатку Ж

1	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*	*10*	*11*
Наземний і трубопровідний транспорт	6725,5	8837,8	15076,9	4535,1	3916,2	8120,1	15931,1	22245,7	31005,7	24569,7
Водний транспорт	152,4	130,1	98,7	116,2	204,8	302,5	233,9	253,7	198,2	252,4
Авіаційний транспорт	614,9	841,0	774,3	536,1	410,2	647,8	616,1	1302,5	1527,7	1767,9
Складське господарство та допоміжна діяльність у сфері транспорту	11705,1	15538,2	16077,6	13073,7	10837,0	9529,4	8126,3	13757,7	16962,7	17143,5
Поштова та кур'єрська діяльність	124,5	151,1	385,5	211,5	130,0	104,2	200,4	383,9	384,0	59,3
Тимчасове розміщування й організація харчування	1033,2	1572,7	2264,9	1476,8	1482,0	1393,1	1477,9	2133,5	2675,1	2832,2
Тимчасове розміщування	679,1	1010,8	1534,7	872,2	867,1	890,2	756,1	1380,0	1473,0	982,9
Діяльність із забезпечення стравами та напоями	354,1	561,9	730,2	604,6	614,9	502,9	721,8	753,5	1202,1	1849,3
Інформація та телекомунікації	8625,8	9730,0	10167,7	9864,0	8175,1	22975,0	15651,2	18395,2	29884,9	21063,4
Видавнича діяльність, радіомовлення, телебачення	1923,8	2643,0	2775,0	2354,1	1840,8	2304,3	2820,9	3567,8	4744,6	5766,4
Телекомунікації (електрозв'язок)	6354,5	6506,8	6771,5	6875,4	5664,0	19536,4	10705,4	12776,8	21317,8	11734,4
Комп'ютерне програмування та надання інших інформаційних послуг	347,5	580,2	621,2	634,5	670,3	1134,3	2124,9	2050,6	3822,5	3562,6
Фінансова та страхова діяльність	5861,5	5972,3	7353,3	6646,8	6214,5	6448,0	7678,7	8055,3	10652,3	11246,3
Операції з нерухомим майном	9861,0	14598,9	12368,6	13550,4	11230,2	11899,0	19665,0	22505,6	27556,8	28147,2

Продовження Додатку Ж

1	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*	*10*	*11*
Професійна, наукова та технічна діяльність	4991,7	10491,9	9021,3	3621,3	2921,5	4065,2	6579,4	7965,3	10798,2	11912,4
Діяльність у сферах права та бухгалтерського обліку, архітектури та інжинірингу, технічні випробування та дослідження	4135,4	9069,0	7588,4	2669,6	2314,8	3244,4	4965,6	5562,1	7751,7	8301,6
Наукові дослідження та розробки	549,7	717,9	548,8	599,2	375,4	518,2	758,3	1110,2	1511,4	2057,6
Інша професійна, наукова та технічна діяльність	306,6	705,0	884,1	352,5	231,3	302,6	855,5	1293,0	1535,2	1553,2
Діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування	2973,8	3928,8	4973,9	4013,9	3565,1	6535,2	10009,2	12747,3	11837,8	11741,1
Державне управління й оборона; обов'язкове соціальне страхування	7769,9	11437,6	11692,8	7546,2	5808,0	13942,4	22380,8	32843,9	44597,8	54305,5
Освіта	1818,4	2090,7	1463,5	1030,5	820,9	1540,1	2257,3	3492,5	4460,0	4788,7
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	1920,1	2113,2	2707,2	1746,2	1223,9	2367,2	4479,0	6708,3	8138,8	9484,6
Мистецтво, спорт, розваги та відпочинок	976,7	1437,3	2598,0	2544,5	508,7	1044,3	969,9	1649,2	3663,2	4146,2
Надання інших видів послуг	656,6	1163,9	457,8	212,2	161,7	265,6	321,5	637,6	571,6	672,5
Усього	**180575,5**	**241286,0**	**273256,0**	**249873,4**	**219419,9**	**273116,4**	**359216,1**	**448461,5**	**578726,4**	**623978,9**

Додаток З

Таблиця З.1

Капітальні інвестиції за видами промислової діяльності за 2010-2019 рр., млн.грн.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*	*10*	*11*
Добувна промисловість і розроблення кар'єрів	15261,1	22097,7	22293,5	21624,8	20010,6	18466,3	22545,6	35552,2	53984,6	68520,8
Переробна промисловість	30151,9	42161,3	42276,8	44717,9	42474,4	46219,1	62223,3	73883,8	100869,7	105878,5
Виробництво харчових продуктів, напоїв і тютюнових виробів	8510,2	12061,5	13279,7	14941,3	13486,7	13548,5	21291,0	18927,6	30212,8	31888,5
Текстильне виробництво, виробництво одягу, шкіри, виробів з шкіри та інших матеріалів	479,9	539,4	371,6	481,5	623,0	987,0	1795,7	1882,3	1846,2	1492,3
Вироблення виробів з деревини, виробництво паперу та поліграфічна діяльність	1387,1	3596,4	2258,4	2433,9	2011,8	4031,1	4958,5	6840,6	7533,0	9994,4
Виробництво коксу та продуктів нафтоперероблення	1418,4	1602,5	1237,5	674,6	534,2	579,6	759,0	979,4	1502,8	1831,3
Виробництво хімічних речовин і хімічної продукції	2440,6	2767,7	3436,6	2653,6	2174,6	1679,7	1708,5	2980,7	2791,8	2488,1
Виробництво основних фармацевтичних продуктів і фармацевтичних препаратів	565,7	802,5	824,2	1073,0	1413,2	1622,8	1597,9	1878,6	2433,2	2425,1
Виробництво гумових і пластмасових виробів, іншої неметалевої мінеральної продукції	3801,7	4241,3	3790,0	4231,7	3989,0	3817,7	6255,1	10439,8	13132,3	10872,7

Продовження Додатку 3

1	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*	*10*	*11*
Металургійне виробництво, виробництво готових металевих виробів, крім машин та устаткування	6695,4	9787,0	9227,8	10875,0	11833,6	12470,0	14662,8	17829,1	26375,8	31093,2
Виробництво комп'ютерів, електронної та оптичної продукції	227,9	408,7	501,0	194,5	224,5	420,8	537,1	756,2	955,7	657,0
Виробництво електричного устаткування	663,5	632,7	673,4	1000,3	601,7	584,8	1402,3	1484,9	1899,8	1758,4
Виробництво машин та устаткування не віднесених до інших угрупувань	1581,7	2162,2	2781,5	2132,1	2020,8	1945,4	2318,3	3290,7	4057,0	3176,4
Виробництво автотранспортних засобів, причепів і напівпричепів та інших транспортних засобів	1680,2	2422,7	2815,4	3122,9	2627,7	3332,1	3388,1	4781,1	5577,8	5374,4
Виробництво меблів, іншої продукції; ремонт і монтаж машин і устаткування	699,6	1136,7	1079,7	903,5	933,6	1199,6	1549,0	1812,8	2551,5	2826,7
Постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря	9279,9	13475,1	25381,8	29309,5	22895,0	21347,2	30733,5	31020,5	41783,9	75612,3
Водопостачання; каналізація, поводження з відходами	691,5	991,7	1646,3	1921,9	862,0	1623,4	2251,2	2843,5	3257,8	4184,6
Промисловість	**55384,4**	**78725,8**	**91598,4**	**97574,1**	**86242,0**	**87656,0**	**117753,6**	**143300,0**	**199896,0**	**254196,2**

Додаток Й

Таблиця Й.1

Позиції України за основними складовими Індексу глобальної конкурентоспроможності

	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Здатність до інновацій	82	59	42	51
Якість науково-дослідних інститутів	67	43	50	60
Витрати компаній на наукові дослідження і розробки	66	54	68	76
Співпраця університетів та промисловості у дослідженнях та розробці	74	74	57	73
Державні закупівлі високотехнологічної продукції	123	98	82	96

Додаток К

Таблиця К.1

Позиції України за складовими Інноваційного індексу Bloomberg

	2015	2016	2017	2018	2019
Загальний індекс	33	41	42	46	53
Інтенсивність досліджень і розробок (витрати на НДДКР по відношенню до ВВП)	42	41	44	47	54
Продуктивність	-	50	50	50	60
Проникнення високих технологій (частка інноваційних компаній в загальній кількості підприємств)	35	36	34	32	37
Концентрація дослідників (число науковців на 1 млн жителів)	41	45	44	46	46
Виробництво з доданою вартістю (додана вартість виробництва по відношенню до ВВП)	50	46	47	48	58
Ефективність вищої освіти (частка випускників ЗВО в загальній кількості випускників освітніх установ)	5	5	4	21	28
Патентна активність Україна	10	28	27	27	35

Додаток Л

Таблиця Л.1

Структура витрат на виконання наукових досліджень і розробок, %

	Фундаментальні наукові дослідження	Прикладні наукові дослідження	Науково-технічні розробки
2010	26,83	19,61	53,57
2011	25,85	21,31	52,84
2012	27,76	21,48	50,76
2010-2012	26,81	20,80	52,39
2013	26,33	20,11	53,56
2014	25,84	19,84	54,31
2015	22,36	17,82	59,82
2013-2015	24,84	19,26	55,90
2016	19,30	22,21	58,49
2017	21,86	23,64	54,50
2018	22,40	21,27	56,33
2016-2018	21,19	22,38	56,44

Додаток М

Таблиця М.1

Динаміка основних показників інноваційного розвитку промисловості України

	Витрати на інновації, млрд грн	Частка витрат на інновації у ВВП,%	Частка інноваційно активних промислових підприємств у загальній кількості	Кількість впроваджених у виробництво нових технологічних процесів	Кількість венчурних угод	Кількість впроваджених видів інноваційної продукції
2010	8,05	0,75	13,77	2043	14	2408
2011	14,33	1,10	16,23	2510	29	3238
2012	11,48	0,82	17,41	2188	58	3403
2010–2012	***11,29***	***0,89***	***15,80***	***2247***	***34***	***3016***
2013	9,56	0,65	16,83	1576	71	3138
2014	7,70	0,48	16,07	1743	86	3661
2015	13,81	0,69	17,29	1217	66	3136
2013–2015	***10,36***	***0,61***	***16,73***	***1512***	***74***	***3312***
2016	23,23	0,97	18,86	3489	87	4139
2017	9,12	0,31	16,15	1831	89	2387
2018	12,18	0,34	16,42	2002	115	3843
2019	14,22	0,36	15,80	2318	111	2148
2016–2019	***14,69***	***0,50***	***16,81***	***2410***	***101***	***3129***

Додаток Н

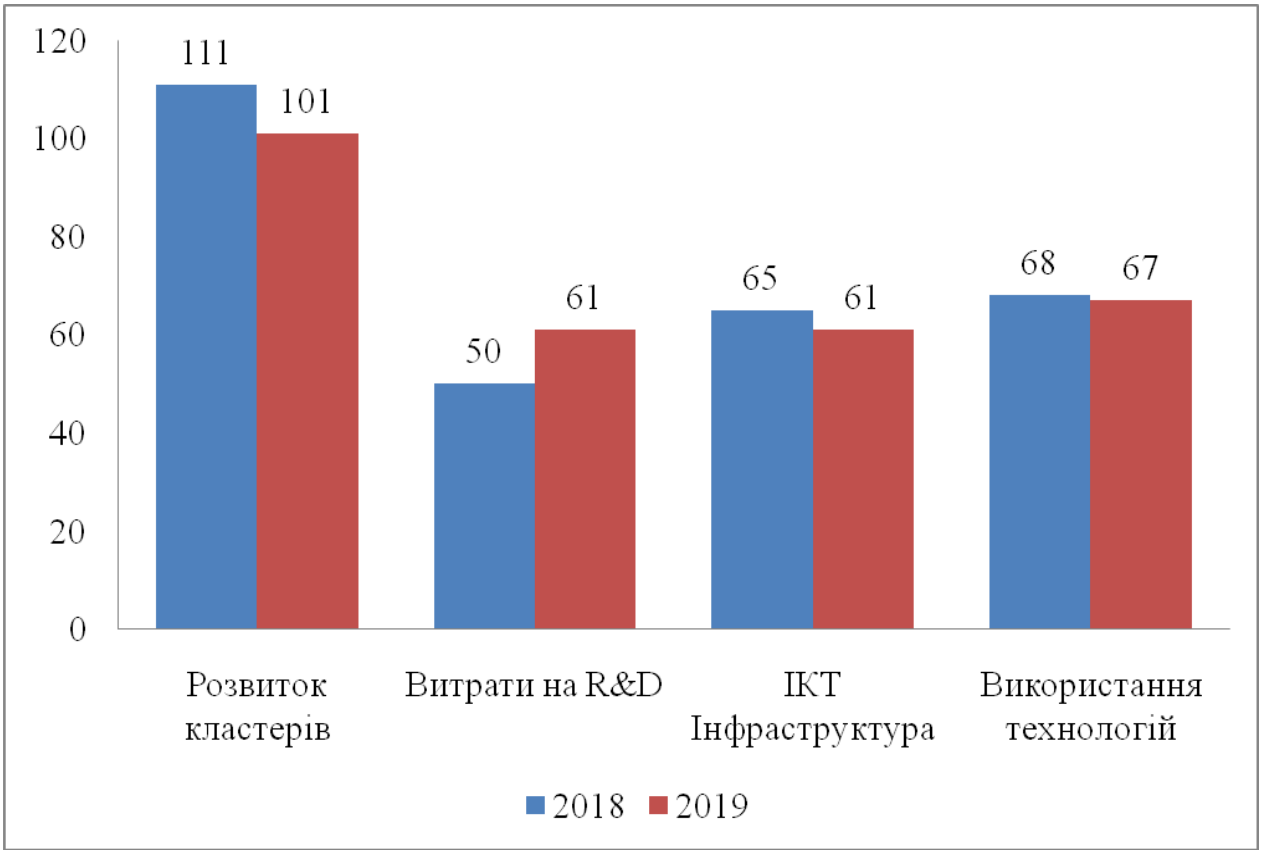


Рис. Н.1. Рейтинг України за показниками критерію “ринкові та нормативні можливості” у 2018-2019 рр.

Додаток П

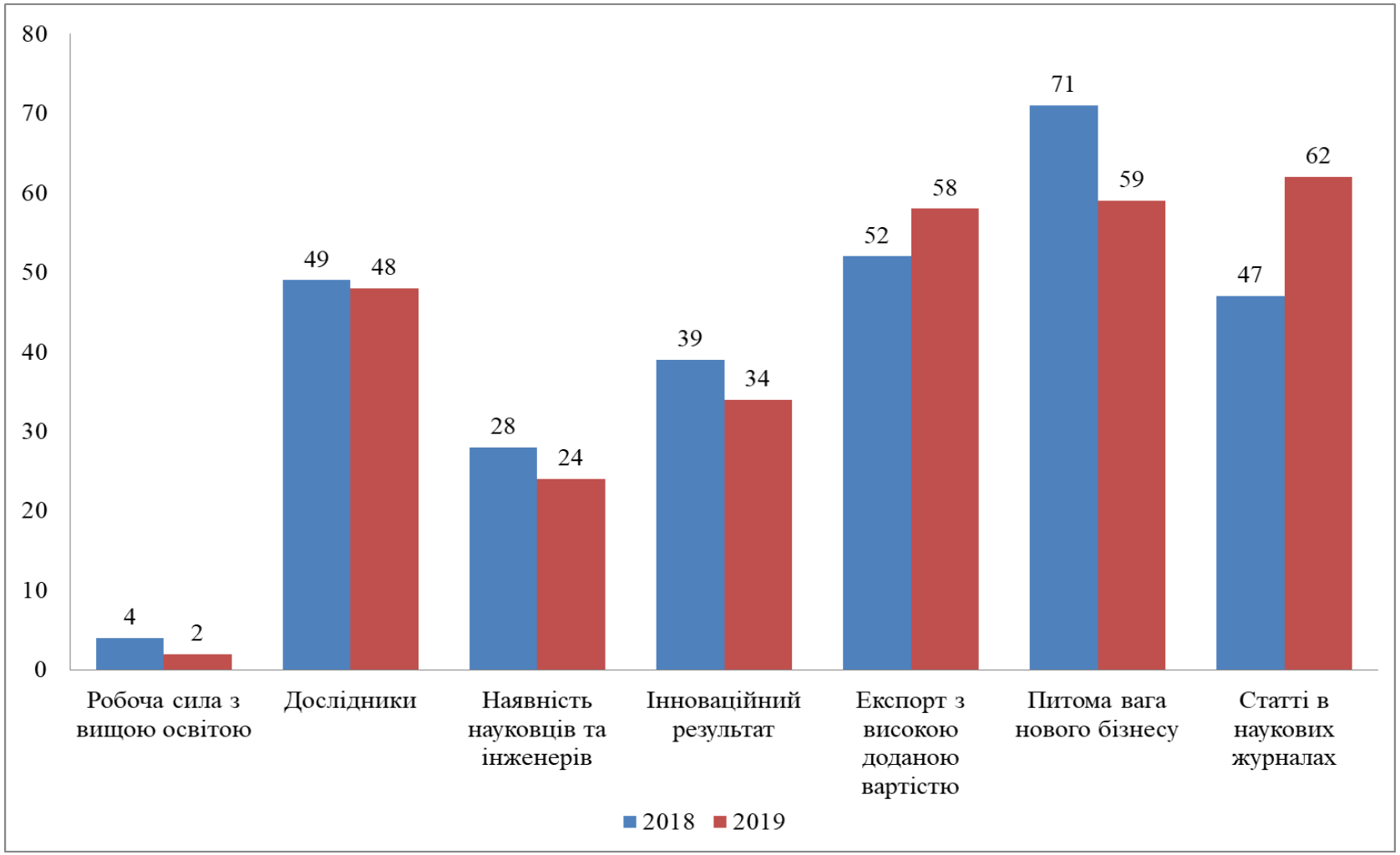


Рис. П.1. Рейтинг України за показниками критерію “глобальні знання” у 2018-2019 рр.

Додаток Р

Таблиця Р.1

Бюджетне фінансування інноваційної діяльності та трансферу технологій за стратегічними пріоритетними напрямами у 2016-2018 рр., тис. грн.

Пріоритетні напрями інноваційної діяльності	2016	2017	2018
Освоєння нових технологій транспортування енергії, впровадження енергоефективних, ресурсозберігаючих технологій, освоєння альтернативних джерел енергії	20101,96	15212,73	17094,31
Освоєння нових технологій високотехнологічного розвитку транспортної системи, ракетно-космічної галузі, авіа- і суднобудування, озброєння та військової техніки	6274,01	11710,93	18729,10
Освоєння нових технологій виробництва матеріалів, їх оброблення і з'єднання, створення індустрії наноматеріалів та нанотехнологій	16345,33	35979,56	45315,30
Технологічне оновлення та розвиток агропромислового комплексу	115563,30	151412,50	153444,23
Впровадження нових технологій та обладнання для якісного медичного обслуговування, лікування, фармацевтики	5023,95	4871,42	5356,06
Широке застосування технологій більш чистого виробництва та охорони навколишнього природного середовища	23687,27	29182,88	32213,93
Розвиток сучасних інформаційних, комунікаційних технологій, робототехніки	7562,39	10759,69	19299,91
Всього за пріоритетами	**194558,20**	**259129,71**	**291452,84**

Додаток С

Таблиця С.1

Активи та кількість венчурних Інститутів спільного інвестування (ІСІ) України

	Кількість компаній керування активами (КУА)	Активи в управлінні, млрд.грн.	Венчурні ІСІ, млрд.грн.		Кількість закритих недиверсифікованих венчурних ІСІ (корпоративні інвестиційні фонди)		Кількість закритих недиверсифікованих венчурних ІСІ (пайові інвестиційні фонди)	
			млрд. грн.	частка у загальній структурі активів управління,%	од.	частка у загальній кількості,%	од.	частка у загальній кількості,%
2010	339	105,9	97	91,60	72	6,59	755	69,08
2011	341	126,8	116,9	92,20	95	8,46	772	68,74
2012	353	157,2	145,9	92,82	144	11,80	829	67,95
2010-2012	**344,33**	**129,97**	**119,93**	**92,21**	**104**	**8,95**	**785**	**68,59**
2013	347	177,5	168,2	94,74	170	13,62	861	68,99
2014	336	214,9	202,9	94,40	160	13,49	846	71,33
2015	313	238,6	225,5	94,52	193	16,80	803	69,89
2013-2015	**332,00**	**210,33**	**198,87**	**94,55**	**174**	**14,64**	**837**	**70,07**
2016	295	232,7	222,1	95,48	237	20,90	765	67,46
2017	296	263,8	255,2	96,82	287	24,59	748	64,1
2018	296	313,3	296,6	94,65	363	29,51	742	60,33
2019	293	353,3	338,4	95,78	462	34,84	745	56,18
2016-2019	**295**	**290,78**	**278,08**	**95,68**	**337**	**27,46**	**750**	**62,02**

Додаток Т

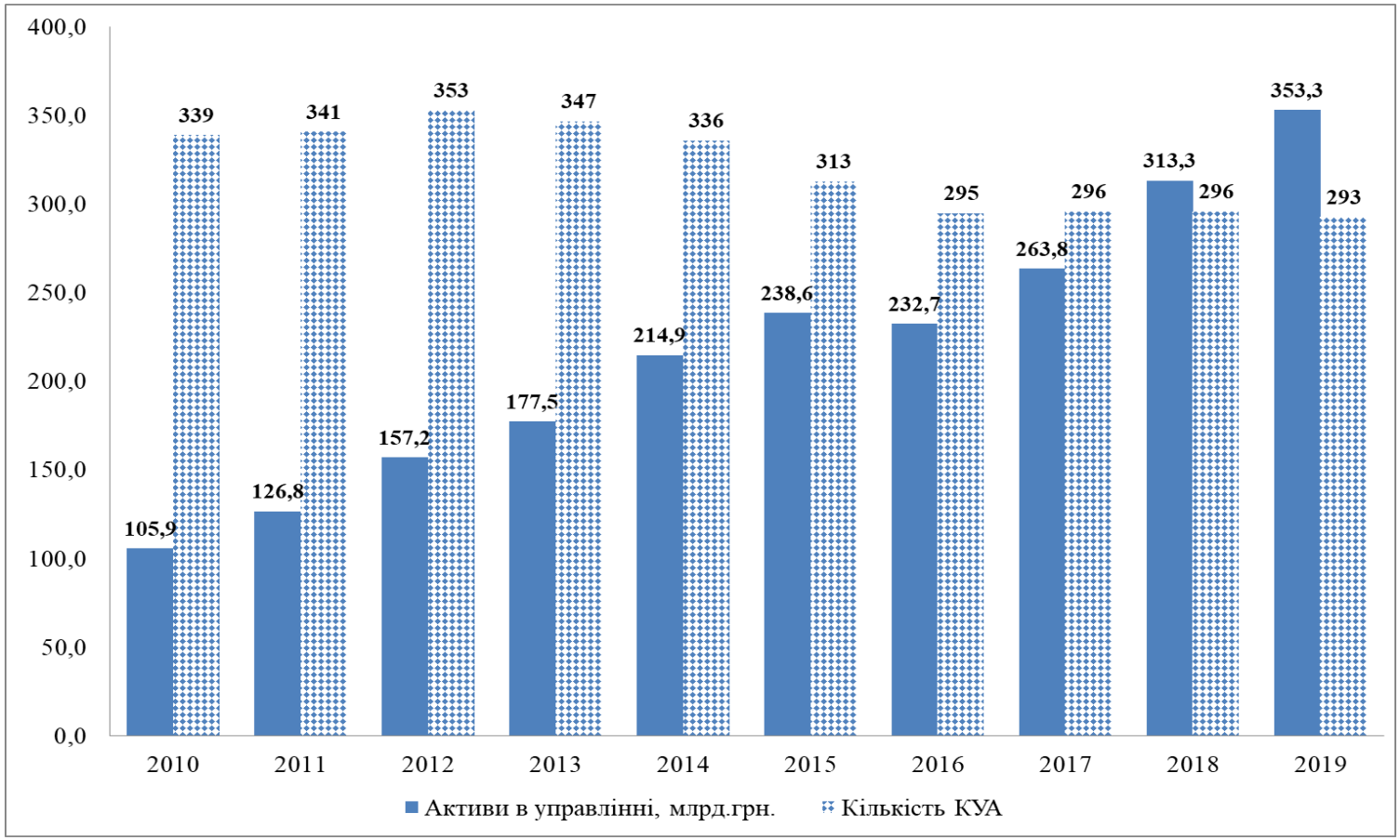


Рис.Т.1. Кількість компаній з управління активами та активи в управлінні

Додаток У

№ 98 « 15 » січня 2020р.

Довідка

про впровадження результатів

дисертаційного дослідження

Мосієвич Олени Олегівни

на тему:

«Венчурне фінансування в умовах економічних перетворень»

Основні положення та результати дисертаційного дослідження на тему «Венчурне фінансування в умовах економічних перетворень» було частково використано в роботі з проведення аналізу інвестиційного клімату України та умов для залучення інновацій містами в рамках реалізації їх стратегій сталого розвитку.

Зокрема було використано висновки даного дослідження, що вказують на фактори, які вливають на результативність венчурного фінансування, а також важливість потоку угод для вітчизняних інвесторів у венчурні проекти, що є вагомим чинником створення доданої цінності. Це дозволило визначити напрямки вдосконалення процесу фінансування інновацій з ціллю стимулювання розвитку венчурних інвестицій для забезпечення зростання інноваційної економіки.

Президент Академії,
кандидат економічних наук — Анна Шатковська

Додаток Ф

UVCA | UKRAINIAN VENTURE CAPITAL & PRIVATE EQUITY ASSOCIATION

Громадська Спілка
«УКРАЇНСЬКА АСОЦІАЦІЯ ВЕНЧУРНОГО ТА ПРИВАТНОГО КАПІТАЛУ»
Вул. Каменєва 4а, буд. 11, Київ, 01014, Україна

№1/20012020 «20» січня 2020р.

Довідка
про впровадження результатів
дисертаційного дослідження
Мосієвич Олени Олегівни
на тему:
«Венчурне фінансування в умовах економічних перетворень»

Основні положення та результати дисертаційного дослідження на тему «Венчурне фінансування в умовах економічних перетворень» було частково використано в роботі UVCA (Української асоціації венчурного та приватного капіталу). Були визначені фактори, що спонукають до інвестування, найбільше впливають на успіх та невдачу венчурних проектів. Досліджена ступінь застосування фінансових метрик у прийнятті інвестиційних рішень. Визначені найбільші виклики, які сьогодні стоять перед венчурною галуззю в Україні та світі. Як результат краще розуміння підходів венчурних інвесторів в створенні доданої цінності, оцінці проектів та ефективніше вибудовування стратегій венчурного фінансування.

Виконавчий Директор Ольга Афанасьєва

Додаток Х

«ЗАТВЕРДЖУЮ»

Віце-президент з наукової роботи та інформатизації

_____ Ярошенко І.О.

«14» _____ 2020 р.

«ЗАТВЕРДЖУЮ»

Віце-президент з науково-педагогічної роботи (навчальна робота)

_____ Ожоган В.М.

«14» _____ 2020 р.

ДОВІДКА

про впровадження у навчальний процес результатів дисертаційної роботи Мосієвич Олени Олегівни

на тему:

«ВЕНЧУРНЕ ФІНАНСУВАННЯ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНИХ ПЕРЕТВОРЕНЬ»

Дисертаційна робота Мосієвич О.О. виконана відповідно до плану науково-дослідних робіт кафедри фінансів факультету економічних наук Національного університету «Києво-Могилянська академія». Методичні розробки, запропоновані Мосієвич О.О. в дисертації, впроваджено в навчальний процес при підготовці навчально-методичних матеріалів з курсів: «Фінанси», «Інвестиції», «Інвестиційний менеджмент», «Фінансовий менеджмент», «Фінанси II (Фінансовий ринок)», «Ринок фінансових послуг» для студентів бакалаврської та магістерської програм факультету економічних наук Національного університету «Києво-Могилянська академія».

Зав. кафедри фінансів
факультету економічних наук,
д.е.н., професор _____ І.Г. Лук'яненко

Декан факультету економічних наук,
к.е.н., доцент _____ О. В. Гуменна

Вих. №35

Додаток Ч

Список публікацій здобувача

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Мосієвич О. О. Класифікація та методи врахування ризиків в моделях оцінки венчурних проектів. *Інноваційна економіка*. 2016. №11-12(66). С. 142–148. (0,4 друк. арк.)

2. Мосієвич О.О. Проблеми оцінки вартості компаній на ранніх етапах їх розвитку. *Інноваційна економіка*. 2017. №1-2(67) С. 142–146. (0,3 друк. арк.)

3. Мосієвич О. О. Фактори відбору венчурних проектів у рамках прийняття рішень інвесторами щодо венчурного фінансування. *Бізнес Інформ*. 2019. №4. С. 124–130. (0,4 друк. арк.)

4. Мосієвич О. О. Структурування угод при венчурному фінансуванні. *Бізнес Інформ*. 2019. №5. С. 169–173. (0,3 друк. арк.)

5. Мосієвич О. О. Використання фінансових метрик у рамках прийняття рішень інвесторами щодо венчурного фінансування. *Бізнес Інформ*. 2019. №8. С. 181–189. (0,5 друк. арк.)

6. Мосієвич О. О., Сєміколенова С.В. Підходи в оцінюванні компаній при венчурному фінансуванні. *Агросвіт*. 2020. №6. С. 93–103. (0,6 друк. арк.)

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:

7. Мосієвич О. О. Сучасні підходи в оцінці стартапів. *Сучасні тенденції в економіці та управлінні: новий погляд*: матеріали II міжнар. наук.-практ. конф. (м. Донецьк, 23-24 серпня 2013 р.). Східноукраїнський інститут економіки та управління. Донецьк: ГО «СІЕУ», 2013 С. 85–86. (0,1 друк. арк.)

8. Мосієвич О. О. Оцінка новоствореної компанії: як виміряти її потенціал. *Глобальні проблеми та світовий економічний розвиток*: матеріали XXIX міжнар. наук.-практ. конф. (м. Львів, 6-7 вересня 2013 р.). Громадська організація «Львівська економічна фундація». Львів: ЛЕФ, 2013. С. 69–70. (0,1 друк. арк.)

Продовження Додатку Ч

9. Мосієвич О. О. Сучасні тренди у венчурній індустрії. *Фінансово-економічний та суспільний світовий розвиток: сучасні тренди і перспективи*: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 25 січня 2017 р.). Київ: НАУКМА. 2017. С.72–74. (0,1 друк. арк.)

10. Мосієвич О. О. Інтелектуальний капітал в контексті інвестиційної оцінки венчурних проектів. *Nowoczesna edukacja: filozofia, innowacja*, doświadczenie. № 1(9). Lodz : Wydawnictwo Naukowe Wyższej Szkoły Informatyki i Umiejętności. 2018. P. 116–120. (0,2 друк. арк.)

11. Мосієвич О. О. Галузева спеціалізація при венчурному фінансуванні. *Стратегічні пріоритети розвитку економіки, фінансів, обліку та права в Україні та світі*: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м. Полтава, 3 жовтня 2019 р.). Полтава, ЦФЕНД, 2019. Ч. 3. С. 35–36. (0,1 друк. арк.)

12. Мосієвич О. О. Після-інвестиційна додана цінність венчурного інвестування. *Nastolem moderni vedy – 2019*: матеріали XV міжнар. наук.-практ. конф. (м. Прага, 22-30 вересня 2019 р.). Praha, Publishing House «Education and Science», 2019. С. 13–15. (0,1 друк. арк.)

13. Мосієвич О. О. Генерування потоку угод як фактор успіху у венчурній індустрії. *Научният потенциал на света – 2019*: матеріали XV міжнар. наук.-практ. конф. (м. Софія, Болгарія, 15-22 вересня 2019 р.). София, Бял ГРАД-БГ, 2019. С. 15–17. (0,1 друк. арк.)

14. Мосієвич О. О. Якості управлінської команди при венчурному фінансуванні. *Scientific horizons – 2019*: матеріали XV міжнар. наук.-практ. конф. (м. Шеффілд, Великобританія, 30 вересня – 7 жовтня 2019 р.). Sheffield, Science and education LTD. 2019. С.11–14. (0,2 друк. арк.)

15. Мосієвич О. О. Підвищення ефективності функціонування механізму венчурного фінансування. *Фінансова політика як складова економічного розвитку*: матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Київ, 15-16 квітня 2020 р.). Київ: Київ. нац. торг.-екон. ун-т. 2020. С. 21–23. (0,1 друк. арк.)

Продовження Додатку Ч

16. Мосієвич О. О. Особливості прийняття інвестиційних рішень венчурними інвесторами в умовах трансформаційної економіки. *Науковий прогрес на рубежі тисячоліть – 2020*: матеріали XVI міжнар. наук.-практ. конф. (Прага, 22-30 квітня 2020 р.). Прага, Чехія, Publishing House «Education and Science», 2020. Т.5. С. 40–42. (0,1 друк. арк.)

17. Мосієвич О. О. Венчурне фінансування в умовах трансформаційних змін української економіки. *Scientific Letters of Academic Society of Michal Baludansky*. 2020. №8. Vol.4. P.12-23. (0,8 друк. арк.)

Додаток Ш

Відомості про апробацію результатів дисертації

№ з/п	Назва конференції, місце та дата проведення
1	2
1.	Сучасні підходи в оцінці стартапів. *Сучасні тенденції в економіці та управлінні: новий погляд*: матеріали II міжнар. наук.-практ. конф. (м. Донецьк, 23-24 серпня 2013 р.)
2.	Оцінка новоствореної компанії: як виміряти її потенціал. *Глобальні проблеми та світовий економічний розвиток*: матеріали XXIX міжнар. наук.-практ. конф. (м. Львів, 6-7 вересня 2013 р.).
3.	Сучасні тренди у венчурній індустрії. *Фінансово-економічний та суспільний світовий розвиток: сучасні тренди і перспективи*: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 25 січня 2017 р.).
4.	Галузева спеціалізація при венчурному фінансуванні. *Стратегічні пріоритети розвитку економіки, фінансів, обліку та права в Україні та світі*: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м. Полтава, 3 жовтня 2019 р.).
5.	Після-інвестиційна додана цінність венчурного інвестування. *Nastolem moderni vedy – 2019*: матеріали XV міжнар. наук.-практ. конф. (м. Прага, 22-30 вересня 2019 р.).
6.	Генерування потоку угод як фактор успіху у венчурній індустрії. *Научният потенциал на света – 2019*: матеріали XV міжнар. наук.-практ. конф. (м. Софія, Болгарія, 15-22 вересня 2019 р.).
7.	Якості управлінської команди при венчурному фінансуванні. *Scientific horizons – 2019*: матеріали XV міжнар. наук.-практ. конф. (м. Шеффілд, Великобританія, 30 вересня – 7 жовтня 2019 р.).
8.	Підвищення ефективності функціонування механізму венчурного фінансування. *Фінансова політика як складова економічного розвитку*: матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Київ, 15-16 квітня 2020 р.).
9.	Особливості прийняття інвестиційних рішень венчурними інвесторами в умовах трансформаційної економіки. Науковий прогрес на рубежі тисячоліть – 2020: матеріали XVI міжнар. наук.-практ. конф. (Прага, 22-30 квітня 2020 р.).