

Міністерство освіти і науки України
Національний університет «Києво-Могилянська академія»
Факультет економічних наук
Кафедра економічної теорії

Кваліфікаційна робота

Освітній ступінь – бакалавр

На тему: «**ВЕНЧУРНЕ ФІНАНСУВАННЯ ЯК ФАКТОР
ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ**»

Виконав: студент 4-го року навчання,

Спеціальності

051 Економіка

Пізняк Дмитрій Юрійович

Керівник Сапачук Ю.М.,

Кандидат економічних наук

Рецензент Григор`єв Г.С.

Кваліфікаційна робота захищена

з оцінкою 84 (В) добре

Секретар ЕК Шинкар З.Є.

08 червня 2021р.

Київ – 20__

**ВЕНЧУРНЕ ФІНАНСУВАННЯ
ЯК ФАКТОР ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ**

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ.....	6
1.1 Сутність та значення венчурного капіталу для економічного розвитку.....	6
1.2 Напрями та методи венчурного фінансування в інноваційній сфері.....	16
РОЗДІЛ 2 АНАЛІЗ ПРОЦЕСУ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ В РОЗВИНУТИХ КРАЇНАХ.....	24
2.1 Зарубіжний досвід організації венчурного фінансування.....	24
2.2. Сучасна методологія розрахунку ефективності венчурного фінансування.....	31
РОЗДІЛ 3 НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ В УКРАЇНІ.....	41
3.1. Сучасний стан венчурного фінансування в Україні та напрями вдосконалення економічної політики уряду.....	41
3.2. Розвиток інституціонального середовища в контексті державного регулювання венчурного фінансування.....	52
3.3. Пропозиції щодо моніторингу та показників оцінювання венчурного інвестування	58
ВИСНОВОК.....	66
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	69

ВСТУП

Актуальність теми. В період економічних трансформацій діяльність венчурного фінансування є складовим чинником пришвидшення темпів економічного зростання, та трансформації до інвестиційно-інноваційної моделі розвитку економіки. Необхідним кроком для венчурного фінансування є налагодження процесів, а саме: створення інноваційної інфраструктури та створення інституційних умов для безперебійної роботи венчурних фондів. При обранні правильної стратегії розвитку венчурного фінансування, яка включатиме всі необхідні умови для функціонування інвестиційного ринку, допоможе в розвитку інноваційного виробництва, надання якісних послуг, як всередині так і за межами України. При побудуванні правильної політики в сфері інвестицій, це допоможе реалізувати та підвищити інвестиційну привабливість нашої країни, підвищить реалізацію проектів.

За умов економічної трансформації у 21 столітті, система венчурного фінансування є важливим елементом для зростання світової та вітчизняної економіки. Даний перехід до фінансування інноваційних проектів підвищує швидкість розвитку економіки та конкурентоспроможність. Для того аби венчурне фінансування було ефективним, необхідно створити інноваційну інфраструктуру та створити інституції задля захисту прав інтелектуальної власності. При створенні необхідних умов для отримання інвестицій дасть змогу отримати розвиток виробництва, надання якісних послуг.

Найвагоміші зарубіжні праці в сфері венчурного фінансування та інноваційного розвитку слід зазначити таких вчених: В. Годлі, Дж.Б'юкенена, А.Вагнера, М.Вілліса, Х-У. Деріг, Р. Холл, А. Бруно, І. Макміллан, Л. Рей, П.Гомперса, В.Горнелла, Р.Дорнбуша, С.Каплана, Дж. М. Кейнса, М. Маццукато, П. Кругмана, Дж. Лернера, Р. Масгрейва, Г. Мейера, В. Парето, К. Рау, С. Кін, Д. Рікардо, А. Сміта, М.Соренсена, М. Хадсон, Дж.Стігліца. Також це питання досліджували великий ряд українських вчених, таких як: О. Барановського, О. Вовчак, М. Туган-

Барановський, С. Волосович, О. Гаманкової, Ж. Гарбар, Н.Дибко, І.Запатріної, М.Кужелева, І.Лук'яненко, Л.Лисяк, І.Лютого, та інших.

Необхідним для досягнення мети, є запуск ефективного стимулювання інноваційних змін, а саме, інституційні зміни, покращення інфраструктури для створення інновацій, розвиток державної фінансової підтримки інвестиційних проектів. Також вагомим є створення стратегії та дорожньої карти системи венчурних інвестицій за досвідом країн з розвинутою економікою.

Предметом дослідження є теоретичні засади та наявні практичні механізми венчурних інвестицій для формування економічного розвитку.

Мета і завдання. Метою даної дипломної роботи є розкриття теоретичних засад, дослідження проблеми венчурних інвестицій в Україні та шляхи їх вирішення, аналіз світового досвіду та перейняття механізмів для вдосконалення вітчизняних.

Завданням роботи є:

- розкрити сутність венчурного фінансування як фактора економічного зростання;
- проаналізувати досвід венчурного фінансування у країнах із розвинутою економікою;
- визначити проблеми національного ринку венчурних інвестицій;
- запропонувати рішення відповідно до реалій сьогодення та економічного становища національної економіки, використовуючи іноземний досвід;

Об'єктом дослідження є система венчурного інвестицій як фактор економічного зростання.

Методи дослідження. Дослідження велючає велику сукупність багатьох методів та підходів. Використовувався метод теоретичного узагальнення венчурних інвестицій як інструменту економічного зростання. За використанням порівняльного методу досліджено досвід розвитку системи венчурних інвестицій у країнах із розвинутою економікою. Важливим

методом в роботі є економіко-статистичний аналіз – для дослідження динаміки, наслідків венчурних інвестицій та їх вплив на економічне зростання України.

Інформація використовувалась з офіційних інституційних джерел: статистичні дані Міністерства фінансів України, Міністерства розвитку економіки, УАВК, Державної служби статистики України наукові статті українських та іноземних вчених.

Практичне значення одержаних результатів. Теоретичні висновки пояснюють значення венчурного інвестицій як інструменту стимулювання економічного росту, мають практичне значення у розвитку інвестиційної діяльності, необхідність розвитку національної економіки, пришвидшення її зростання та створення конкурентоспроможних інноваційних виробництв.

Обсяг і структура роботи. Дипломна робота має: вступ, три розділи, висновок, список використаних джерел. Загальний обсяг становить 74 сторінки, основний зміст роботи викладено з 6-66 сторінку, список використаних джерел включає 62 найменування.

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ

1.1 Сутність та значення венчурного капіталу для економічного розвитку

Одним із найвагоміших інструментів стимулювання різноманітних процесів, у тому числі інвестиційних, є венчурне інвестування. Даний інструмент інвестування дозволяє мобілізувати та забезпечити необхідний рівень доступу індивіда до ресурсів фінансового характеру. Дані ресурси необхідні для того, аби розвинути інновації, а також підвищити конкурентоспроможність діяльності у сфері інновацій. Також, даний інструмент є методом регулювання інноваційної діяльності, який надає змогу узгоджувати потреби, а саме фінансові, різноманітних компаній, коли вони знаходяться на початкових етапах свого існування за вимогами, які вимагають інституційні та/або стратегічні інвестори. Венчурне інвестування є ефективним інструментом, коли необхідно залучити капітал в сектор економіки, пов'язаний з інвестуванням. Даний інструмент - ефективна система, коли необхідно обрати найбільш потенційні інноваційні проекти. Також, воно, венчурне інвестування, гарний інструмент стимулювання різноманітних процесів, у тому числі тих, котрі пов'язані з суспільним відтворенням, активізацією різноманітних діяльностей підприємства, що формується на об'єднанні рівня доходів із відповідними інвестиційними ризиками.

У майбутньому венчурне фінансування як єдина система буде потребувати розвитку. Даний факт веде до того, що інноваційна діяльність буде більше регулюватися органами державного самоврядування, розширить завдання і повноваження тих державних органів, що регулюють дану сферу. Також, органи державного регулювання можуть мати різний вплив на інноваційну діяльність, а також на ступінь розвитку інновацій на рівні

національної системи. Це буде залежати від двох основних факторів: ступеню розвитку інфраструктури, пов'язаної з інноваціями, є модель розвитку інноваційного сектору економіки.

Так певна частина вчених відзначає, що негативне становище венчурного фінансування в Україні є наслідком неефективної роботи органів державної влади на процеси становлення і функціонування венчурного підприємництва, є переконання, що ще однією з причин виникнення такої ситуації є також і різносторонність у проведенні досліджень теоретико-методологічних аспектів механізму венчурного інвестування, не доволі ефективна теоретична розробленість даної тематики. Адже якість управління визначається рівнем і повнотою вивченості об'єкта останнього.

Для визначення поняття венчурного капіталу, необхідно зрозуміти його місце та роль у структурі фінансового капіталу, тому для цього необхідно зрозуміти, що таке фінансовий капітал. За Карлом Марксом, «фінансовий капітал це єдність промислового, торговельного та позичкового за домінування промислового капіталу».[58] В свою чергу Алексеєнко Л.М. розкриває поняття, що «фінансовий капітал – це грошові кошти і виражена в грошовій формі частка матеріальних, нематеріальних та фінансових активів, що нагромаджують суб'єкти фінансової діяльності з різних джерел для забезпечення економічних умов здійснення підприємницької діяльності з метою отримання прибутку»[59].

В наш час особливо важливим є ефективне поєднання фінансового капіталу та людського капіталу, який формується з досвіду та управлінських умінь, це є наслідком постійної турбулентності в національній та світовій економіці, волатильність фондових індексів за останні роки, а також розвиток нових цифрових валют. В свою чергу такий мікс фінансового та людського капіталу дає появу нового виду капіталу – венчурний.

Поняття «венчурний капітал» походить із слова «венчур», що в перекладі з англійської мови означає «ризикова (небезпечна) чи смілива дія, початок чогось». Даний термін означає, що під час інвестування капіталу

існують певні видимі чи невидимі ризики. Інвестор завжди повинен оцінювати власні можливості і розуміти, чим він може ризикувати для досягнення необхідної мети.

Деякі схеми венчурного фінансування використовувались у першій половині 20 століття, але бурхливий розвиток венчурного капіталу відбувся лише в США після Другої світової війни.

У середині 20 сторіччя у Гарвардському університеті було записано перше офіційне визначення поняття «венчурний капітал». Даний термін був коротким та мав такий зміст: «ризиковий капітал, призначений для інвестування в молоді та новостворені компанії» [2].

З часом, економісти із США мали змогу виділити іншу особливість поняття венчурного капіталу. Ідея полягала у тому, що подібний тип інвестування є важливим для тих компаній, або ж фінансових установ, котрі, з певних причин, не мали змоги скористатися іншими джерелами інвестування (банківські кредити, лізинг, стратегічне партнерство і так далі). Один із найвідоміших дослідників венчурного капіталу, американський економіст Клінтон Річардсон розкрив поняття «венчурний капітал це - 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» [3]. З іншого боку, ще один американський економіст Х.-У. Дерига визначив, що «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» [4].

Капітал з високим ризиком та інвестиції в інновації та розвиток (часто їх спільно називають венчурним капіталом) стають дедалі важливішими макроекономічними інструментами, які можуть пришвидшити впровадження у виробництво новітніх наукових досягнень, стимулювати розвиток науково-технічних програм та економічного зростання. Країни з добре розвиненими

ринками венчурного капіталу (США, Японія, Німеччина, Великобританія та Нідерланди) є вагомим доказом того, що ці країни стали світовими лідерами у галузі технологій та найбільшими експортерами високотехнологічної продукції.

Оскільки венчурний капітал може сильно і позитивно вплинути на прискорення інноваційного процесу, він відіграє важливу роль у впровадженні передових науково-технічних інновацій у мікроелектроніці, інформатиці, біотехнологіях та інших наукоємних галузях.

Відповідно до трактування Європейської асоціації венчурного капіталу (EVCA - European Venture Capital Association), венчурний капітал характеризується, як пайовий капітал представлений певними фінансовими компаніями, які інвестують свої кошти в стартапи та розвиваються завдяки інвестиціям і інноваціям [5].

Роботи економістів східної Європи І. Дворжака, Дж. Робота Кочишової та П. Прогазки [6] наочно показують роль венчурного капіталу у створенні нових компаній або реорганізації існуючих компаній. На основі емпіричного аналізу венчурного капіталу в англосаксонській моделі (США, Канада, Великобританія) та інноваційного капіталу в Західній Європі автор зосереджується на впровадженні венчурного капіталу з високим ризиком та технологічних інноваціях. Отже, можна підсумувати, що європейські економісти вважають, що венчурне фінансування може застосовуватись в компанії, які знаходяться на різних стадіях залучення капіталу, починаючи від ранньої стадії, де кошти потрібні на розвиток процесів в компанії, так і на пізніх стадіях для поглинання компаній або ж виходу на фондовий ринок.

Вчені економісти В.А. Воронцов і Л.В. Івіна зазначають, «венчурні інвестиції включають високу ступінь ризику, але одночасно обіцяють високу дохідність» [7]. Вони зазначають венчурні інвестиції «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» [8].

Отже, ми можемо зрозуміти, що дані визначення фокусують увагу на отримання прибутку.

Доповнюючи попередні визначення вчена Г. Семенцева пояснює венчурний капітал як: «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» [9]. З даного визначення стає зрозумілим, додаткова особливість венчурних інвестицій, а саме: інвестори приймають участь в роботі компанії на проміжку певного часу.

Коли в Україні почали з'являтися найперші венчурні фонди сутність венчурних інвестицій та капіталу розумілось іншим способом, а саме: в класичному виразі венчурний капітал пов'язували з інвестиціями у молоді стартапи або ж ефективними інноваційними бізнес моделями, то в Україні це сприйнялось та перейшло в практику як інвестування коштів в проекти, які змогли довести свою ефективність на певному часовому проміжку. Сологуб А. дає власне пояснення венчурного капіталу: «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» [10].

Для того, щоб зрозуміти як саме обирають компанії, які саме критерії вибору використовують для інвестування та зрозуміти цілі, які переслідує венчурний капіталіст треба звернутись до економічних вчених. Американський економіст Д. Фішер пояснює, «венчурний капітал – це засіб для створення і фінансування успішних молодих компаній, що мають перспективи швидкого зростання» [2]. Ще один американський економіст Д. Фабозці зазначає, «венчурний капітал – це капітал, призначений для

інвестицій в новий щойно створений бізнес з привабливими перспективами зростання, що не має доступу на фондовий ринок» [11]. Вчені демонструють дуже важливу річ та зазначають один із ключових критеріїв для інвестування, а саме: можливість росту про інвестованої компанії. Також дане визначення підтверджують провідні західні організації: американська національна асоціація венчурного капіталу (NVCA) і європейська асоціація венчурного капіталу (EVCA). NVCA пояснює, що «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 замінити конкурентоспроможних гравців на регіональних, національних або міжнародних ринках» [12].

Зі свого боку, українська асоціація інвестиційного бізнесу дає таке пояснення венчурного капіталу «як довгострокові та ризикові інвестиції у фірми, чиї акції не обертаються у вільному продажі на фондовому ринку, а повністю розподілені між акціонерами» [13]

Важливим економічним рішенням в формуванні венчурного фінансування є «Закон Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», котрий Верховна Рада України прийняла в 2001 році, що пояснює «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»[14].

Важливою характеристикою венчурного капіталу є його залежність від стадії інвестування в компанію, адже в залежності від стадії, яку проходить компанія, адже стадії залежать від процесів, які відбуваються в компанії, що в свою чергу впливає на спеціалізацію інвесторів, які інвестують на даній стадії. Підводячи короткий підсумок вищевикладеного матеріалу, допомагає нам

зрозуміти, що венчурне фінансування це не просто вкладання коштів, а надзвичайно складна діяльність контролю та їх управління

Проаналізувавши наведені визначення дозволяє нам зрозуміти головні характеристики венчурного капіталу:

- венчурний капітал фінансує стартапи з високим ризиком (переважно, в інноваційні проєкти);
- венчурні кошти вкладаються для отримання високої норми прибутку;
- венчурні інвестори виступають учасниками в діяльності компанії на певному часовому проміжку;
- венчурні інвестори вкладають не лише кошти, а й власний досвід;
- венчурний капітал інвестується на різних стадіях розвитку компанії та її бізнес процесів;

Визначивши значення венчурного капіталу допомагає нам почати з'ясування його значення та вплив на стан економіки сьогодення. Під час визначення як саме венчурний капітал вплинув на сучасний економічний розвиток треба зазначити такі моменти :

- переважна частина технологічних революцій була започаткована компаніями, які були про інвестовані венчурними фондами, це такі стартапи: як DEC, Apple, Federal Express, Cisco, Space X, Tesla, Airbnb, Neuralink, Revolut, Amazon, Google;

- венчурний капітал розвиває ті сфери діяльності, які найбільш бурхливо розвиваються, дав поштовх для прогресу в нових сферах діяльності, таких як персональні комп'ютери (ПК), біотехнології, штучний інтелект, віртуальну реальність, електрокари, смартфон, екомерс;

- стартапи, які були профінансовані, створюють велику кількість робочих місць, засновують нові види спеціальностей, що в свою чергу трансформує класичну систему освіти;

- венчурні інвестиції використовуються на розвиток нових товарів та послуг, розробку нових технологій для виробництва, просування, збільшення кількості продаж, завоювання нових ринків, рекрутинг сильнішої команди, в

свою чергу це все призводить до росту вартості компаній, в які вкладають кошти.

Коротко підсумовуючи, венчурні інвестиції – це джерела надходження коштів, управлінський досвід, в обмін на це, інвестиційному фонду передається в управління певний відсоток компанії, які в свою чергу мають великий потенціал на світовому ринку, та очікування надзвичайно великих прибутків від вкладених коштів у розвиток компанії, при цьому маючи занадто великий ризик до провалу. Діяльність венчурних фондів не обмежується винятково на надзвичайно інноваційних компаніях, вона також в себе включає традиційні ринки, адже навіть там можна отримати надприбуток, при зміні бізнес процесів, проведення бенчмаркінгу між галузями.

Виділяють такі основні функції венчурного капіталу:

- науково-виробнича - венчурний капітал інвестується для покращення технічного прориву і розвиток інновацій;
- розповсюдження та продаж науково-технічного виробу, з метою отримання прибутку;
- венчурний капітал впливає на економіку таким чином, що пришвидшує час проходження стадій «наука (розробка тестового варіанта інноваційного продукту) – виробництво (початок масового використання) – ринок (масовий продаж товару, як на внутрішній та зовнішній ринок, з метою отримання прибутку)»;
- венчурний капітал виступає «страховкою» для діяльності маленьких стартапів, які лише починають свою інноваційну діяльність;
- венчурне інвестування має функцію двигуна, який дозволяє розвивати науково-технічний прогрес та створення інноваційних компаній.

Виходячи з усього вищеперерахованого, найголовніше значення венчурного капіталу є те, що він є фінансовим ресурсом, який забезпечує та розвиває науково-технічну діяльність, яка включає в себе доволі великі ризики невдач і водночас можливість отримання надзвичайних прибутків .

Венчурні інвестиції виступають одним із найголовніших інструментів розвитку інновацій в країні, беручи за основу вкладення грошових коштів в інноваційні сфери економіки країни, що дозволяє підвищити конкурентоспроможність країни та її соціальний рівень населення. Найголовнішою запорукою успіху системи венчурного фінансування є правильне встановлення необхідних механізмів, які підвищують рівень інвестицій в усі сфери економіки. Важливою складовою для створення ефективної системи венчурного фінансування є робота над покращенням інституційної діяльності, що покращить загальну конкурентоспроможність економіки в усіх галузях.

Система венчурного фінансування є залежною як від внутрішніх так і зовнішніх чинників. Одним із основних рішень проблем, вітчизняного ринку венчурного капіталу, перейняття іноземного досвіду, що буде ефективно впливати на наш ринок. Для того, щоб побудувати ефективну конкурентоспроможну економіку нашої країни, необхідно здійснити трансформацію сфері державного фінансування стартапів, молодих компаній в усіх сферах економіки. Важливим пунктом змін є покращення системи відбору, оцінки інвестиційних проектів з використанням необхідних індикаторів, що буде включати в себе всі необхідні світові тренди і особливості національної економіки.

Венчурні інвестиції несуть в собі надзвичайно великий ризик, адже існує вірогідність втрати вкладених коштів в процесі діяльності компанії, тому кошти, які були вкладені в проект, не будуть повернені, навіть за умови ліквідації та продажу виробничих потужностей, не зможе покрити витрати. Існує закономірність у венчурній діяльності, чим більший потенційний прибуток може принести компанія, тим більше необхідно вкласти коштів в інвестиційний проект. Виходячи з цього, головним пріоритетним завданням венчурного інвестора є пошук найбільш прибуткових та перспективних проектів та вміти бачити та виявляти проекти, які несуть в собі великий ризик та маленький потенціал росту, для того щоб зберегти свій капітал..

Для розвитку венчурного фінансування найважливішим є: а) існування швидкозростаючих галузей (залежно від зростання всієї економіки); б) перспективи розвитку однієї компанії (остання повинна забезпечити зростання капіталу 30-50%); в) Повний рівень розвитку фондового ринку створив умови для первинного публічного розміщення акцій (ІРО).

Виступаючи новою функціональною формою фінансового капіталу, венчурне фінансування має ряд особливостей:

- фінансові ресурси інвестуються у венчурні компанії без гарантій ризику;
- інвестиції надаються безоплатно (безвідсотково), тобто венчурний капітал використовується не як позика, а у формі частки законного капіталу компанії;
- надайте ризиковий капітал відповідно до стадії (фази) життєвого циклу компанії;
- інвестиції цей інструмент має значні ризики, але його можна компенсувати за рахунок отримання додаткового прибутку;
- венчурні інвестори змушені очікувати довгострокової віддачі від інвестицій;
- повертати кошти венчурним капіталістам, коли цінні папери виходять на публічний ринок, і це залежить від частки наданих коштів;
- фінансова організація стає співвласником компанії венчурного капіталу, а надані засоби - внесок капіталу в законний капітал підприємства - це частка останніх засобів;
- венчурні капіталісти не тільки вкладають гроші, але й вкладають у навички управління [15].

Щоб знайти джерела фінансування, новостворені інноваційні компанії або дрібні підприємці-винахідники, винахідники, вчені та інженери намагаються реалізувати свої початкові ідеї та перспективні розробки та звертаються до венчурного фінансування, оскільки отримують кошти з інших зовнішніх джерел.

На початку (перша фаза) венчурного фінансування буде залучено інвесторів. Традиційно приватні інвестори, пенсійні фонди, страхові компанії, комерційні та клірингові банки, різні державні установи, університети та міжнародні організації робили значний внесок у фінансування ризиків.

Також на цьому етапі вибір та оцінка реалізації проекту є важливою передумовою для досягнення фінансовим успіхом венчурних капіталістів, оскільки було вкладено 10 компаній: 3 невдалих, 3 із середньою віддачею, 3 з високим прибутком та лише одна, більш вигідна [16].

Після залучення певної суми збір коштів припиниться та розпочнеться його інвестування.

З метою мінімізації ризику фінансування ризику, коли кожен наступний етап розвитку компанії базується на успіху попереднього етапу, він буде використовувати невелику (часткову) форму фінансових ресурсів для поступового забезпечення. Отже, тип і характер венчурного фінансування залежать від різних етапів життєвого циклу венчурного підприємства.

Початкове фінансування (другий етап венчурного капіталу) тривалістю 1-2 роки передбачає фінансування НДДКР. На цьому етапі проводять остаточну перевірку.

1.2 Напрями та методи венчурного фінансування в інноваційній сфері

Розглядаючи ризикові інвестиції в систему інноваційних процесів в економіці, слід зазначити, що вони не лише тісно пов'язані з інноваціями. Це ключовий фактор інноваційного процесу. Технологічна революція, яка призвела до змін у всій економіці, очолили компанії, підтримані венчурним капіталом. Наприклад, фінансується венчурний капітал компаній, що

очолюють нове покоління комп'ютерних технологій (персональні комп'ютери, програмне забезпечення тощо).

Ринок венчурного капіталу поділяється на формальний (інституційний) та неформальний сектори. Інституційний сектор в основному представлений фондами венчурного капіталу, тоді як неформальний сектор представлений окремими інвесторами.

На основі розуміння загальної тенденції діалектики у розвитку форм капіталу розглядаються методологічні методи визначення економічних наслідків використання венчурного капіталу.

Виникнення та динамічний розвиток венчурного капіталу пояснюється величезним комерційним потенціалом підприємств для інновацій. Існування професійних менеджерів, які оцінюють перспективи розвитку інноваційної галузі та розглядають це як зв'язок між венчурним капіталом та його конкретними програмами; великі депозитні ресурси інституційних та приватних інвесторів; висока спроможність та відшкодування на споживчому ринку у компанії венчурного капіталу здатність продуктів.

Ці умови є необхідними та достатніми для розвитку та використання венчурного капіталу для інноваційного фінансування. І теоретично, і практично необхідно з'ясувати сутність та зміст венчурного капіталу та його оцінку умов та факторів його формування та використання.

Інновації повинні бути настільки новими, щоб мати справу з ризиками, пов'язаними з майбутньою комерціалізацією для залучення прибутку. Якщо ви розумієте практичність інновацій та споживчі характеристики, то інновації можуть досягти визнаної на ринку новизни, яка повинна бути новою, нетрадиційною та привабливішою за існуючі подібні товари. Однак головним напрямком використання венчурного капіталу є комерційна ефективність інновацій.

Другою характеристикою венчурного капіталу є вплив людського фактору, тобто поєднання фінансового капіталу та інтелектуальних ресурсів.

Поєднання фінансового капіталу та людського капіталу у венчурному

капіталі не лише передбачає використання знання робочої сили, а й перетворює її на інвестиційний процес.

Активна участь венчурних інвесторів на всіх етапах реалізації проекту підтверджує, що символ венчурного капіталу - пропорційне поєднання фінансових та інтелектуальних ресурсів може мати синергетичні ефекти.

Ще однією характеристикою венчурного капіталу є його ризик. Дійсно, реалізація підприємницьких проектів венчурного капіталу, ймовірно, не дозволить отримати очікувану можливість отримання прибутків або збитків. Ризики існують у будь-якому виді бізнесу, який використовує звичайний фінансовий капітал.

Отже, характеристикою венчурного капіталу є не тільки ризик його використання, але й вищий сукупний ризик порівняно з іншими формами капіталу. Повний ризик інновацій - це більшість, інвестиційний ризик і постійна зміна цих ризиків у технологічних інноваціях ризики.

Іншою характеристикою ризиків проектів, що фінансуються венчурним капіталом, є те, що ці ризики повинні бути пов'язані з високими очікуваними результатами бізнесу та високим рівнем прибутковості. Дослідження показують, що близько 15% ризикованих компаній зазнають фіаско, 25% з яких втрачають більше свого доходу, 30% компаній вважаються збитковими, і лише 30% ризикованих компаній отримують прибуток, який може компенсувати збитки від інших ризиків. Отже, характеристики венчурного капіталу можна розглядати як об'єктивне очікування високого фінансового ризику, а не просто ризику.

Однією з характеристик венчурного капіталу також можна назвати розподіл коштів на інноваційні бізнес-проекти та різницю в прибутковості на різних етапах життєвого циклу. Фінансування венчурного капіталу можна розділити на кілька етапів. Вони приблизно відповідають різним стадіям життєвого циклу компанії або інвестицій. Кожен із цих етапів має проблеми, що вимагають певних професійних технічних рішень. Цей перехід стадії життєвого циклу у венчурний капітал дозволяє нам визначити стадії циклу

використання венчурного капіталу (рис. 1.1).

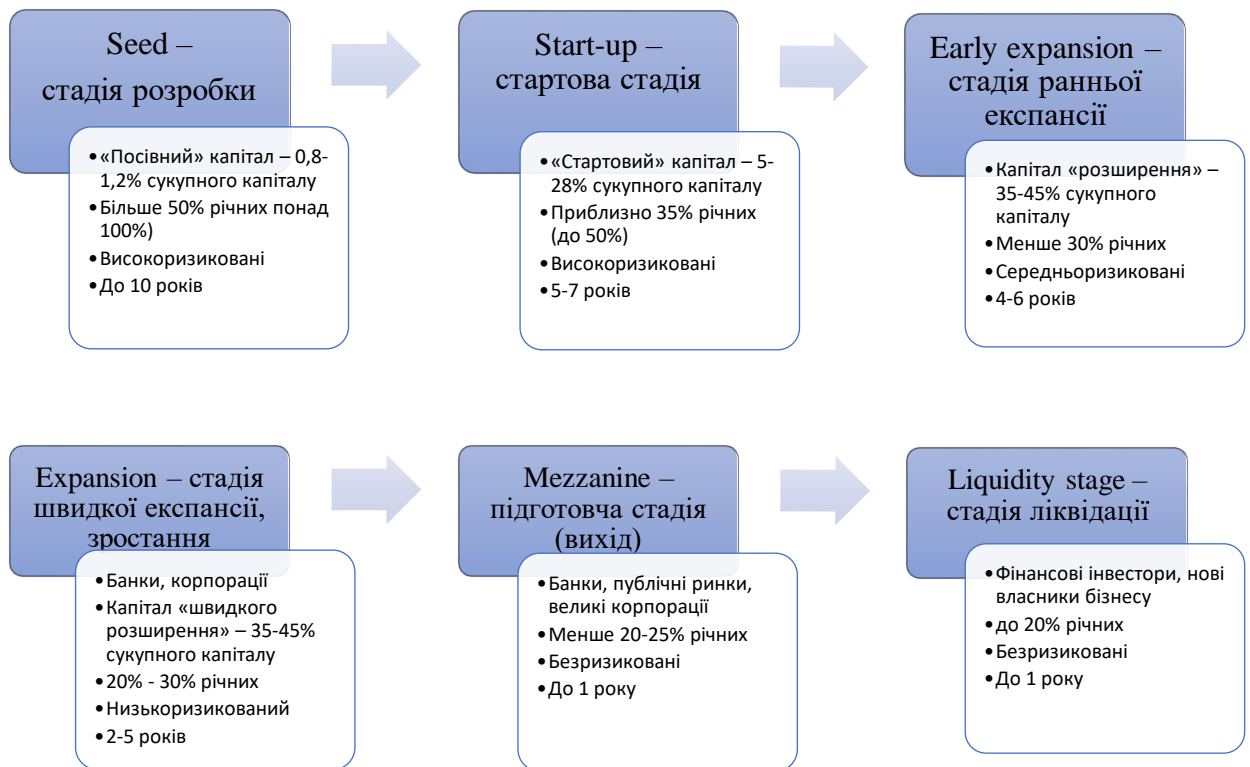


Рис. 1.1 – Стадії життєвого циклу венчурного капіталу

Джерело:[23]

Різні етапи життєвого циклу венчурного капіталу та науково-технічні проекти мають різні джерела фінансування, і кожен етап має свій спеціальний венчурний фонд.

Це призводить до дуже важливої особливості венчурного капіталу, яка пов'язана з децентралізацією інноваційних проектів та поетапним фінансуванням. Поступово використовуйте фінансування для інших форм інвестицій, включаючи позики. Коли інвестори по-різному ставляться до інвесторів венчурного капіталу, особливістю венчурного капіталу є поєднання диверсифікації (на різних стадіях) та поетапності (на одній стадії).

На перших чотирьох етапах заходу надання коштів (на професійній основі) підприємству полягає у здійсненні фінансування ризиків. Інвестори, які інвестують на першому етапі, зазнають найбільшого ризику. Тому

інноваційні джерела фінансування можна розділити на власні, позикові та позикові.

Система інвестування інноваційної діяльності являється досить складним процесом із-за існування різних форм та джерел фінансування. Безпосередньо найосновнішими джерелами фінансування інноваційної діяльності є:

1. Державні інвестиційні ресурси (бюджетні фонди, позабюджетні фонди, державні позики, акції, державне майно).

2. Інвестиції комерційних утворень та громадських організацій, приватних осіб тощо комерційного та некомерційного характеру, особливо фінанси та ресурси. Це інвестиційні ресурси колективних інвесторів, особливо страхових компаній, інвестиційних фондів та приватних пенсій. Сюди також входять власні кошти підприємств, а також кредитні ресурси, спеціально дозволені комерційними банками, іншими кредитними установами та державними інвестиційними банками.

При венчурному інвестуванні виділяють кілька стадій фінансування бізнесу (рис. 1.2.).

Фінансування стадії «посіву»	<ul style="list-style-type: none"> • Забезпечити відносно невелике фінансування новаторів або підприємців для розробки та перевірки концепції
Фінансування компаній, які тільки що виникли	<ul style="list-style-type: none"> • Кошти, що надаються компанії на розробку та маркетинг продукції
Фінансування I етапу	<ul style="list-style-type: none"> • Кошти, які представлені підприємству для початку виробництва і продажів
Фінансування II етапу	<ul style="list-style-type: none"> • Представлення оборотного капіталу фірми для розширення власного бізнесу
Фінансування III етапу	<ul style="list-style-type: none"> • Кошти, які надаються підприємствам у яких росте обсяг продажів
Перехідне фінансування	<ul style="list-style-type: none"> • Кошти, які надаються для виходу компанії на фондовий ринок протягом найближчих 6 місяців
Фінансування «реорганізації»	<ul style="list-style-type: none"> • Кошти, які направлені на відновлення компанії у разі його можливого банкрутства
Викуп керуючими / викуп з використанням позикових коштів	<ul style="list-style-type: none"> • Фінансування, що надається керуючим для викупу бізнесу
Злиття / поглинання / приватизація	<ul style="list-style-type: none"> • Кошти, які отримує фірма при злитті, поглинанні або приватизації компанії

Рис. 1.2 – Стадії фінансування бізнес планів при венчурному інвестуванні

Джерело:[23]

Відносини між венчурними капіталістами та одержувачами венчурного капіталу варіюються від інвестицій до інвестицій і залежать від досвіду та досвіду підприємця. Універсальність управління капіталом безпосередньо пов'язана з поєднанням фінансового та людського капіталу та високим ризиком інвестиційних проектів.

Інвестори у венчурні проекти відбирають та оцінюють інвестиційний

потенціал компанії дуже швидко, та доходять висновку про “входження / не входження” близько за шість хвилин, при цьому вони витрачають до 21 хвилини, для того щоб провести та виставити оцінку інвестиційній ідеї [17]. Венчурні капіталісти виявляють потребу у швидкому та ефективному процесі оцінки інвестиційної пропозиції, особливо враховуючи кількість даних пропозицій, для оцінки яких необхідні наймані спеціалісти, інвестиційні менеджери. Також варто зазначити, що загальний успіх інвестицій, є набагато вищим ніж у нових, молодих компаніях [18]. Це допомагає нам усвідомити, що інвестори мають ефективний, дієвий скринінг та процес оцінки [17]. Це нам допомагає зрозуміти як саме відбувається процес прийняття рішень інвесторами, а не тільки критерії за якими відбувається відбір проектів..

Сама модель прийняття рішень щодо інвестиції в проект є доволі складною, адже включає себе людські емоції та інші фактори.

Найперша відмова в інвестиційній пропозиції відбувається відразу на першій стадії комунікації, коли інвестор отримує вперше інвестиційну пропозицію, професійною термінологією даний етап називається скринінг. Причини відхилення бувають різними, адже кожен венчурний інвестор має свої критерії та під час ознайомлення з проектом, він не відповідав якомусь критерію, також це залежить від стадії фінансування, професійної орієнтації фонду. [17].

Використовують такі найбільш популярні критерії відбору на початковій стадії, скринінгу:

- динаміка розвитку проекту до залучення інвестицій, наявність перших клієнтів та перші продажі.
- наявність конкурентів на ринку та переваги над ними
- унікальність продукту/послуги, яку випустив на ринок стартап;
- команда, її склад, досвід в даній сфері;
- потенційний прибуток;

Визначення методології роботи венчурних інвесторів, дає нам можливість зрозуміти механіку прийняття рішень щодо інвестицій в проект

[20]. Додатково це дає нам можливість зрозуміти та скласти стратегію, дорожню карту поведінки венчурних інвесторів при оцінці того чи іншого інвестиційного проекту та допоможе нам класифікувати його.

Висновок до розділу 1

Для покращення наукового потенціалу країни, створення та використання інноваційних технологій, економічного зростання треба покращувати систему фінансування таких проектів. Це можна зробити за допомогою розвитку ринку венчурного фінансування інноваційних проектів. Для цього необхідно покращити інституційні засади та підвищити участь держави в створенні необхідних умов інноваційної діяльності. Венчурне фінансування відіграє важливу роль у формуванні розвитку інновацій та покращення глобального рівня конкурентоспроможності, стимулювання до створення науково-технічних проектів, покращення соціально-економічного рівня населення. Щоб механізми венчурного ринку працювали необхідно покращувати інституції та покращувати спеціальні інноваційні середовища. Необхідними кроками є покращення показника інноваційної діяльності серед компаній, підвищення комерціалізації науково-технічних розробок, підвищення кількості інвестицій в високотехнологічні галузі, які є одночасно і більш ризиковими, визначити найбільш ефективні галузі з точки зору економіки, які мають достатній рівень інфраструктурного забезпечення та покращувати інноваційну діяльність в цих напрямках. Треба визначити пріоритетні галузі, адже розфокусуватись на всі, тільки погіршить ефективність інвестицій.

РОЗДІЛ 2 АНАЛІЗ ПРОЦЕСУ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ В РОЗВИНУТИХ КРАЇНАХ

2.1 Зарубіжний досвід організації венчурного фінансування

У розвинених країнах США та Європи в умовах вільного ринку діяльність венчурного капіталу дедалі більше стає формою партнерства між інвесторами та інноваційними компаніями. Початок діяльності з ризику можна спостерігати в США в 1940-х роках, але самостійної форми вона набула лише в 1960-1970 роках. На додаток до наукомістких галузей, діяльність з ризику поширилася на традиційні сфери управління. В останні роки інвестиції венчурного капіталу у високотехнологічні галузі (електроніка, виробництво комп'ютерів, зв'язок, медичне обладнання) певною мірою стабілізувались, навпаки, частка венчурного фінансування в традиційних галузях зростає. У 2006-2008 рр. Венчурний капітал у промислово розвинутих країнах забезпечував 20-30% усіх світових інновацій.

В даний час, завдяки великій кількості малих високотехнологічних компаній та розвитку фондового ринку в країні, механізм фінансування ризиків є найбільш розвиненим у США. Важливою особливістю американського венчурного капіталу є те, що на ранніх стадіях розвитку велика кількість грошей вкладається у розвиток високотехнологічних компаній (до 30%), тоді як у Європі ця кількість удвічі менша. Варто зазначити, що характеристикою американського бізнесу є спрямованість на інноваційні компанії у галузі високих технологій. Статистика показує, що понад 60% основних постачальників інновацій у 20 столітті є компанії венчурного капіталу. Так з'являються персональні портативні комп'ютери, кольоровий фотопапір, електрофотографія, вакуумні лампи, мікропроцесори тощо.

Головним призначенням держави в США є інтеграція та сприяння

взаємодії промислового та наукового секторів. Державі відведена роль “нічного сторожа”, який відчутно не втручається у просування венчурного проекту та виконує законодавче регулювання венчурних процесів, а також стимулює розвиток венчурної індустрії [21].

Сьогодні доволі актуальним є унікальний досвід формування та становлення ринку венчурного капіталу в США для країн, що розвиваються.

За даними [22], останніми роками у США намітилася тенденція до укрупнення інституційних інвесторів венчурного капіталу, що приводить до підвищення середнього рівня інвестицій в один проект. Унаслідок цього виникає дефіцит венчурного капіталу для малих фірм, що належать до компаній на так званій початковій стадії (тобто підприємств, що мають готову продукцію та перебувають на найбільш ранній стадії її комерційної реалізації). У зв'язку з цим спостерігається тенденція заповнення зазначеного сегмента ринку венчурними інвестиціями бізнес-ангелів.

Американське венчурне підприємництво характеризується високим ступенем спеціалізації в галузі.

Капітал, що входить у сферу технічного прогресу, є запорукою перетворення технологічної та організаційної основи сучасного виробництва. Це електроніка, засоби зв'язку, інформатика, біотехнології, нові матеріали. Географічно ризикована діяльність поширена там, де зосереджені невеликі інноваційні компанії. Найдивовижнішою та ефективною формою взаємодії венчурного капіталу з невеликими інноваційними компаніями є спільна інфраструктура, така як технологічні парки, технологічні мегаполіси та інкубатори.

Венчурний капітал США також має власний територіальний масштаб. По-перше, великі венчурні фонди в основному створюються поблизу великих університетів, оскільки саме тут з'являються невеликі інноваційні компанії. Для США характерна концентрація високотехнологічних компаній венчурного капіталу в декількох регіонах, найвідомішими є Силіконова долина та Нова Англія. На ці два регіони припадає 45-55% компаній

венчурного капіталу щороку [23]. Високотехнологічний розвиток Силіконової долини забезпечує не лише високі темпи зростання та прогресивну структуру економіки країни, а й забезпечує високий рівень життя. ВВП Каліфорнійської Кремнієвої долини перевищує 1,3 трлн дол. США [24]. Друге місце в Нью-Йорку (штат Массачусетс, третє місце): компанії в цьому штаті продовжують залучати великі обсяги венчурного капіталу. Далі йдуть Нью-Джерсі, Техас та Іллінойс, а також - Каліфорнія, Колорадо, Массачусетс та Вашингтон.

Як результат, у державах, де традиційно концентруються високотехнологічні галузі та потужні наукові установи, спостерігається поширення ризикованого бізнесу. По всій території США венчурні компанії забезпечують загалом приблизно 12,5 мільйона робочих місць. За підрахунками, щорічне виробництво товарів та послуг американськими компаніями з венчурним капіталом становить близько 1,1 трлн доларів США, так ВВП Сполучених штатів 11%.

З кінця 20 століття венчурне фінансування набрало обертів в Європі. Уряди багатьох західноєвропейських країн проводять політику по створенню сприятливого середовища для венчурного бізнесу. Важливе значення набуло створення в 1983 році Європейської асоціації прямих інвестицій і венчурного капіталу (EVCA), спільної ініціативи венчурної індустрії і Європейської комісії. Важливе значення придбали і національні програми розвитку венчурного бізнесу. Крім національних програм, існує ряд міжнародних програм, що реалізуються і фінансуються Радою Європи. Програма EuroTesCapital покликана створити стимули для залучення венчурних фондів для інвестування у великі міжнародні високотехнологічні проекти. Існує також програма створення спільних підприємств, спрямована на заохочення створення спільних підприємств з венчурним капіталом в Центральній і Східній Європі.

Участь європейських урядів у венчурне фінансування має велике значення. Частка страхових компаній і пенсійних фондів в європейському

венчурному капіталі досягає 35% вкладень. Прикладом державного участі у венчурному фінансуванні можуть бути так звані фонди фондів, організовані за участю (до 40%) держави. Найвідоміші з них: UK High Technology Fund (Великобританія), CFW (Німеччина) та ін.

Характерною рисою європейської моделі є активна позиція держави в сфері венчурного фінансування. Держава є прямим інвестором малих венчурних компаній, за допомогою інструментів податкової політики створює сприятливий клімат для роботи венчурних компаній. Згідно [25], у Великобританії для венчурних фірм знижений податок на прибуток (25%), існує система страхування, витрати на НДДКР віднімаються з собівартості продукції. У Німеччині діють податкові пільги в НДДКР для приватних інвесторів (7,5%). У Франції кошти, вкладені в ризиковані проекти, податком не обкладаються. Причому фінансування наукових і науково-технічних робіт (НТР) здійснювалося за рахунок держбюджету на рівні 0,74% ВВП в 2010 році. В Україні фінансування НТР приблизно вдвічі менше, що становить всього 0,34% від ВВП. ВВП. Таким чином, можна з упевненістю сказати, що в європейській моделі венчурного фінансування держава є рушійною силою венчурного бізнесу і стимулом, в той же час коли приватний капітал має вагомий вплив у США.

За інформацією [26], венчурні інвестиції в Європі розміщують практично в усі сектори економіки у порівняно рівних розмірах. На відміну від США, у трійці лідерів за обсягами інвестицій, крім біофармацевтики й енергетики, також сектор бізнес-послуг. Головним трендом останніх років є зміна вектору інвестицій у венчурних капіталістів, переважно від традиційних ринків до технологічних. Що стосується розподілу венчурних інвестицій за стадіями розвитку інноваційних компаній, то загалом у Європі спостерігається схожа зі США тенденція. У 2011 р. 48 % венчурного капіталу припадало на “посівну” стадію, 52 % – на пізню стадію. Головною відмінністю США та Європи це значно менші обсяги венчурних інвестицій припадають на “посівну” стадію – 7 % (у США – 11 %), але при цьому обсяги фінансування

«ранньої» стадії на 3% більші, на користь європейських інвесторів.

Як і раніше, провідним гравцем в венчурній індустрії Європи є Великобританія (понад 30% континентальних інвестицій), за нею йдуть Франція (близько 15%) і Німеччина (13,5%). Швеція і Фінляндія наближаються до десяти відсоткової позначки з точки зору венчурного фінансування. Ринок венчурного капіталу в Європі досить розвинений, хоча і відстає від рівня США [26].

Одним із яскравих прикладів розвитку венчурного фінансування є Ізраїль, який є одним із найпривабливіших стартап екосистем у світі, та випускає велику кількість конкурентоспроможних продуктів та послуг на світовий ринок. Трансформація Ізраїлю почалась на початку 90-х років 20 століття. Однією із найфундаментальніших змін, які спонукали до росту венчурного інвестування стало введення державної програми Inbal. Метою створення державної програми було підвищити стимулювання венчурних інвесторів до вкладення в проекти. Важливим механізмом даної програми було надання гарантій покриття їх витрат, через створення спеціальної страхової компанії Inbal, яка і гарантувала витрати. [60] Це дозволяє нам виділити важливість державного регулювання венчурного ринку, та його вплив на приваблення інвестицій.

Ще один важливий фундаментальний механізм було закладено реформою Йозма 1992 року. Це було продовження попередньої програми, але вже з більшою інтеграцією приватних інвесторів у співвідношення держава приватний інвестор 60:40%. Крім надання гарантій для приватних інвесторів, фонд мав дві фундаментальні стратегії для посилення впливу внутрішніх венчурних фондів. Із 100 мільйонного бюджету фонду 60 виділялось на інвестування в приватні венчурні фонди, та 40 мільйонів закладались на інвестування коштів у високотехнологічні компанії. Головною ж метою даного фонду було створення внутрішніх ізраїльських венчурних фондів, які інвестують в молоді компанії, а також міжнародних компаній в капітал ізраїльських венчурних фондів; перейняття досвіду успішних стартап

екосистем, ефективне управління фондами. Результатом було створення 10 приватних венчурних фондів з початку 1993 року до 1997 року, та загальна сума залучення 250 мільйонів доларів. [60]

Одним із яскравих прикладів стрімкого росту венчурного капіталу та його вплив на соціально-економічну сферу є розвиток Південної Кореї. Фундаментально початок змін починається в 1986 році, а саме з законів про розвиток малого і середнього бізнесу; закон про розмір компаній; закон підтримки фінансування нових технологій. Саме після прийняття цих законів кількість венчурних фондів зростає з 12 до 49 в 1995 році.[62] Наступним кроком держави було прийняття закону «Special Law to Promote Venture Capital Companies» який забезпечив ріст венчурного капіталу на наступні десятиліття. Дана модель є дуже схожою на модель венчурного інвестування США, проте головною відмінністю є законодавчо зафіксований захист нових підприємств від високого ризику, який несе в собі венчурний ринок. Тобто фактично венчурний ринок в Південній Кореї став на високо ризиковим та з поверненням над прибутків, а обмежено ризиковий та обмежене повернення інвестицій. Південна Корея створила державні венчурні фонди, які підпорядковувались трьома різними міністерствами, які в свою чергу керувались трьома різними законами, результати кожного фонду відрізнялись в залежності від підпорядкування. Наприклад Міністерство Фінансів керується законом про фінансування нових технологічних компаній; Міністерство науки та технологій регулює діяльність Корейського Технологічного Банку; Міністерство торгівлі керує законом щодо просування товарів та послуг технологічних компаній на зовнішніх ринках. Відповідно кожній венчурній компанії необхідно було реєструватись виключно на одному з цих законів, які призводять до різної інвестиційної діяльності. Проте був прийнятий окремо більш загальний закон про фінансування та просування малих та середніх компаній, який був менш зарегульований ніж попередні. В результаті це призвело до того, що менш зарегульована сфера діяльності, допомогла збалансувати розвиток венчурного інвестування, ставши наслідком прийняття

стратегії в 1996 році, відомий як SLPVCC (Special Law to Promote Venture Capital Companies). В даній стратегії річ вже не йшла про підпорядкування венчурних фондів до конкретного державного органу, вже йшлося про надання податкових пільг, субсидій обраним підприємствам з конкретних галузей економіки. Венчурні фонди відповідно до стратегії мали керуватись правилами такими як: венчурний фонд повинен інвестувати як мінімум 20% від загальних активів; друге, венчурний фонд має інвестувати як мінімум 10% загального капіталу; третє, інвестувати як мінімум 5% від минулорічного прибутку в дослідження і розвиток науково-технологічних компаній.[61]

За словами Л. Нехорошева, на основі вивчення зарубіжного досвіду модель державного розвитку венчурної діяльності можна розділити на чотири категорії: пряме вкладення державних коштів в інноваційні компанії; інвестування державних коштів через венчурні фонди; програми розвитку змішаних підприємств; гарантійні програми розвитку венчурної діяльності [27].

Пряме інвестування державних коштів в інноваційні компанії має на увазі, що держава - його регіональні або центральні органи влади на основі конкурсного відбору виділяють фінансові ресурси разом з приватними інвесторами в інноваційні підприємства та проекти в обмін на частку в статутному капіталі таких підприємств або надання кредити таким компаніям. Держава, поряд з іншими інвесторами, володіє інноваційними компаніями і розраховує отримати частку від їх прибутку в майбутньому. Недоліками цієї моделі є необхідність значних фінансових ресурсів, можливість підтримки безперспективних фірм і розкрадання державних коштів чиновниками.

Вкладення державних коштів через венчурні фонди означає, що держава створює або державний венчурний фонд, який робить прямі інвестиції в інноваційні компанії, або «фонд фондів», який розміщує свої кошти в приватних венчурних фондах разом з іншими інвесторами. Державні фонди користуються повною підтримкою держави і додатковими пільгами. Однак цим фондам не вистачає кваліфікованого управлінського персоналу, вони

менш орієнтовані на прибуток, ніж інші типи фондів. Хоча формально такі фонди є комерційними, уряд часто стурбоване метою використання інших фондів, а не досягненням прийнятною окупності інвестицій. Створення «фонду фондів», який є посередником при передачі фінансових ресурсів від держави приватним венчурним фондам, дозволяє уникнути цих недоліків.

Змішані венчурні програми розвитку засновані на тому, що держава створює змішаний державний венчурний фонд, беручи участь у створенні інших венчурних фондів разом з іншими інвесторами (банками, підприємствами і т. Д.) І роблячи прямі інвестиції в інноваційні фірми [28].

Програми гарантій венчурного розвитку відображають ситуацію, коли держава надає гарантії венчурним інвесторам для компенсації можливих втрат, пов'язаних з венчурними інвестиціями в малі інноваційні підприємства. Ці гарантії можуть бути реалізовані як у вигляді гарантій за кредитами, позиками, так і у вигляді повернення втрачених інвестицій з наданням венчурним інвесторам певних податкових пільг.

Вибір моделі державного регулювання венчурного розвитку, конкретної державної програми венчурного розвитку залежить від наступних факторів: можливостей державного бюджету, цілей економічної політики і рівня розвитку ринку [27].

Отже, дослідження процесу формування та розвитку іноземних ринків венчурного капіталу приводить нас до таких висновків: по-перше, венчурний капітал допомагає збільшити гнучкість виробництва та адаптувати його до мінливих умов; по-друге, з розвитком ринку венчурного капіталу зменшилась технологічна залежність країни від імпортних технологій, а міжнародна конкурентоспроможність національної економіки зросла; по-третє венчурний капітал сприяв інноваційній діяльності підприємств.

2.2. Сучасна методологія розрахунку ефективності венчурного фінансування

Багато праць вчених в країні та за кордоном присвячені оцінці ефективності венчурного капіталу. Тому американський учений І. Максиміліан, П. Суба Нарасимха та Р. Зігель [34] виходили з трьох груп венчурних капіталістів на основі їхнього ставлення до інвестиційного процесу та вивчали критерії вибору ризикованих проектів: ретельно оцінювали конкурентні проекти та ризики; знаходили спосіб швидкого отримання прибутку; залучити велику кількість інвестиційних проектів для диверсифікації інвестицій.

Результат факторного аналізу є орієнтовним. Ризики венчурного інвестування можна розділити на шість категорій: втрата всіх інвестицій; низька ліквідність інвестицій; невиконання підприємством умов інвестиційної угоди (бізнес-плану); недоліки системи управління ; відмова керівництва від реалізації бізнес-плану; ризик конкуренції.

Через статистичні обмеження у вивченні фінансових показників, тайванські дослідники запропонували багатокритеріальний алгоритм-MCDM (багатокритеріальне прийняття рішень), особливо на основі методу GRA (сірий кореляційний аналіз) для визначення найкращого інвестиційного рішення. Теорія "сірого аналізу", яка може класифікувати елементи фінансових показників, що впливають на діяльність тайванських венчурних компаній, тим самим стандартизуючи процес їх відбору інвестицій [35].

Основними принципами оцінки ефективності венчурного капіталу є наступні: розглянемо конкретні обставини інвестиційного сектору, щоб розрахувати термін окупності інвестицій та рівень рентабельності інвестиції, який повинен бути якомога ближчим до реального рівня; щодо існування порівняльних програм; оптимізувати витрати на управління коштами; розглянути всі потоки капіталу проекту; порівняти вартість позикових коштів та рентабельність інвестицій; обґрунтовано розподілити фінансові ресурси серед ризикованих проектів, враховуючи стандарти їх ефективності.

Коли венчурний капітал вливається в проекти на пізніх стадіях життєвого циклу, слід оцінити ефективність інвестицій у цьому відношенні. При цьому, враховуючи витрати на управління, розмір коштів, передбачених на всі проекти на відповідному етапі життєвого циклу, не повинен перевищувати розмір фонду ризику, а саме:

$$\sum_{i=1}^i \chi_i \leq F - t \times M, \text{ де}$$

S – необхідна сума для інвестицій в проект i -го;

F – загальні обсяги грошових коштів венчурного фонду;

t – період часу участі в проекті;

M – оплата за ефективне управління грошовими активами фонду, щорічно.

При розподілі інвестиційного капіталу слід враховувати наступні умови [36]: довгострокові інвестиції на вибір; вибір пріоритетних цілей, метою досягнення цих цілей є здійснення відповідних інвестицій; неможливість забезпечити фінансування кожного запропонованого проекту; існують різні обмеження, пов'язані з внутрішніми та зовнішніми факторами. Критеріями відбору проектів для цієї інвестиційної мети можуть бути період окупності інвестицій, середня норма прибутковості, чиста теперішня вартість, індекс прибутковості (прибутковості), внутрішня норма прибутковості та інші показники.

Відповідно до міжнародного досвіду, можна використовувати різноманітні показники. Але, водночас, потрібно звернути увагу на цей стандарт прийняття рішень венчурних підприємців:

- відсутність вигідних альтернатив;
- знизити ризик втрати доходу;
- забезпечити стабільність майбутніх доходів;
- висока норма прибутку з урахуванням знижок;
- інноваційність проектів.

Отже, переглядаючи інноваційні проекти для їх оцінки на основі інвестиційної привабливості, можна використовувати такі показники, як чиста теперішня вартість, внутрішня норма прибутку проекту, прибутковість проекту та термін окупності інвестицій.

Загальним методом інвестиційного аналізу є розрахунок внутрішньої норми прибутку (IRR). Його перевага полягає в тому, що значення внутрішньої специфікації останнього відображає [37]:

- економічна нерівність різних витрат, результатів та впливів-пізніші витрати на впровадження та вигоди від ранніх результатів;
- за прийнятного рівня ризику інвестори воліють інвестувати в одну компанію, ніж у мінімально допустиму норму прибутку для іншої компанії;
- фінансові умови ринку, наявність альтернативних та доступних інвестиційних можливостей.

Розрахунок внутрішньої норми прибутку базується на таких компонентах: розмір інвестиції та тривалість інвестиції; сума та тривалість інвестиційної вартості (відтік капіталу); і ставка дисконтування. Значення показника впливає з наступної формули:

$$NPV = \sum_{t=1}^n x \frac{CFt}{(1+p)^t} - It = 0$$

де NPV(IRR) – чиста поточна вартість, розрахована за ставкою IRR;

CFt – надходження грошових коштів у період t;

P – максимальна процентна ставка банку;

It – сума інвестицій (витрат) у t-му періоді;

t - часовий проміжок;

n – сумарне число періодів (інтервалів) t = 0, 1, 2, ..., n.

У той же час цей метод розрахунку має багато недоліків:

- припустимо, що приплив коштів реінвестується зі ставкою, рівною внутрішній ставці прибутковості. При цьому не враховується розмір розподіленого капіталу, а отже, розмір дивідендів. Переоцінка внутрішнього прибутку;

- не може точно визначити норму рентабельності інвестицій;
- у деяких випадках стандарти IRR та NPV матимуть протилежні результати при виборі ефективних елементів.

Метод ціни останньої інвестиції (Price of Recent Investment).

Основна складова цього методу - підтвердження вартості активу дорівнює сумі останнього придбаного активу. Донедавна цей метод був ще дуже популярним при оцінці інвестицій різних венчурних фондів. Однак поточна версія Посібника з оцінки IPEV [38] та проект AICPA [39] щодо методу кінцевої інвестиційної ціни мають важливі зауваження щодо необхідності калібрування (коригування) кінцевої суми інвестицій. Значні події, що відбуваються в компанії та на ринку після призначеної інвестиції.

Метод ринкових мультиплікаторів (Multiples) потрібно використовувати за наступних умов:

- дохід / прибуток оцінюваної компанії стабільний або тимчасові збитки компанії, і можна визначити очікуваний прибуток;
- мати надійну інформацію про нещодавні ринкові операції, подібну до подібних компаній;
- надавати інформацію про фінансові результати діяльності подібних компаній. Згідно з опитуваннями інвесторів та інвесторів, для оцінки найчастіше використовують мультиплікатори, пов'язані з EBITDA (60% респондентів, з яких 35% використовують скоригований EBITDA, 25% - EBITDA), а 24% респондентів використовують мультиплікатор грошових потоків, 10 мультиплікатор % - доходу, EBIT 4% і мультиплікатор чистого прибутку 2 [40].

Як правило, метод галузевих метрик (Industry Valuation Benchmarks) дуже схожий до методу мультиплікатора ринку, але порівняння компаній базується на операційних показниках, а не на фінансових показниках (наприклад, кількість відвідувачів на місці, кількість місць у готелі, кількість клієнтів тощо). Цей метод використовується для розрахунку вартості компаній на цих сегментах ринку, і його особливістю є те, що інвестори

оцінюють компанії на основі операційних показників (переважно лише для тестування).

Такі методи, як: метод Беркус (Berkus Method), метод підсумовування факторів ризику (Risk Factor Summation Method), метод бенчмаркінгу або метод Білла Пейна (Scorecard Valuation Method), використовуються для оцінки інновацій, які ще не приносять прибутку, а саме інноваційні проекти, які знаходяться на ранніх стадіях розвитку.

Якщо є інформація про середню доінвестиційну оцінку (оцінку до грошей) проектів у ринковому сегменті компанії, що підлягає оцінці (особливо в регіоні, де компанія працює), ці методи можна використовувати. Основним недоліком емпіричного методу є суб'єктивність, а складність його застосування полягає в низькій доступності даних українських компаній. Для прибуткових компаній методи оцінки зазвичай не застосовуються.

Метод Беркуса базується на внеску п'яти основних факторів у вартість фірми 1, тому загальний найвищий бал фірми 2 відповідає середньому по галузі показнику венчурних проектів. Беркус вважає, що фактори, що впливають на корпоративну вартість:

- існування основної філософії бізнесу;
- існування прототипів (зменшення технічних ризиків);
- існування системи управління якістю (команди) (зменшення ризику продуктивності);
- існує клієнтська база (для зменшення ринкових та конкурентних ризиків);
- вийти на стадію випуску продукції або початку продажу (зменшення фінансових або виробничих ризиків. Автор цього методу показує, що кожен фактор 3 може збільшитися на 500 000 доларів США, але слід зазначити, що цінність може бути в різних ринкових областях і різні регіони будуть дуже різними [41].

Метод підсумовування факторів ризику базується на аналізі різних факторів ризику, таких як ризики управління, ризики на стадії бізнесу,

політичні та правові ризики, виробничі ризики, маркетингові ризики, ризики фінансування та залучення коштів, ризики конкуренції та технічні ризики, судовий ризик, міжнародний ризик, ризик репутації та прибутковий ризик виходу. Наявність або відсутність певних ризиків можна оцінити від -2 до +2. Порівняйте оцінену компанію з відомими компаніями галузі, які отримали фінансування (оцінка) [42].

Метод бенчмаркінгу дуже схожий на метод узагальнення факторів ризику. Автор рекомендує скорегувати середній рейтинг підприємств, що інвестують, перед інвестуванням, додати або відняти 0-30% до якості команди-засновника, додати 0-25% до розміру або потенціалу компанії та додати 0-15% до компанії розмір або потенціал. На продукцію / технології припадає 0-10% у конкурентному середовищі; 0-10% на маркетингові показники (канали збуту, контракти); потреба в додаткових інвестиціях становить 5% - інші фактори становлять 5%. [43].

На додаток до вже досить поширених методів оцінки («метод капіталізації прибутку, метод дисконтування грошових потоків, метод реальних опціонів»), детально описаних у [45, 46], оцінка запуску часто використовує сценарійні методи (Перший чиказький метод) та підхід венчурного капіталу.

Застосування "Першого Чикагського методу" передбачає розгляд декількох варіантів розвитку компанії (від зльоту та успіху до повного провалу). Вартість компанії в кожному випадку може бути оцінена за допомогою дисконтованого грошового потоку та мультиплікатора. Зважте отримані результати [44].

Немає необхідності детально прогнозувати рух грошових коштів, коли оцінка здійснюється методом венчурного капіталу. Цей розрахунок використовує очікувану вартість компанії до виходу інвестора (або очікувані фінансові результати компанії та відповідний мультиплікатор), період інвестування та необхідну віддачу. Як правило, формула витрат компанії така:

*Вартість компанії = Вартість компанії на момент виходу інвестора з
–n проекту × (1 + Ставка дисконтування),*

де n – кількість років до виходу інвестора.

Величина прибутковості на ризикованих ринках дуже висока, залежно від стадії підприємництва та типу інвестора (ставка фінансування інших видів інвестицій [40] - від ангельських інвестицій до традиційних банківських позик).

При оцінці інноваційних підприємств не часто застосовуються традиційні методи оцінки бізнесу, такі як метод чистих активів та метод ліквідаційної вартості. Це пов'язано з тим, що велика частина вартості компанії, як правило, складається з нематеріальних активів, і часто важко оцінити вартість нематеріальних активів окремо від усього бізнесу.

Однак при оцінці існуючих компаній можна і потрібно використовувати метод чистих активів, принаймні на основі здорового глузду для перевірки оцінок, зроблених іншими методами. При оцінці компаній, які не планують продовжувати, основним методом оцінки є метод ліквідаційної вартості.

Як зазначалося раніше, вибір методу оцінки залежить головним чином від стадії запуску. Досить важливим також виступає доступність інформації про компанію, ринок та галузь, а також дослідження світових тенденцій в даному секторі. Поєднання цих факторів визначає придатність методу оцінки.

Згідно з опитуванням, при оцінці компаній, що не входять до списку, найчастіше використовується метод капіталізації прибутку та метод дисконтування грошового потоку (34% та 30% відповідно). Значно зменшується частота використання методів, пов'язаних з торгівлею ринковими даними (13% - операції з непублічними компаніями, 11% - емпіричні методи, 3% - операції з акціями котируваних компаній). Всього лиш 6% , це саме така складова методу чистих активів [40].

Оцінка інноваційних проектів має щось схоже з оцінкою зрілих

компаній, яка має багато специфічних функцій, таких як:

- відсутність даних прогресу;
- високий ризик;
- невизначеність прогнозу;
- значний внесок нематеріальних активів у вартість компанії.

Недостатній розвиток методів оцінки цілей венчурного інвестування та відсутність відповідного технічного та економічного аналізу призвели до серйозних помилок у визначенні вартості швидкозростаючих компаній. Ми вважаємо, що починаючи з вичерпних керівних принципів (враховуючи міжнародний досвід оцінки венчурного капіталу), вивчення певних методологічних питань та розгляду певних методологій, доцільно провести подальші методологічні дослідження з цієї теми, типовий випадок.

Було визначено, що найбільш типовою мотивацією для оцінки вартості інноваційних проєктів є: інвестування або передача частини капіталу, позика, забезпечена акціями, та особистий конфлікт з подальшим зняттям проєкту. Безперечно, що традиційні методи оцінки підприємств (наприклад, метод чистих активів та метод ліквідаційної вартості) рідко використовуються для оцінки вартості інноваційних проєктів.

Ризикове фінансування має багато характеристик: кошти вкладаються в підприємства без гарантій ризику; кошти надаються безповоротно, тобто ризиковий капітал не у формі позик, а у формі акцій законного капіталу компанії; Відповідно до стадії життєвого циклу компанії, ризиковий капітал надається пропорційно; інвестиції передбачають значні ризики, але для його компенсації можна отримати додатковий прибуток; венчурні капіталісти змушені очікувати довгострокової віддачі від інвестицій; коли цінні папери виходять на публічний ринок, відповідно до надання коштів Частка повертається; фінансова організація стає співвласником компанії венчурного капіталу, а надані кошти - внеском капіталу в законний капітал підприємства.

Висновок до розділу 2

Зарубіжний досвід демонструє застосування використання механізму венчурного фінансування в залежності від різних особливостей інноваційного середовища країни. Необхідно проводити удосконалення показника оцінювання рентабельності інвестицій в проекти в залежності від цілей інвестиційної політики, яка складається під впливом як зовнішніх так і внутрішніх факторів. Темпи росту ринку венчурного фінансування допомагають покращити механізми оцінки для зниження інвестиційних ризиків. Покращення системи оцінок венчурного фінансування допоможе ефективніше використовувати фінансові ресурси. Вивчення міжнародного досвіду демонструє приклади впливу венчурного інвестування на економічне зростання економіки. Початковою запорукою успіху виступає активна участь держави разом в партнерстві з приватними компаніями, як внутрішніми так зовнішніми. Ще одним важливим фактором виступає якість проектів. В пункті 2.2 наводиться достатня кількість методів оцінки стартапів, в передових бізнес середовищах. Це впливає на якість залучення міжнародних інвестицій, ефективне використання грошових ресурсів, визначення ризикованості проекту. Це є важливим адже, гроші мають не просто вкладатись, а створювати все більшу вартість наших компаній, для виведення їх на міжнародні ринки, та продажу ТНК. Необхідно вкладати кошти в інфраструктурні об'єкти, на прикладі Ізраїлю, покращувати базу оцінки, як це в свій час зробила Південна Корея.

РОЗДІЛ 3 НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ В УКРАЇНІ

3.1. Сучасний стан венчурного фінансування в Україні та напрями вдосконалення економічної політики уряду

Динамічна економічна трансформація вимагає зваженого підходу для визначення ефективних методів відтворення та розвитку науково-технічного потенціалу країни та впровадження інноваційних технологій. Необхідно розробити сучасні інструменти для фінансування інноваційних проєктів, які сприятимуть ефективності економічної трансформації та надаватимуть можливості повністю використовувати інвестиційний потенціал країни. Найголовнішою метою інноваційної політики є розвиток людського потенціалу та інтелектуальних здібностей, можливість втримувати вчених та інноваційних людей.

Вигідно адаптивно вдосконалювати інституційну основу фінансування ризиків у фінансово-економічній системі регулювання, що може збільшити ступінь впливу установ державного управління на інновації. Посилення інституційного потенціалу системи фінансування ризиків передбачає здійснення державного управління, цілеспрямованих та скоординованих дій інституцій, а саме основних гравців ринку венчурних інвестицій та розвитку інновацій. Узгодження процесу діяльності суб'єктів ризику допоможе забезпечити стабільне джерело фінансування інноваційної підтримки, пришвидшить комерціалізацію прав інтелектуальної власності та збільшить випуск конкурентоспроможних високотехнологічних продуктів.

Основна проблема впровадження інноваційної системи економічного розвитку в Україні - проблемна фінансова підтримка інноваційних проєктів з високим ступенем ризику, що перешкоджає участі традиційного позичкового капіталу у фінансуванні ризикованих інноваційних проєктів, тому «допомогу» приходять від венчурного фінансування. В Україні діяльність венчурних

фондів представлена функціонуючими інститутами пайового інвестування (ІСІ). Згідно [29], ІСІ в Україні представлені корпоративними інвестиційними фондами і пайовими фондами. Інвестиційні фонди в Україні вступили в силу в 1994 році, але термін «корпоративний інвестиційний фонд» з'явився в українському законодавстві лише в 2001 році з набранням чинності Законом України «Про установах пайового інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)». Сьогодні діяльність корпоративних інвестиційних фондів регулюється Законом України «Про організації спільного інвестування від 5 липня 2012 року № 5080-VI», який набрав чинності з 1 січня 2014 р

Значна частина активів КУА в 2006-2006 рр. 2019 рік в Україні зосереджений в венчурних ІСІ, на яких акумулюються значні кошти. Також варто відзначити, що в 2019 році збільшилася частка активів як венчурної СП, так і закритої (крім венчурної СП) СП, а саме: венчурні активи під управлінням КУА в 2018 році досягли 255242 млн грн, а в 2019 році - 296572 млн грн. Таким чином, з 2017 по 2018 рік обсяг дій збільшився на 41330 млн грн, але частка активів венчурної ІСІ в загальній структурі активів з 2017 по 2018 рік знизилася з 96,75% до 94,65%, тобто на 2,1%. Замість цього частка активів закритих (крім венчурних) Ісіі за 2018-2019 роки збільшилася на 2,1% і вже в 2019 році досягла 16 583 млн грн. Обсяг активів цих фондів збільшився на 8 161 млн грн. Залежно від порядку роботи КВІ можуть бути відкритого, інтервального та закритого типів. Станом на 30 вересня 2019 року в структурі активів венчурної ІСІ переважали інші активи (в тому числі ДЗ і КП) (86,34%), невелика частка припадала на акції (3,54%), нерухомість (3,13%), корпоративні облігації (2,84%) і векселі (2,63%). Venture СП в основному організована у формі товариства з обмеженою відповідальністю (ТОВ). Ця форма вважається найбільш прийнятною для венчурного інвестування, а процес формування венчурної ІСІ називається «залучення інвестицій для фінансування ризикованих проєктів». Найбільшу частку ринку займають ТОВ «КУА» ІНВЕСТИЦІЙНІ ПАРТНЕРИ »(9,12%), ТОВ« КУА «АПФ» УКРАЇНСЬКІ ФОНДИ »(5,08%)» і ТОВ «КУА» Кристал Ессет Менеджмент

»(4,56%) [30].

Україна має добре розвинену, але де-факто неефективну інноваційну інфраструктуру, яка включає інноваційні центри, дослідні інститути, інноваційні бізнес-інкубатори, трансфер технологій, регіональні центри науки, інновацій та інформації та інші установи, які повинні були сприяти розвитку інноваційного потенціалу країни. штат. Однак цього не сталося [32].

Згідно [32], при створенні інноваційної системи фінансування необхідно враховувати об'єктивні труднощі переходу України до інноваційної моделі економічного розвитку через брак інвестиційних ресурсів і високих макроекономічних ризиків інвестування.

Слід зазначити, що венчурний бізнес в Україні перебуває на початковій, зародковій стадії свого розвитку і при цьому його функціональна роль, на жаль є недосить значущою. Для розвитку вітчизняної венчурної діяльності та припливу іноземних інвестицій необхідно забезпечити: сприятливі умови для інноваційного клімату, сприяти стабільному зростанню макроекономічних показників, удосконалювати структуру національної економіки, забезпечити відповідність міжнародним стандартам і нормативно-правовій базі, легкість вхід і вихід; відсутність бар'єрів для руху товарів і факторів виробництва, ефективність податкової системи, стабільність політичної ситуації.

Відповідно до висновку, якого дійшов Інститут економіки та прогнозування НАН України, кількість венчурних фондів, які зростають щороку не призводить до росту інвестицій у вітчизняні проекти, які будуть розвивати економіку України. [33]

Відповідно до джерела [26], в Україні потенціал венчурного підприємництва в сфері інвестицій та інновацій використовується не в повній мірі, що можна пояснити неефективністю механізмів державної підтримки. У порівнянні із зарубіжною діловою практикою перелік заходів, пов'язаних з державною допомогою, дуже широкий: в Україні податкові пільги в основному надаються для стимулювання розвитку підприємництва.

Тому необхідно переглянути принципи державної підтримки розвитку

венчурних підприємств, зосередившись на реалізації довгострокових пріоритетів національної інноваційної політики та систематично використовуючи різні форми та методи національного нагляду за пов'язаною діяльністю. На цій основі створюються можливості забезпечити мету цієї підтримки та порядок здійснення заходів.

Реалізації інноваційного потенціалу України заважають багато політичні та соціально-економічні фактори. Не дивлячись на досить великі економічні потрясіння, які відбувались в Україні останні роки, кількість інноваційних підприємств стабільно зростає. Індустрії, що розвиваються в Україні, стали однією з небагатьох галузей, де за останні роки економіка зростала. У 2019 році порівняно з 2018 роком венчурне фінансування стартапів зросло на 50% до рекордних 510 мільйонів доларів США. У Сполучених Штатах поглинання та поглинання досягли 460 мільйонів доларів США. (У 18 разів більше, ніж у 2018 році), ангельські інвестиції - 6,1 млн. Доларів США. (Збільшено в 6,8 рази), що свідчить про те, що довіра інвесторів до українського сектора стартапів зростає. Найбільшими інвестиціями є стартапи GitLab (268 млн. дол. США), Grammarly (90 млн. дол. США) та People.ai (60 млн. дол. США).

Україна зайняла 29-е місце в підприємницькій екосистемі StartupBlink у 2020 році, що є дуже високим результатом, але, на жаль наша країна спустилася на декілька сходинок у рейтингу глобальної конкурентоспроможності (85 місце), індекс бізнесу (71 місце), також по результатам щорічного дослідження Bloomberg Innovation index у 2020 році, де Україна посіла 56 місце. Однак, як показано в міжнародних рейтингах, відсутність сприятливих умов для подальшого зростання може бути небезпечною для розвитку української стартап-екосистеми. Кризисна ситуація, яка створилася в країні достатньо негативно вплинула на інноваційну діяльність, а саме на сферу інтенсивності високотехнологічних розробок та на патентну діяльність, оскільки це змушує перспективні інноваційні проєкти змінити країну реєстрації, тим самим стати компанією з

не українським корінням.

Сприятлива екосистема інноваційних проєктів, яка ставить перед собою мету надати всебічну підтримку з кількома носіями для індустрії інноваційних проєктів, є підсистемою інноваційної екосистеми. Останній охоплює різні інститути, відносини та різні типи ресурсів, необхідних для створення, накопичення, передачі та впровадження знань у вигляді нових продуктів, послуг та технологій. Факторами державного впливу, які формують сприятливу екосистему для інноваційних проєктів, є: політична та макроекономічна стабільність, фіскальна політика, грошово-кредитна політика, інвестиційна та інноваційна політика, зрілість державних установ, включаючи законодавчі та адміністративні органи, судові установи та розслабленість підприємницької діяльності заходи тощо.

Накопичений міжнародний досвід дозволяє розрізнити два методи створення національної екосистеми для інноваційних проєктів:

- зусилля держави спрямовані на створення сприятливих умов для розвитку підприємництва, включаючи інноваційне підприємництво;
- окрім цих заходів, держава також сформулювала спеціальні плани підтримки новостворених підприємств. Відповідно до наявних ресурсів та настанов щодо національної стратегії розвитку дотримується одного з двох методів.

Серія національних політичних документів передбачає формування в Україні економіки, заснованої на знаннях та інноваціях: «Стратегія сталого розвитку» Україна 2020» (затверджена Указом Президента у 2015 році), реалізована разом із Європейським Союзом (затверджена урядом у 2017), "Стратегія інноваційного розвитку до 2030 року" (затверджена урядом у 2019 році). На жаль, фактичне впровадження цих документів сповільнюється, конкурентні позиції України у розвитку інноваційного підприємництва все ще залишаються слабкими, і за останні п'ять років у цьому напрямку було досягнуто значного прогресу.

За даними "Глобального індексу інновацій", Україна посідає 45 місце у

2020 році, що на 2 сходинки нижче порівняно з 2018 роком. Перевагами України є: створення знань, співвідношення патентів за походженням до ВВП, розраховане за паритетом купівельної спроможності, співвідношення корисних моделей у ВВП, розраховане за паритетом купівельної спроможності, та вартість придбання програмного забезпечення у ВВП. Відсоток, обсяг експорту інформації і обсяг торгових послуг.

Коефіцієнт ефективності інновацій показує, що існує значна різниця між отриманими результатами інновацій та ресурсною базою, залученою до інновації. Так, Україна у 2020 р. займає 37 місце за інноваціями (36 місце у 2019 році) та лише 82 місце за ресурсною базою (зменшення на 7 пунктів порівняно з 2019 роком). Серед ресурсних складових Глобального інноваційного індексу є політичне середовище (105-е), ділове середовище (104) значно погіршилось порівняно з 2019 р. (94-е), національна інфраструктура (117-е), екологічна стійкість (120-е), позики (78-е), також знизилася місце і надходження інвестицій (121-е), коли в 2019 р. це місце було (115-е) [47].

Україна в Глобальному індексі інновацій має 5 сильних позицій із 7:

- людський капітал та дослідження (39-е): показує сильні сторони в показниках Державне фінансування / учень (12-е), співвідношення учня та викладача (3-е) та кількість учнів на вищому рівні (14-е).
- витонченість ринку (99): показник Застосована тарифна ставка (18) виявляє силу.
- витонченість бізнесу (54): відображає силу в індикаторі Жінки, зайняті з вищими ступенями (3).
- результати знань та технологій (25): виявляє сильні сторони показників Корисні моделі за походженням (1) та експорт послуг ІКТ (9).
- творчі результати (44): демонструє переваги в показниках Торгові марки за походженням (5), Промислові зразки за походженням (8) та створення мобільних додатків (15).

За низьку вартість вищезазначених компонентів ресурсів відповідають

національні законодавчі та адміністративні відділи. За таких обставин поки рано покладатися на ефективні системні заходи у сфері державної підтримки стартапів, хоча в країні в цілому є певні позитивні зрушення щодо стартапів та інноваційного ІТ-підприємництва.

Створення законодавчої бази, що сприяє розвитку інноваційного бізнесу, є виключною прерогативою країни, і важко переоцінити важливість цієї функції для формування ділового середовища.

Важливим рішенням у майбутньому є створення Міністерства цифрової трансформації у 2019 році. Міністерство формуватиме та реалізовуватиме державну політику: у сферах оцифрування, цифрової економіки та інновацій, електронного уряду та електронної демократії та розвитку інформаційного суспільства; цифрові навички громадян, країна Електронні інформаційні ресурси та взаємодія, доступ до Інтернету та розвиток телекомунікаційної інфраструктури, електронна комерція та комерція, надання електронних та адміністративних послуг; електронна ідентифікація та інвестиції в ІТ-індустрію.

Міністерство планує перевести 100% державних послуг для громадян та бізнесу в електронний формат до 2024 року (до 2021 року 80% найпопулярніших державних послуг будуть доступні в Інтернеті); для 95% транспортної інфраструктури, житлових районів соціальні заклади забезпечують високошвидкісний доступ до Інтернету; навчити цифровим навичкам 6 мільйонів українців; збільшити частку ІТ у ВВП країни до 10%. А амбітні державні проекти в цифровій галузі вже реалізовані, особливо в програмі "Держава у смартфоні".

Іншим важливим інструментом розвитку інноваційного ІТ-підприємництва, спрямованого на залучення високоякісних ІТ-експертів з-за кордону, має бути електронне проживання. Цей статус дозволить нерезидентам реєструватися в Інтернеті та вести бізнес в Україні, не виїжджаючи з країни проживання. Надаючи можливості залучити до країни перспективні ІТ-компанії та стартапи, електронна резиденція довела свою

ефективність, особливо в Естонії. В Україні першим кроком у цьому напрямку є прийняття закону про отримання робочих віз та спрощення реєстрації висококваліфікованих іноземних експертів. Прийнятий Верховною Радою закон про скасування реєстрації іноземних інвестицій повинен сприяти розвитку іноземних інвестицій [48].

У межах національної юрисдикції він створив умови безпеки для розвитку ІТ-бізнесу, особливо фінансової стабільності (збереження 5% податку на доходи фізичних осіб), захисту інтелектуальної власності, гарантування захисту інвестицій ІТ-сектору та припинення правопорушень правоохоронних органів 'інвестиції в ІТ-компанії та ІТ-компанії Тиск фонду. На думку експертів галузі, ця ситуація покращилася за останні роки, але до сьогодні існують серйозні проблеми в сфері регулювання прав інтелектуальної власності, існують проблеми, які заважають покращити умови оподаткування для ІТ-компаній та випадки втручання правоохоронних органів у діяльність ІТ-компаній похитнули ситуацію та завдали серйозної шкоди іміджу статусу.

Щодо інвестицій, що ініціюються державою, уряд щойно розпочав впровадження інструментів, розроблених у міжнародній практиці. За ініціативою Кабінету міністрів у 2019 році було створено Український фонд підприємництва для надання фінансової підтримки перспективним інноваційним проектам на початкових та попередніх етапах розвитку. Загальна сума фонду становить 440 мільйонів українських гривень, а сума підтримки для стартап-компанії - від 250 000 до 750 000 доларів США. Перша в Україні партія стартапів отримала конкурентне державне фінансування. Нова грантова програма фонду передбачає сертифікацію та оплату стартапів для участі у спеціалізованих навчальних програмах для «прискорених» стартапів.

Відповідно до Індексу глобальної конкурентоспроможності та Індексу глобальних інновацій, найбільш конкурентною перевагою України визначають якість людського капіталу та рівень вищої, середньої та

професійної освіти. В Україні щороку закінчують 100 000 випускників інженерних та технічних навчальних закладів, з них 20 000 - ІТ-експерти.

В даний час в Україні працює 185 000 розробників та 4000 компаній з інформаційних технологій. За даними порталу HackerRank, українські розробники програмного забезпечення посідають 11 місце серед 50 країн у рейтингу.

Українські фрілансери посідають сьоме місце у світі за якістю послуг та ефективністю, а серед 100 найкращих світових компаній-аутсорсингів Україна має 11 [49].

Хоча зростаючі потреби ІТ-відділів (особливо стартапів) потребують модернізації існуючих навчальних парадигм, перегляду освітніх планів, методів навчання та взаємодії з підприємствами, не слід недооцінювати роль держави у підготовці інженерних експертів.

Згідно з міжнародним досвідом, такі заходи можуть допомогти поліпшити якість людського капіталу в галузі ІТ:

- програмування було запроваджено як обов'язковий курс на етапі середньої школи, щоб надати широкому колу молодих людей базові знання в цій галузі;
- формувати у студентів технічну експертизу та ділові здібності, що є необхідною умовою для започаткування власної справи та стимулювання підприємництва;
- завдяки мережі наставників та бізнес-консультантів, новаторів та початкових бізнес-шкіл, навчальних програм на галузеву тематику, порталів знань тощо, забезпечують практичні бізнес-знання для молодих новаторів-засновників інноваційних проєктів;
- посилюючи практичну спрямованість навчання, покращувати здібності викладачів університетів, які займаються бізнес-предметами в технікумах;
- участь експертів та практиків з великим досвідом у викладанні про створення успішного технічного коледжу ІТ-компаній.

Більш систематичні та постійні зусилля країни вимагають розширення співпраці між університетами та ІТ-компаніями. Згідно світового досвіду, перетворення університету на потужний інноваційний центр (для створення інформаційно-технологічного кластеру навколо центру) може значно сприяти розвитку стартового підприємництва.

В Україні план створення кластеру інформаційних технологій належить приватним компаніям. В даний час понад 110 міжнародних компаній та інноваційних проєктів мають науково-дослідні центри в Україні, включаючи США (45%), Європейський Союз та Ізраїль, а також Європейський Союз та Ізраїль. Це пришвидшило формування вітчизняних ІТ-кластерів, які енергійно розвиваються у понад 20 містах України. Найбільші з них розташовані в Києві, Львові, Харкові, Дніпрі та Одесі. Ці міста (з великою перевагою Києва, де в цих містах зосереджено понад 40% розробників програмного забезпечення та понад 50% міжнародних науково-дослідних центрів компаній) досягли значного прогресу у формуванні своєї стартової екосистеми.

Приватний сектор активно створював компоненти інфраструктури для запуску інституцій, а також управління подіями та медіа. Швидко зростаючі інноваційні центри (такі як UNIT.City, UNIT.City Kharkiv, LvivTech.City, District IT Park та Promprylad) здійснюються за рахунок приватних інвесторів. Львівський бізнес-інкубатор "Startup Depot" розпочав новий проєкт "Devhiring", метою якого є встановлення партнерських відносин між американськими компаніями та українськими ІТ-експертами, які зможуть дистанційно працювати в іноземних стартапах. До проєкту долучилися 10 американських компаній, які шукають експертів.

Водночас за останні роки на базі державних академічних та освітніх установ з'явилося кілька бізнес-інкубаторів та акселераторів: Sikorsky Challenge (Київський політехнічний інститут імені Ігоря Сікорського) КНУ, що розвивається бізнес-інкубатор; "Київський університет імені Тараса Шевченка"; YEP Технічна школа підприємництва (Львівський політехнічний

інститут) (10 вищих навчальних закладів з різних регіонів України).

Держава є важливим учасником створення національної стартової екосистеми. У більшості країн / регіонів світу загалом вважається створення стартової екосистеми, що створює найкращі умови для підприємництва, особливо інноваційного підприємництва. Що стосується конкурентоспроможності національної системи, рівня інновацій, умов ведення бізнесу та якості освіти, усі країни, які займають провідні позиції в рейтингу StartupBlink, мають високі міжнародні рейтинги.

Так, розвиток інноваційного підприємництва визначено стратегічним центром державної політики, темп практичних заходів для досягнення цієї мети все ще недостатній в Україні. Це змушує людей сумніватися у можливості подальшого динамічного зростання національної підприємницької екосистеми. В даний час в Україні не існує довгострокової національної стратегії розвитку підприємницької екосистеми, а стимулювання підприємницької галузі носить ситуативний та розрізнений характер.

Останні ініціативи уряду щодо позитивного впливу на ІТ-галузь та галузі, що розвиваються, включають:

- створено Міністерство цифрової трансформації як координаційну установу для реалізації національної політики у галузі цифровізації, цифрової економіки та інновацій;
- послаблено законодавство щодо отримання робочих віз, спрощено реєстрацію висококваліфікованих іноземних експертів та скасувати реєстрацію іноземних інвестицій;
- створено "Український стартап-фонд" для фінансування стартапів.

Наслідком ефективного та консолідованого об'єднання органів державної влади та інституцій є прогрес в розбудові механізмів венчурного інвестування. Враховуючи потребу в державному регулюванні в секторі венчурних інвестицій вкрай необхідним є створення стратегії, дорожньої карти, яка буде містити в собі мету на найближчі 5 – 10 років, визначатиме

пріоритетні галузі, інструменти, якими будуть досягнуті поставлені завдання, визначення головних напрямків інвестицій, об'єднання зусиль приватного сектору та державного, створення інституційних умов для венчурного інвестування і водночас даний документ буде виступати інструкцією як розбудувати механізми функціонування венчурного інвестування.

Для виконання усіх завдань поставлених в стратегії розбудови венчурного інвестування, необхідно досягнути взаємне розуміння між суб'єктами, які приймають участь в інноваційній діяльності. Для того щоб покращити вже існуючі моделі венчурного інвестування необхідно взяти до уваги інноваційну політику і поєднання її разом з розвитком соціально-економічного аспекту країни.

3.2 Розвиток інституціонального середовища в контексті державного регулювання венчурного фінансування

Український ринок фінансування ризиків ще дуже молодий і ще не сформований, але результати досліджень дозволяють говорити про системні характеристики внутрішнього ринку ризикового фінансування. Думаю, вдалося визначити основні фактори, які інвестору перешкоджали розвитку українського венчурного фінансування. Сюди можна віднести:

- відсутність довгострокових інвестицій для розвитку воронки процесу транзакцій;
- нерозвинена інфраструктура сприятиме появі нових швидко розвиваються технологій та інноваційних компаній, які можуть стати привабливими для венчурного капіталу;
- враховуючи специфічну ситуацію в Україні, механізм організації венчурного капіталу ще не досконалий;
- вони працюють із дуже невеликою кількістю внутрішніх фондів венчурного капіталу, обмеженими можливостями фінансування та невеликим інвестиційним досвідом;

- нерозвиненість фондового ринку, що є найважливішим інструментом для вільного виведення венчурних фондів із фінансованих проектів;

- непрозорі та недосконалі нормативні акти регулюють та стимулюють діяльність українських венчурних інвесторів, слабкі сторони Інституту захисту інтелектуальної власності;

- відсутність прямої підтримки з боку уряду;

- регулювання комерційного регулювання (ліцензії, дозволи, обмеження тощо);

- прийняти низький рівень професійної підготовки компанії, не в змозі співпрацювати з венчурними інвесторами. Тому велика кількість неякісних інвестиційних проектів і бажання вітчизняних інноваційних проектів швидко заробити. Труднощі у виборі команди, яка готова розробляти глобальні продукти;

- високий ризик та недовіра до розроблених інноваційних проектів; можливості для вітчизняних венчурних інвесторів продемонструвати свою додану вартість;

- не повертається інвестиція. Успішні проекти потрапляють до США / ЄС на самій ранній стадії розвитку;

- вітчизняні інноваційні проекти зазвичай потрапляють у так звану "зону мертвих інвестицій". В цей час для інвесторів невеликі інвестиції (до 1 млн. Доларів США) є не вигідними, тоді як українські компанії часто мають набагато менше коштів на розвиток.

Одна з основних проблем, що стримують розвиток підприємств. Ведіть бізнес в Україні, економіка перебуває у сфері інновацій. Хоча в даний час інноваційний сектор України має потужний потенціал у світовому інтелектуальному таланті.

Однак цей потужний потенціал не був належним чином реалізований, оскільки українські розробники досі не знають багато про механізм комерціалізації венчурних проектів [50].

Підводячи підсумок, можна сказати, що з нашої точки зору для розвитку фінансування ризиків в Україні рекомендується сформувати національну систему пріоритетів у розвитку науки і техніки та регіональний та галузевий перелік пріоритетних напрямків фінансування ризиків. Важливою умовою розвитку венчурних компаній є збалансованість державної політики, яка полягає у створенні сприятливої інституційної атмосфери. Процес стандартизації та захисту інтелектуальної власності, авторських прав та торгових марок сприятиме її прогресу в Україні. Відповідна допоміжна інфраструктура потрібна для підвищення привабливості венчурного фінансування для інноваційних компаній та забезпечення рівних умов доступу до джерел венчурного капіталу [51].

Інтерес країни до появи та розвитку венчурного капіталу полягає в тому, що венчурне фінансування ефективно підтримувало невеликі інноваційні підрозділи, створюючи тим самим такі компанії, як Intel, Microsoft, Oracle та Google, та вирішуючи проблеми впровадження нових технологій у виробничі процеси і перехід із знаннями Економічний розвиток, заснований на інтелектуальному капіталі, є одним з головних завдань.

Механізм державно-приватного партнерства може бути використаний для ініціювання системи ризиків з метою створення прибуткового та самоокупного відділу венчурного капіталу, орієнтованого на сферу інноваційних компаній. Механізм державно-приватного партнерства (ДПП) у венчурному бізнесі - це частка держави у венчурних фондах та фінансова допомога приватним венчурним фондам та інноваційним компаніям.

До засобів стимулювання фінансування ризиків, що включають участь державних фондів, належать: 100% участь держави в урядових фондах; державні "посівні" фонди, орієнтовані на найбільш ризиковане населення, що висіває насіння; приватні національні фонди ризику із залученням державного та приватного капіталу, а управління в приватному управлінні Компанія проводить, держава виступає співінвестором; співфінансування інноваційних компаній, які залучають інвестиції (у вигляді грантів або

поворотних фондів); надає венчурним інвесторам податкові пільги для приросту капіталу та дружній процес інвестування в інноваційні проекти.

В контексті модернізації та технологічного розвитку слід наголосити на заохоченні підприємницьких інновацій та діяльності та вдосконаленні роботи установ розвитку та технічних регламентів.

Важливо також вирішити такі питання, як сприятливі умови для створення науково-дослідних центрів для іноземних компаній та дослідницьких організацій, встановлення контактів з діаспорами в науковому співтоваристві та запрошення найкращих науковців та техніків.

Тому необхідно:

- створити постійний механізм залучення в Україну авторитетних українських та закордонних науковців та підприємців, що мають досвід комерціалізації підготовлених проектів;
- розширити грантову підтримку для розробників нових технологій;
- створити в Україні потужний науково-дослідний центр, включаючи бізнес-інкубатор на базі сучасних університетів;
- компанія бере участь у формуванні форми попереднього замовлення на результати дослідження.

Отже, країновий фонд ризику може стати інструментом для виконання функції "раннього фонду".

Підвищений інтерес приватних інвесторів до венчурного фінансування пов'язаний із наступними важливими умовами:

- виникнення системи державної підтримки фінансування ризиків
Ця система: сформована практика приватно-державного партнерства у цій галузі, розподіл ризиків здійснюється між державою та приватними інвесторами у проектному фінансуванні, передбачено оподаткування приватних інвесторів та пільговий доступ до інноваційних комерційних інвесторів;
- здатність венчурних інвесторів особисто контролювати та впливати на інноваційний бізнес-процес.

Для формування достатньо перспективних інвестиційних цілей у вітчизняній економіці та подальшого сприяння сталому розвитку інновацій та процесів венчурного капіталу рекомендується використовувати метод, який повинен забезпечити якісні нові форми та збільшити масштаби венчурного капіталу, одночасно досягнувши необхідних мета. Структура мережевої взаємодії та критична маса підприємницького процесу (підприємці, вчені та фінансисти) [52].

Цей підхід забезпечує покроковий підхід до взаємодії всіх зацікавлених учасників інноваційних та венчурних компаній. На малюнку 3.1. - 3.3. Пояснює процес залучення технологічних компаній у сферу інноваційного бізнесу.

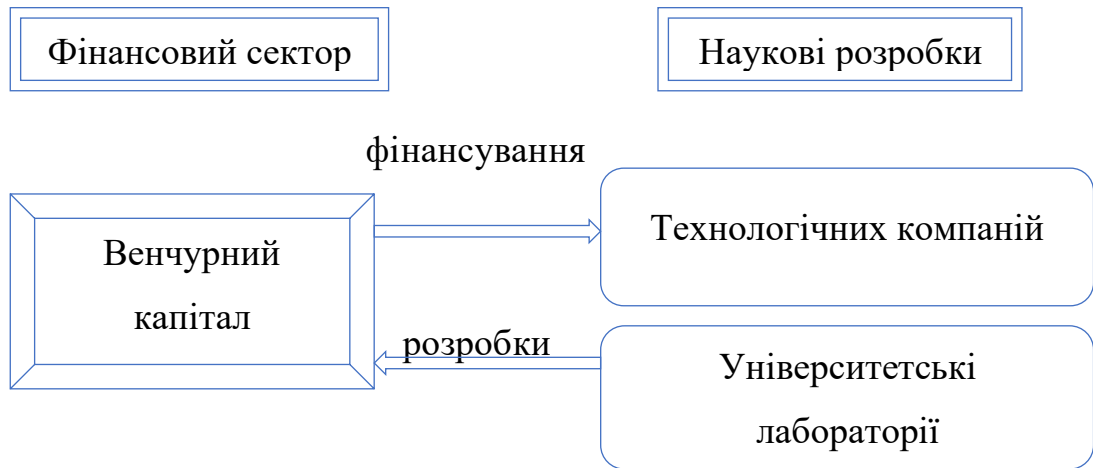


Рис. 3.1 – Процес залучення технологічних компаній в сферу інноваційного бізнесу

Джерело: [24]

Постійне збільшення кількості інноваційних проектів та процес прийняття певних розглянутих інвестиційних проектів венчурними інвесторами сприятиме зростанню ризикованого ринку та покращенню якості інвестиційних проектів.

На рисунку 3.2. схематично показано процес моделювання взаємодії між інноваційними та венчурними компаніями - спільне інвестування різних типів інноваторів (університетів та корпоративних дослідників) та

технологічних компаній та венчурних інвесторів.

Цей етап знаходиться на середньому етапі, що характерно для подальшого відродження інноваційного та ризикового бізнесу.

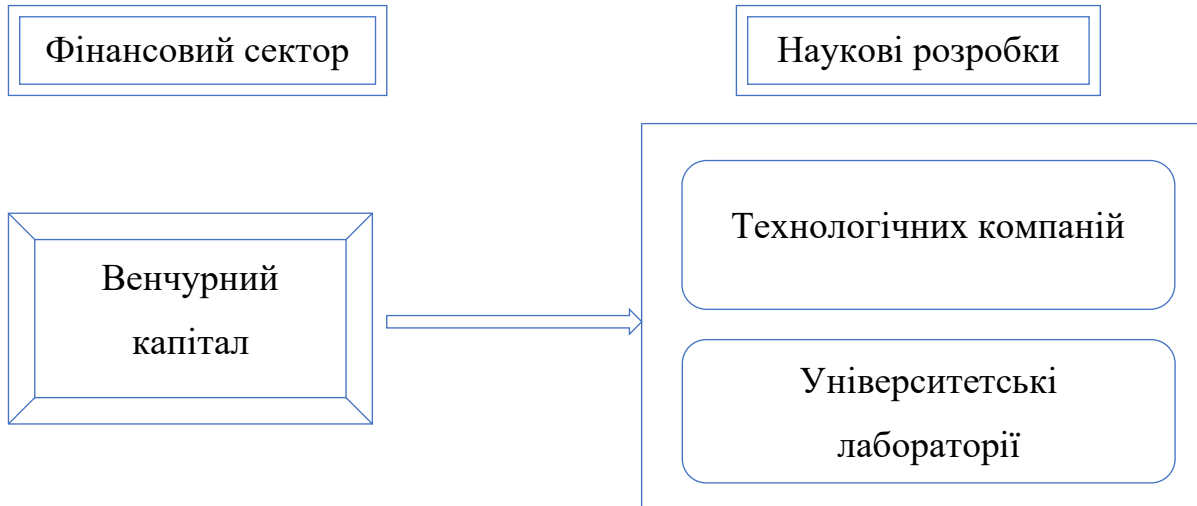


Рис. 3.2 – Процес спільного інвестування лабораторій та технологічних компаній

Джерело: [24]

Нижче на рис. 3.3. наведено схему розвитку, старту для створення інноваційного та венчурного бізнесу.

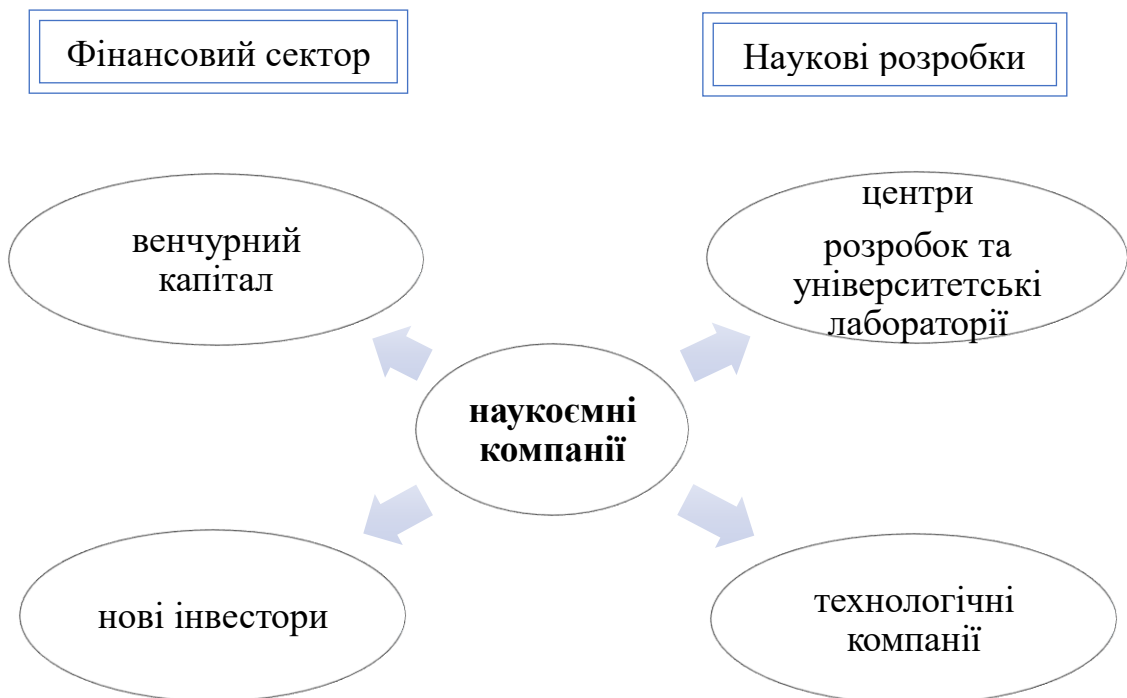


Рис. 3.3 – Процес запуску наукоємних компаній

Джерело: [24]

Для цього етапу є характерним створення різних розвинених структур:

- венчурні інвестори та представники інноваційних компаній;
- університетські R&D центри;
- промислові компанії;
- нове покоління інноваційних менеджерів і т.п.

Необхідністю розвитку національного венчурного ринку є наявність негативних показників роботи венчурного бізнесу на території України, покращення прав захисту інтелектуальної власності в області патентування, а також підтримка для інноваційних малих підприємств. Основною мотивацією бізнесу венчурних інвесторів є реалізація ризикованого проекту, який він фінансував (протягом 5-7 років), є шанс отримати прибуток від плану. З цією метою інвестори повинні мати гарантовану, юридично просту процедуру виходу з проекту та мати впевненість у прибутку, який може бути проданий на їх акціях. Цього можна досягти шляхом створення зрілого, активного фондового ринку з використанням інноваційних технологій та найму кваліфікованих експертів у галузі венчурного фінансування.

Перехід до довгострокових перспектив державної підтримки венчурних підприємців та підтримання прийнятих державою "правил гри" сприятиме подальшому посиленню діяльності приватних венчурних інвесторів та збільшенню капіталу на внутрішньому ринку ризиків.

3.3. Пропозиції щодо моніторингу та показників оцінювання венчурного інвестування

На цьому етапі соціального розвитку трансформація та трансформація фінансової системи дозволили розробити нові методи регулювання

взаємозв'язку між інноваційним венчурним фінансуванням, створенням венчурних компаній та фондів. Ефективність системи фінансування ризиків відіграє важливу роль у реалізації ефективної інноваційної політики та реалізації інноваційних та інвестиційних проектів.

Відповідний ступінь ефективності інноваційних проектів дає можливість визначити ефективні шляхи фінансування комерціалізації інноваційного розвитку. Важливою передумовою забезпечення якості управління фінансами інноваційних проектів є оцінка балансового методу інноваційної інфраструктури з точки зору внутрішньо реалізованих фінансових можливостей та інноваційної комерційної привабливості.

Успіх компаній, створених за допомогою венчурного капіталу, відповідає поведінці венчурних інвесторів, які ефективно створюють вартість. Дійсно, дослідники вважають, що венчурні капіталісти особливо успішно вирішили важливу проблему в ринковій економіці - злиття або ознайомлення підприємців, котрі мають гарні ідеї, але не мають грошей на їх реалізацію, з інвесторами, котрі мають необхідний капітал, проте не мають цілей щодо точки інвестування. Це запропоновано теоретично та емпірично вивчено в попередніх дослідженнях. Рішення передбачає конкретні дії, вжиті венчурними інвесторами для вирішення цієї проблеми фінансування. Іншими словами, венчурні капіталісти - це реальні суб'єкти господарювання, які можуть скористатися інвестиційними можливостями в економіці та забезпечити більшу базу для своїх досліджень [53].

Здатність генерувати велику кількість високоякісних інвестиційних можливостей або операцій вважається важливим фактором, що визначає успіх галузі ризиків. Попереднє дослідження наголошувало на важливості закупівель (та відбору) для отримання прибутку [54] і вважало, що пошук та вибір транзакцій є важливими факторами для отримання прибутку від інвестицій, а не доданою вартістю участі інвесторів в управлінні проектами. Однак дослідники не поділять процес транзакції та її варіанти. Крім того, інші дослідження показують, що венчурні фонди з вищими фінансовими

показниками частіше інвестують у успішних серійних підприємців, а ці підприємці, в свою чергу, мають вищий рівень успіху інвестицій, і показують важливість забезпечення широкого кола каналів для інвестиції [55].

Дослідження показали, що в процесі відбору інвестицій спочатку слід розглянути сотні потенційних проектів, і кількість цих проектів врешті-решт скоротиться до кількох інвестиційних угод [56]. У своїх дослідженнях Каплан К. та Стромберг П. розглядали інвестиційний меморандум венчурних капіталістів, описуючи можливість появи інвестиційних нових можливостей та, також, ризиків. Ними було виявлено, що у процесі прийняття інвестиційних рішень венчурні інвестори зосереджувались на наступних факторах відбору, таких як якість управлінської команди, ринок чи галузь, конкуренція, продукція чи технологія та бізнес-модель [53]. Однак інвестиційний меморандум не визначає значення різних критеріїв.

Результати емпіричних досліджень показують, що особи, котрі займаються венчурним інвестуванням, мають різні погляди на те, як вибрати інвестиційні проекти. Деякі інвестори більше зосереджуються на управлінській команді, а інші більше на бізнес-факторах: продуктах, технологіях та бізнес-моделях. Однак, розглядаючи початковий інвестиційний проспект (IPO) успішних венчурних капіталістів, люди виявляють, що ділові фактори (продукти, технології чи бізнес-моделі) є більш стабільними, ніж управлінські команди [56].

Часто згадуються фактори бізнесу, які також важливі: бізнес-модель (58%), товар (74,2%), ринок (74,2%) та промисловість (25,8%). Однак лише деякі респонденти вважають ці фактори найважливішими: бізнес-модель 29%, товар 35,5%, ринок 38,7% та галузь -3,2%. Оцінка компанії та здатність інвесторів додавати вартість проекту-інвестори згадали кожен із цих факторів як 38,7% та 38,5%, і найважливішим із цих факторів були лише 9,7% та 12,9% респондентів. Не важливо дотримуватися інвестиційних цілей фонду та особистих уподобань. Лише близько п'ятої (19,4%) опитаних інвесторів назвали цей фактор важливим фактором, і лише 6% були

найважливішими.

Тому для всіх типів інвесторів команда менеджерів є найважливішим фактором при виборі інвестицій. Однак серед різних груп інвесторів у ризиковані проекти значення факторів відбору різне.

Для інкубаторів / акселераторів найважливішими факторами є: команда (80%), продукт (60%), ринок (40%), здатність додавати вартість проекту (40%); для представника групи венчурних фондів (100%), продукт (46%), зміна / активна дія (36%); для представника команди прямих інвестиційних фондів (83%), бізнес-модель (83%), товар (33%), ринок (33%); для бізнесу Для ангелів це команда (100%), зміни / активні дії (67%) та ринок (56%).

Команда є одним з найважливіших факторів відбору. Тому якість управлінської команди потенційних інвестиційних проектів дуже важлива для венчурних інвесторів. Порівнюючи ці результати, венчурні інвестори на пізніх стадіях більше схожі на фонди прямих інвестицій, оскільки вважають, що оцінка та бізнес-моделі надзвичайно важливі. Результати показують, що на пізніх стадіях інвесторів більше турбує інвестиційна вартість проекту, а не можливість додавати вартість проекту.

Інвестори зазначили, що ентузіазм є важливою характеристикою засновників проектів (69%), тоді як надмірна впевненість (7%) є найменш привабливою. Наполегливість - друга важлива характеристика всіх типів інвесторів (61%), особливо при інвестуванні в технологічні стартапи (71%). Важливим результатом переговорів при досягненні угоди про ризик є розмір частки власності залежить від можливої оцінки (передбачувана оцінка англійською мовою), яка визначається умовами фінансування.

Очікуваний вихід з ризикованих проектів є найважливішим фактором оцінки компанії / проекту на всіх етапах фінансування - 67,7%. Подібні компанії або подібні компанії, так званий ринковий підхід, є другим за значимістю фактором (45%).

Конкурентний тиск дуже важливий, 32,3%, особливо для початкових інвесторів, і значення цього фактора для пізніших інвесторів зменшується; у

порівнянні з іншими групами інвесторів, цей фактор також важливіший для венчурних фондів. Це відрізняє вітчизняних інвесторів від західних інвесторів, для західних інвесторів цей фактор значно менш важливий при оцінці ризикового капіталу [57]. Це свідчить про те, що ІТ-галузь України є дуже конкурентоспроможною, що може дозволити засновникам ІТ-проектів отримати перевагу в процесі переговорів при досягненні домовленостей з вітчизняними венчурними інвесторами.

При оцінці портфельних компаній очікувана частка власності є менш важливим фактором (25,8%), що в основному помічається фондами, що займаються прямим інвестуванням, та інвесторами, що приєднуються на стадіях зростання та розширення. Більше того, це чітко відрізняє реакцію вітчизняних інвесторів від реакції іноземних інвесторів, яка відносить цей фактор до третього за значимістю [57].

Пізніше інвестори вважають вихід важливим фактором, можливо тому, що легше передбачити, яка форма виходу буде прийнята на цьому етапі розвитку компанії. В українських реаліях ранні інвестори стурбовані досягненням того самого рівня, що й пізні інвестори. В результаті було виявлено, що венчурні інвестори використовують такі методи оцінки інвестиційних проектів:

- рівне використання доходів, ринкових методів та методів венчурного капіталу;
- фонди венчурного капіталу (73%) та акселератори (60%) використовують методи венчурного капіталу.
- інвестори, які уникають інвестицій у технологічні стартапи, не використовують цей метод - метод ринкового розвитку можна назвати найбільш популярним серед бізнес - агентів (67%) та приватних інвестиційних фондів (67%);
- інвестори використовують метод витрат у меншій мірі - лише 25,8% респондентів (переважно на пізній стадії) (67%).

Більше половини інвесторів використовують прості правила прийняття

інвестиційних рішень, тобто 64,5% інвесторів, як правило, використовують розмір інвестиції та цільову частку власності для встановлення можливої оцінки компанії, особливо для венчурних фондів та інвесторів-ангелів. Однак інвестори, які інвестують на пізнішому етапі (вихідний етап), включаючи нетехнічні компанії та фонди прямих інвестицій, більш схильні до використання традиційних методів оцінки: вигідних, дорогих, особливо ринкових.

Можна очікувати, що інвестори на ранніх стадіях частіше використовують цю спрощену суму інвестицій та метод цільової частки для оцінки. Цей результат відповідає ранньому розвитку компаній з невеликою фінансовою інформацією та високою невизначеністю, що спонукає інвесторів спростити інвестиційний аналіз. Пізніше інвестори можуть отримати більше інформації про компанію і потенційно можуть використовувати складні методи оцінки інвестицій, щоб отримати розумну оцінку компанії.

Розвиток системи венчурного капіталу базується на цілеспрямованих, ефективних та скоординованих зусиллях державних управлінських установ та агентств з розвитку інновацій. З огляду на необхідність забезпечити адекватність національних регуляторних заходів у галузі фінансування ризиків для вирішення глобальних викликів, дуже важливо сформулювати стратегію розвитку ринку ризикового капіталу. Ця стратегія визначатиме національні цілі, пріоритети та інструменти політики для ризиковий капітал, з метою подальшого вдосконалення механізмів фінансування ризиків та підтримки розвитку комерціалізації, з точки зору сегментації ринку венчурного капіталу та спрямування ризикової діяльності, створить належні умови для залучення інвестицій та розвитку талантів.

Для досягнення завдань, визначених у «Стратегії розвитку ринку венчурного капіталу», суб'єктам інноваційної діяльності необхідно координувати між собою, щоб забезпечити стійке та розширене відтворення венчурного капіталу для розвитку інноваційних систем. Підвищення

ефективності механізмів фінансування ризиків вимагає врахування пріоритетів інноваційної політики та їх узгодження зі стратегічними пріоритетами соціально-економічного розвитку країни.

Висновок до розділу 3

В Україні існує досить велика кількість проблем пов'язана з ринком венчурного капіталу. Вітчизняна економіка знаходиться на шляху становлення венчурного ринку. На початковому етапі, держава має відігравати ключову роль у формуванні, стимулюванні роботи венчурного ринку. Стандартний ринок фінансового кредитування є неефективним в наш час, тому альтернативою є кошти приватних інвесторів, як фондів так і бізнес-ангелів. Визначають велику кількість проблем інституційного характеру, а саме:

- застаріле законодавство, яка є неактуальним в наш час;
- слабка ланка захисту інтелектуальної власності;
- судова система, яка не захищає права інвесторів;
- слабке інфраструктурне забезпечення;
- відсутність взаємозв'язку між науково-технічними центрами та приватними підприємствами;
- нерозвиненість фондового ринку, що є найважливішим інструментом для вільного виведення венчурних фондів із фінансованих проектів;
- непрозорі та недосконалі нормативні акти регулюють та стимулюють діяльність українських венчурних інвесторів;
- регулювання комерційного актів (ліцензії, дозволи, обмеження тощо);

Існує також достатня кількість проблем пов'язаних з іншими чинниками:

- низький рівень професійної підготовки компанії, не в змозі співпрацювати з венчурними інвесторами. Тому велика кількість неякісних інвестиційних проектів через бажання вітчизняних інноваційних проектів швидко заробити;
- труднощі у виборі команди, яка готова розробляти глобальні продукти;
- високий ризик та недовіра до розроблених інноваційних проектів; можливості для вітчизняних венчурних інвесторів продемонструвати свою додану вартість;
- успішні проекти потрапляють до США / ЄС на самій ранній стадії розвитку;
- вітчизняні інноваційні проекти зазвичай потрапляють у так звану "зону мертвих інвестицій". В цей час для інвесторів невеликі інвестиції (до 1 млн. Доларів США) є не вигідними, тоді як українські компанії часто мають набагато менше коштів на розвиток.

ВИСНОВОК

Венчурне фінансування дуже сильно впливає на економічний ріст країни, адже стимулює до запуску інноваційних підприємств та процесів в основних напрямках економіки, що в свою чергу дуже яскраво впливає на економічну складову населення. Для того аби венчурне фінансування показували подальший ріст та позитивний вплив, необхідно запуснути найважливіші механізми інвестування, що в свою чергу принесе стрімкий ріст інвестицій у передові сфери вітчизняної економіки. Найважливішими пунктами для запуску даних механізмів є покращення інституційних складових, який запусте розвиток інноваційного середовища.

Необхідною складовою розвитку венчурного фінансування є забезпечення фінансовою підтримкою з боку держави для найбільш технологічних галузях економіки, наприклад космічна галузь. Це дасть важливий поштовх для того, щоб зробити нашу економіку конкурентоспроможною. Треба провести аналіз на основі, яких систем оцінок проводиться інвестиції в проект та вдосконалити дані методи відповідно до світових трендів та особливостей економічної складової країни. Важливим для розвитку венчурного фінансування є створення синергії між державою та приватним підприємством, для цього треба надати приватним компаніям, стартапам, брати участь у тендерних програмах для виконання інноваційних проектів,

Головною проблемою відсутністю економічної трансформації є залежність підприємства від власних коштів, яких є недостатня кількість для розвитку. Нажаль ринок кредитів в Україні є занадто дорогий, державна підтримка не є повною, мала кількість інвесторів всередині країни, які готови вкладати кошти в надзвичайно ризикові проекти, все це є причиною для відсутності впровадження інноваційних технологій, відсутністю оновлення виробництва, відсутністю наукових-технологічних розробок, адже це в свою чергу є причиною для сповільнення розвитку національної економіки. Тому необхідно залучати іноземні венчурні фонди, створювати в партнерстві з

державою фонди, які будуть поділені на категорії відповідно до спеціалізації по секторам.

Для того аби венчурні інвестиції були надзвичайно ефективними для національної економіки, враховуючи наш сучасний стан, треба визначити головні складові державного регулювання, а саме:

- Стратегічні галузі економіки, серед яких буде налагоджена інноваційна діяльність;
- Необхідна якісна інфраструктура для стартапів та венчурних фондів, для появи якої необхідно створити якісні інституційні умови;
- Треба збільшити кількість інновацій у продуктах з доданою вартістю;
- Підтримка інформаційно всіх учасників венчурного ринку;
- Збільшувати кількість венчурних інвестицій у розбудову виробництва;

Треба покращити модель оподаткування для малих інноваційних підприємств, надання пільг для важливих державних галузях, така як космічна галузь, період окупності якої є досить великим. За рахунок міжнародного досвіду треба використати найкращі моделі приваблення венчурних фондів.

Основні вектори розвитку інноваційної політики венчурного фінансування є:

- Збільшення відсотку продажу інноваційно технологічних товарів за межі нашої країни;
- Надання усіх механізмів, для того щоб дозволити продвигти науково-технологічні вироби на міжнародних ринках;
- Створити умови для міжнародних компаній, які представлені в Україні, для встановлення національних інноваційних технологій;
- Приділити увагу системі освіти, для навчання необхідної кількості професійних кадрів в сфері венчурного фінансування;
- Паралельно з венчурним ринком, намагатись розвивати і інші доступні механізми інвестицій;
- Покращення процедури входження інвесторів в українську компанію;

- Впровадження англо-американської корпоративної моделі на території України;
- Правильне балансування венчурних інвестицій по галузям, для того щоб уникнути залежності лише від декількох галузей, як є зараз це сільське господарство та металургія;

Додатково необхідно створювати кластери та інституції, для захисту прав інтелектуальної власності та розвитку інноваційної діяльності. Це необхідно для підвищення якості інвестиційного клімату, ефективне використання державних коштів, визначення вектору розвитку інноваційного середовища та для росту конкурентоспроможності національної економіки.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Wray L. and Mazzucato M. (2015), “Financing the Capital Development of the Economy: A Keynes-Schumpeter-Minsky Synthesis”, Levy Economics Institute WP, No. 837
2. Fisher D. E. Investing in Venture Capital. Venture Capital Seminar Materials. Washington, 1988.
3. Richardson C. Complete Guide to Venture Capital, 1987, P. 163–164.
4. Дериг Ханс-Ульрих:. Универсальный банк - банк будущего. Финансовая стратегия на рубеже века. Дериг. Москва: Международные отношения, 2001. С. 128.
5. EIB Sector Papers, «FINANCING INNOVATIVE FIRMS THROUGH VENTURE CAPITAL»; p.5-15.
6. Дворжак И., Кочишова Я., Прохазка П. Венчурный капитал в странах Центральной и Восточной Европы. *Проблемы теории и практики управления*. 1999. No 6.
7. Ивина Л. В., Воронцов В. А. Венчурный бизнес: Финансы и статистика, 2006. С. 155.
8. Воронцов В. А., Ивина Л. В. Основные понятия и термины венчурного финансирования: изд. “Ступени”, 2002. С. 335.
9. Семенцева Г. Формы финансирования малого инновационного бизнеса в США и Западной Европе. *Российский экономический журнал*. 1997. No 5/6. С. 79.
10. Сологуб А. Венчурные капиталисты рискуют в России по- крупному, но осторожно. URL: <http://www.csr-nw.ru>.
11. Фабозци Ф. Дж. Управление инвестициями. Москва: ИНФРА-М, 2000.
12. NVCA. URL: <https://nvca.org/wp-content/uploads/2019/08/NVCA-2019-Yearbook.pdf>
13. Офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу. URL: <http://www.uaib.com.ua/>

14. 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).
15. Поручник А.М., Антонюк Л.Л. Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні: монографія. — К.: КНЕУ, 2000. — 172 с.
16. Переверзева М.Н., Малявина А.В., Попов С.А. Венчурные механизмы финансирования инновационных проектов // Менеджмент в России и за рубежом. — 2009. — №3.—С.22—28.
17. Hall J., Hofer W. Capitalists' Decision in Venture Evaluation'. *Journal of Business Venturing*. 1993. No 8 (1). P. 25–41.
18. Davis T. J., Stetson C. P. Creating Successful Venture-Backed Companies. *Journal of Business Strategy*. 1984. vol. 5. P. 45–58.
19. Tyebjee T. T., Bruno A. V. A Model of Venture Capitalist Investment Activity'. *Management Science*. 1984. V. 30. No 9. P. 1051–1066.
20. Sahlman William A., and Matthew Willis. "Basic Venture Capital Formula, The." Harvard Business School Background Note 804-042, August 2003. (Revised May 2009.).
21. Козієнко І.С. Формування та розвиток американської моделі венчурного фінансування / І.С. Козієнко // Наука і правоохорона. – 2013. – No 4. – С. 89–93.
22. Огляд ринку венчурного інвестування США і Європи. Підсумки 2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/institutes/vench_business/world_vench.html.
23. Sahlman William A., and Matthew Willis. "Basic Venture Capital Formula, The." Harvard Business School Background Note 804-042, August 2003. (Revised May 2009.).
24. The Emergence of Organizations and Markets. Padgett, John F. and Powell, Walter W. Princeton University Press: Princeton, NJ, 2012.
25. Рынок венчурных инвестиций: мировые тенденции и российская практика. - Режим доступа: news.kremlin.ru/media/events/files/41d3140f61c68b8bf73b.pdf
26. 1. Національна модель неоіндустріального розвитку України (2016): [монографія]. Київ. Available at: <https://books.google.com.ua/books>

27. Нехорошева Л. Н. Модели государственного регулирования развития венчурной деятельности: мировой опыт и проблемы стран СНГ. Available at: http://iee.org.ua/files/alushta/32-nehorosheva-modeli_gos.pdf
28. Нехорошева Л. Н., Егоров С. А. (2006). Модели государственного регулирования развития венчурной деятельности: мировой опыт и проблемы стран СНГ. *Проблемы и перспективы инновационного развития экономики*: материалы XI Междун. науч.-практ. конф. и первого инновационного форума государств-участников СНГ. Алушта, 10–16 сентября 2006 г. Москва–Киев–Симферополь–Алушта. Available at: <http://iee.org.ua/ru/datailed/news/28>.
29. Пропозиції щодо розвитку венчурної діяльності у цьому розділі надано відповідно до рекомендацій експертів проекту ЄС “Вдосконалення стратегій, політики та регулювання інновацій в Україні”. Заключний звіт про виконання проекту ЄС “Вдосконалення стратегій, політики та регулювання інновацій в Україні – Проект ЄС EuropeAid/127694/C/SER/UA”, 29 липня – 28 жовтня 2011 р. Додаток 11(Е), С. 440–480.
30. Кузьмін О. Є., Терлецька В. О. (2020). Венчурний бізнес в Україні: активи, управління та перспективи розвитку. *Economics. Scientific journal Virtus*, February 41, pp. 243–248.
31. InVenture. Available at: <https://inventure.com.ua/>
32. . “Інноваційна Україна – 2020”: основні положення національної доповіді / В. Геєць, академік НАН України. Розділ 5. Фінансове забезпечення інноваційного розвитку. Available at: http://www.nas.gov.ua/siaz/Ways_of_development_of_Ukrainian_science/article/15086.2.032.pdf
33. Кузнецова І. С. (2008) Інститут венчурних інвестицій: стан та перспективи розвитку в Україні. *Наука та інновації*, Т 4, No 1, С. 87–95.
34. Macmillan, I. C. Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals [Текст] / Ian C. Macmillan, R. Siegel, Narasimha P. N. Subba // *Journal of Business Venturing*. – Volume 1. – Issue 1. – Winter 1985. – P. 119-128.
35. Kung, C. –Y. Applying Grey Relational Analysis and Grey Decision-Making to evaluate the relationship between company attributes and its financial performance [Текст] / C. -Y. Kung, K. -L. Wen // *Decision Support Systems*. – 2007. – Volume 3. – Issue 2. – P. 842-852

36. Титов, В. И. Экономическая оценка инвестиций [Текст] : монография: в 2 т. Т. 2 / В. И. Титов. – М. : НИИ школьных технологий, 2009. – 400 с.
37. Гулькин, П. Г. Оценка стоимости и ценообразование в венчурном инвестировании и при выходе на рынок IPO [Текст] / П. Г. Гулькин, Т. А. Терехина. – СПб. : ООО «Аналитический центр Альпари СПб», 2002. – 190 с.
38. International Private Equity and Venture Capital Valuation (IPEV) Guidelines. December 2018. URL: [http://www.privateequityvaluation.com/Portals/0/Documents/Guidelines/IPEV% 20Valuation% 20Guidelines% 20-% 20 December% 202018.pdf](http://www.privateequityvaluation.com/Portals/0/Documents/Guidelines/IPEV%20Valuation%20Guidelines%20-%20December%202018.pdf)
39. Working Draft of AICPA Accounting and Valuation Guide. Valuation of Portfolio Company Investments of Venture Capital and Private Equity Funds and Other Investment Companies. Части 1 і 2. URL: [http://www.globalviewadvisors.com/wp-content/uploads/2018/05/Working-Draft-of-AICPA-Portfolio-Company-Valuation-Guide-Part-1-Chapters-1 to-14- 15May18.pdf](http://www.globalviewadvisors.com/wp-content/uploads/2018/05/Working-Draft-of-AICPA-Portfolio-Company-Valuation-Guide-Part-1-Chapters-1-to-14-15May18.pdf).
40. Everett Craig R. Private Capital Markets Report »(2019). Pepperdine Graziadio Business School. URL: http://digitalcommons.pepperdine.edu/gsbm_pcm_pcmr/12
41. After 20 years: Updating the Berkus Method of valuation. URL: <https://berkonomics.com/?p=2752>
42. Valuations 101: The Risk Factor Summation Method. URL: <http://blog.gust.com/valuations-101-the-risk-factor-summationmethod/>
43. Valuations 101: Scorecard Valuation Methodology. URL: <http://blog.gust.com/valuations-101-scorecard-valuation-methodology/>
44. Venture Valuation – First Chicago Method. URL: <http://www.venionaire.com/first-chicago-method-valuation/>
45. Райлі Р., Швайс Р. Оцінка бізнесу – досвід професіоналів / пер. з англ. К.: ВД «КВІНТ-КОНСАЛТИНГ», 2010. 408 с.
46. Дамодаран А. Інвестиційна оцінка: Інструменти і методи оцінки будь-яких активів / пер. з англ. 10-е вид., Перераб. і доп. К.: Паблішер, 2017. 1316 с.
47. <https://mon.gov.ua/storage/app/media/innovatsii-transfer-tehnologiy/2020/08/za-2019-1-1.pdf>
48. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1390-19>

- 49.. <https://ain.ua/2021/02/18/top-100-autsorserov/>
50. Чугунов І. Я., Пасічний М. Д. Фінансова політика України в умовах глобалізації економіки. *Вісник КНТЕУ*. 2016. № 5. С. 5–18.
51. 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.
52. The Emergence of Organizations and Markets. Padgett, John F. and Powell, Walter W. Princeton University Press: Princeton, NJ, 2012.
53. Kaplan S., Stromberg P. Venture Capitals As Principals: Contracting, Screening, and Monitoring." *American Economic Review*, 2001, 91 (2): 426–430.
54. Sorensen M. 'How smart is smart money? A two-sided matching model of venture capital'. *The Journal of Finance*. 2007. No 62(6). P. 2725–2762.
55. Sahlman W. A. The Structure and Governance of Venture Capital Organisations. *Journal of Financial Economics*. 1990. vol. 27. P. 473–521.
56. 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. No 64(1). P. 75–115.
57. 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.
58. Маркс Карл. Капитал. Критика политическо-й экономии. Под ред. Ф. Энгельса. — М. : Политиздат, 1969. Т. 2 Кн. 2. Процесс обращения капитала. 4. — 648 с.
59. Алексеєнко Л. М. Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми та перспективи розвитку: [Монографія] / Алексеєнко Л. М. — К. : Вид. буд-к «Максимум»; Тернопіль: Екон. думка, 2004. — 424 с.
60. Teubal, M 1999: «На шляху до стратегії НДДКР для Ізраїлю» <http://atar.mscc.huji.ac.il/~economics/facultyteubal/rd.pdf>
61. BYuNG-NAK SONG, THE RISE OF THE KOREAN ECONOMY 57 (1990)
62. Young Back Choi, A Perspective on Korean Economic Development, 4-13 <http://econ.tamu.edu/kaeaIPROCEEDING/proceed99.htm>

