

УДК 330.142.2

Поляк-Свергун М.М.
викладач кафедри фундаментальних та спеціальних дисциплін
Чортківського навчально-наукового інституту підприємництва і бізнесу
Тернопільського національного економічного університету

ІНСТИТУЦІОНАЛЬНІ ОСНОВИ ІНВЕСТИЦІЙНО-ФІНАНСОВОГО МЕХАНІЗМУ ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ

INSTITUTIONAL BASICS OF FINANCE AND INVESTMENT MECHANISM OF VENTURE BUSINESS

АНОТАЦІЯ

У статті розглянуто теоретичні та практичні аспекти функціонування інституційно-фінансового механізму венчурного бізнесу. Розглянуто фінансовий механізм венчурного бізнесу як альтернативне джерело фінансування інновацій, визначено фактори розвитку венчурної індустрії. Досліджено особливості зарубіжного досвіду здійснення венчурного бізнесу. Визначено основні проблеми та перспективи забезпечення ефективного інвестиційно-фінансового венчурного бізнесу. Запропоновано напрями активізації венчурного фінансування інноваційного розвитку.

Ключові слова: венчурний бізнес, фінансовий механізм, венчурне фінансування, венчурна індустрія, ринок венчурного капіталу.

АННОТАЦИЯ

В статье рассмотрены теоретические и практические аспекты функционирования институционально-финансового механизма венчурного бизнеса. Рассмотрен финансовый механизм венчурного бизнеса как альтернативный источник финансирования инноваций, определены факторы развития венчурной индустрии. Исследованы особенности зарубежного опыта ведения венчурного бизнеса. Определены основные проблемы и перспективы обеспечения эффективного инвестиционно-финансового венчурного бизнеса. Предложены направления активизации венчурного финансирования инновационного развития.

Ключевые слова: венчурный бизнес, финансовый механизм, венчурное финансирование, венчурная индустрия, рынок венчурного капитала.

ANNOTATION

In the article the theoretical and practical aspects of functioning institutional finance mechanism venture business. We consider finance mechanism venture business as an alternative source of financing innovation, the factors of the venture industry. The features of foreign experience in the implementation of business venture. The main problems and prospects for effective institutional finance mechanism venture business. Directions activation of venture financing of innovative development.

Keywords: venture business, venture capital, venture capital industry, venture capital market.

Постановка проблеми. Створення ефективного механізму фінансування венчурного бізнесу є актуальною проблемою не лише в практичному, а й у теоретичному аспекті сучасної економіки. У країнах із розвинутою інноваційною економікою механізм венчурного фінансування пройшов тривалий період еволюційного перетворення на повноцінний інститут, що відповідає потребам розвитку національного наукоємного венчурного бізнесу як елемента національної інноваційної системи. Попри те що окремі елементи механізму венчурного фінансування використовують в економіці України, створення цілісного інституту на сьогодні не

реалізовано: не визначено всі необхідні ланки фінансування від розробки проекту й до відшкодування витрат і отримання прибутку. Відсутність цього інституту є істотною перешкодою в реалізації плану модернізації

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретико-методологічні проблеми становлення венчурного бізнесу знайшли своє відображення в працях вітчизняних економістів, серед яких слід відзначити роботи Є.С. Акельєва, А.А. Чухно, Д.О. Тарадайко, С.Д. Ільєнкова та ін. Однак слід зазначити, що у вітчизняній економічній літературі бракує ґрунтовних науково-практичних розробок щодо особливостей розвитку інституційно-венчурного бізнесу, більшість науковців висвітлює лише окремі аспекти досліджуваної проблематики.

Мета статті полягає у дослідженні особливостей розвитку інвестиційно-фінансового механізму венчурного бізнесу.

Виклад основного матеріалу дослідження. Важливим елементом будь-якого інституту є механізм примусу до виконання, який є колективним засобом забезпечення наслідування правил для всіх агентів, указаних інститутом, і включає не тільки примус, а й забезпечення інформацією, потрібними стимулами, механізмами, які обслуговують стратегії (наприклад, у разі інституту оподаткування потрібні механізми збору податків). При цьому ефективна імплементація механізму примусу є ключовим чинником функціонування інституту. У разі коли імплементація неможлива або пов'язана із забороненими витратами, навіть найпривабливіший механізм залишиться утопією [1, с. 12].

Коли ми обговорюємо проблему виникнення та закріплення інститутів, їх необхідно розглядати в ширшому контексті, ніж формальні правила певної гри, задані цим інститутом. У цьому разі можна навести для прикладу гру в шахи: коли двоє розігрують партію, то факт, що один з учасників не хапає фігури супротивника та не робить дій, які суперечать правилам гри, зумовлений не цими правилами й навіть не механізмами примусу до їх дотримання, а швидше тим, що він не хоче псувати собі репутацію в грі. Таким чином, гра в шахи підтримується своєрідною репутаційною взаємодією в масштабнішій грі.

При цьому сукупності правил, які підтримують правила конкретної локальної гри, можуть бути різними. І множинність потенційних рівноваг визначається культурними нормами, відмінностями в концепціях легітимності та традицій. Для ефективності цих правил принципово важливо, щоб на них орієнтувалися всі актори. Внаслідок того, що потенційних груп правил може бути багато, виникає координаційна гра, в основі якої – проблема вибору з безлічі потенційних рівноваг. Результат у цій координаційній грі залежить від культури та традицій.

Таким чином, інститути створюють певні альтернативи, які існують завдяки наявності формальних і неформальних правил поведінки та механізмів примусу до виконання. Вони спочатку задають напрями діяльності для агентів. Проте з часом (у процесі впорядкованої взаємодії агентів) формується конкретний механізм взаємодії агентів, що відповідає їх інтересам. Цей механізм може виключати деякі альтернативи, допустимі існуючими інститутами. Упорядкованість взаємодії агентів є природним способом відсіювання небажаних альтернатив, доступних у межах існуючих інститутів [2, с. 198].

Розглядаючи основні інститути, які створюють усі необхідні умови для функціонування механізму венчурного фінансування, не можна обмежуватися лише формальними нормами та правилами, що визначають поведінку й стимули агентів венчурного інвестування спрямовувати кошти в інноваційні компанії. Необхідно значно ширше й ґрунтовніше поглянути на всі соціально-економічні умови, що призводять до взаємодії цілої низки агентів, результатом яких стає створення повного циклу інноваційного бізнесу – від фундаментальної науки до дрібно- та великосерійного виробництва високотехнологічної продукції [3, с. 52].

У цьому сенсі функціонування механізму венчурного фінансування стає можливим у межах певної сукупності політичних, економічних (переважно формальних) і соціологічних (переважно неформальних) інститутів, які при цьому істотно доповнюють один одного. До сукупності інститутів, що створюють умови для функціонування інвестиційно-фінансового механізму венчурного бізнесу, належить як інституціональне середовище, що являє собою всі необхідні інституціональні основи інноваційної економіки, включаючи інститути генерації інновацій, інститути матеріалізації й ринкової реалізації інновацій, та інститути венчурного бізнесу (інституціональні основи підприємницької діяльності в науково-технічній сфері), так і прямі формальні й неформальні інститути, що регламентують фінансування національного венчурного бізнесу [4, с. 56].

Низка зарубіжних дослідників провели аналіз прямих формальних і неформальних інститутів, що забезпечують функціонування механізму венчурного фінансування. До формальних інститутів, на їх думку, належить сукупність

офіційних нормативно-правових актів, що регулюють відносини інвесторів венчурного капіталу як агентів інвестування, з одного боку, і підприємця – реципієнта венчурного капіталу як принципала – з іншого. Ці інститути включають такі елементи [5 с. 33; 6, с. 88]:

1. Ринково орієнтоване корпоративне законодавство, забезпечене ефективною й незалежною судовою системою із захисту прав інвесторів і акціонерів, у тому числі міноритарних.

2. Регуляторні нормативно-правові акти, що визначають можливість і міру участі цілої низки інвесторів (приватних інвесторів – добровольців, великих, інституціональних інвесторів і держави як інвестора) в об'єднанні капіталів для інвестування в наукоємний венчурний бізнес. До цієї галузі включають спеціальний режим оподаткування на приріст капіталу.

3. Контрольно-дозвільні інститути. До цієї галузі належать законодавчо встановлені процедури фінансової й бухгалтерської звітності для інноваційного венчурного бізнесу.

4. Законодавчі особливості функціонування ринку капіталу для молодих інноваційних компаній.

5. Загальноприйняті стандарти професійних співтовариств венчурного капіталу.

Найважливішою умовою діяльності інвесторів венчурного капіталу є рівень законодавчого захисту міноритарних акціонерів портфельних компаній. Зарубіжні дослідники, порівнявши рівень захисту інвесторів у різних країнах, включаючи такі його аспекти, як право голосу в компанії, закріплене за пайовиками, захист акціонерів, механізм голосування як засіб проти зловживання менеджменту та права міноритарних акціонерів, переконливо довели сильніший законодавчий захист прав акціонерів у країнах із загальним правом, тоді як цей же захист значно слабший у німецькомовних країнах із цивільним правом, і ще слабше – у Франції. Додатковими елементами захисту прав інвесторів є правозастосовна практика та час винесення судового рішення, яке так само значно відрізняється в цих країнах. А в таких країнах, як Японія та Китай, цивільне законодавство забезпечує ще менший рівень захисту прав інвесторів, і правозастосування цих положень є рідшим, ніж в європейських країнах.

Сильне корпоративне законодавство та механізм захисту прав інвесторів, що асоціюється в усіх розвинутих країнах з ефективним корпоративним законодавством і ефективним розподілом капіталу, створюють усі необхідні умови для зниження ризику, максимізації прибутку інвесторів, належної компенсації менеджерам та розробникам компанії, а також розподіл відповідальності й зниження опортуністичної поведінки у відносинах між принципалом та агентом. Законодавчі особливості захисту прав інвесторів є ключовими чинниками привабливості розміщення капіталу з погляду економічного агента, забезпечуючи необхідний рівень

стабільності й передбачуваність, а також знижуючи побоювання інвесторів про майбутні зміни в правилах і нормативно-правових актах.

Законодавчі норми організації й функціонування ринку капіталу для фінансування малого бізнесу є найважливішим інституціональним елементом механізму венчурного фінансування. При цьому фінансовий ринок є частиною інституціональної інфраструктури, що забезпечує фінансування та зростання організації. Законодавчо дозволені процедури фінансування акціонерного капіталу компанії дають змогу венчурним капіталістам збільшити горизонт інвестування на триваліший період часу, чим це могло би бути в країнах із банківською моделлю фінансування. Інноваційна компанія має можливість залучити значно більше капіталу за допомогою первинної публічної пропозиції своїх акцій у разі, якщо її продукція зуміє значно розширити ринок збуту. Це призводить до того, що у венчурних капіталістів з'являються стимули інвестувати в «стартапи» на ранніх стадіях розвитку, коли ризики найвищі, але й виграш теж потенційно високий.

Законодавчо дозволені процедури лістингу акцій молодих компаній на фондовому ринку збільшують імовірність успішного виходу інвестора з компанії і сприяє повторному залученню інвестицій у компанію. Крім того, залучення капіталу на фондовому ринку для інноваційної компанії стає показником її успішної діяльності та здатності приносити прибуток для потенційного інвестора в майбутньому.

Неформальні інститути, що підтримують механізм фінансування національного венчурного бізнесу, можна поділити на нормативні та когнітивні. Нормативні інститути встановлюються як через офіційно затверджену владою систему контролю над визначеними бізнес-процесами, таку як офіційна звітність (система обробки фінансової інформації) або стандарти конкретних професійних співтовариств, так і за допомогою неформальних доповнень у вигляді системи цінностей, етики, норм довіри в окремих сферах професійної діяльності. Нормативні інститути безпосередньо впливають на характер поведінки агентів венчурного інвестування.

Так, вплив нормативних чинників на професійну діяльність у венчурній індустрії США досліджувала низка зарубіжних фахівців. Серед менеджерів венчурного капіталу в США існують специфічні усталені цінності та стандарти професійної діяльності. Ці стандарти, цінності та норми поведінки керівників у сфері венчурного фінансування пов'язані з особливостями взаємодії агентів венчурного фінансування й залежать від кількості та характерних особливостей членів індустрії.

Когнітивні інститути є найбільш неформальними, проте вважаються доведеними й загальноприйнятими нормами, які встановлюються між індивідами через певні соціальні взаємодії. При цьому як когнітивні, так і формальні нормативні

інститути поширюються та впливають на суспільство безпосередньо через суспільну культуру.

Когнітивні інститути засновані на культурних традиціях і засадах суспільства. Вплив цього когнітивного інституту на підприємницьку діяльність досліджували зарубіжні дослідники. Основними інститутами, що визначають характер і форми функціонування механізму венчурного фінансування в межах когнітивних інститутів, є культура та цінності підприємницької діяльності, відносини підприємця з інвестором, а також роль неформальних соціальних мереж, що забезпечує підтримку підприємцям.

Основні відмінності між США та провідними європейськими країнами в цих інститутах полягають у статусі, закріпленому за підприємцем у неформальних зв'язках і відносинах підприємця з інвесторами. Так, наприклад, у США цей статус вищий, ніж у деяких європейських країнах. Це виявляється в можливостях отримання більшої вигоди за успішну підприємницьку діяльність за незначних витрат і підвищення статусу, а в разі невдачі статус не погіршується та витрати незначні.

Існують серйозні правові відмінності в інститутах, що забезпечують функціонування механізму фінансування національного венчурного бізнесу. Ці відмінності можна поділити на вісім груп [7, с. 12]:

1. Відмінності, що визначаються ідеологією національного законодавства.
2. Відмінності в особливостях законодавчого захисту прав інвесторів.
3. Відмінності в усталених шляхом тривалої юридичної практики механізмах примусів до виконання зобов'язань (правозастосовна практика).
4. Відмінності в законодавчих особливостях організації та функціонування ринку капіталу для фінансування малого бізнесу (акціонерне та банківське фінансування).
5. Відмінності в особливостях законодавчо встановлених процедур фінансової й бухгалтерської звітності.
6. Відмінності в законодавчо дозволені норми і правила інвестування коштів у високоризикові активи для інституціональних інвесторів (пенсійні фонди, страхові компанії тощо).
7. Відмінності в законодавчих особливостях оподаткування на приріст капіталу.
8. Відмінності в неформальних інститутах: статус венчурного бізнесу, неформальні соціальні мережі підприємництва, культура, а також норми етики та довіри у сфері неформального високоризикового фінансування та відносини підприємця з інвесторами.

Механізм венчурного фінансування, заснований на ефективних формальних і неформальних інститутах, створює такі ефекти: формування повного циклу фінансування венчурного бізнесу й перетворення його з високоризикового на стабільний інноваційний бізнес; зниження ризику, а також створення всіх необхідних сти-

мулів для довгострокового інвестування; зниження інформаційної асиметрії під час пошуку та інвестування у високоризикові технологічні проекти; зниження рівня морального ризику, ризику опортуністичної поведінки, а також несприятливого відбору за відносин інвестора, менеджера та розробника; оптимальне витрачання капіталу на високотехнологічні проекти для великих корпорацій і координація як агентів венчурного інвестування, так і інших суб'єктів інноваційної економіки.

Висновки. Таким чином, упродовж усього періоду еволюції інститутів фінансування національного венчурного бізнесу держава відіграла ключову роль в інституціональному забезпеченні функціонування механізму венчурного фінансування. По-перше, держава забезпечила функціонування основних політичних інститутів, що створюють усі необхідні умови для довгострокового та стабільного розвитку інноваційного підприємництва та інноваційної економіки в цілому. По-друге, використовуючи як основний інструмент розвитку спеціальні державні програми, вбудовані в існуюче національне законодавство й економічну систему, національний уряд створив інституціональне середовище для всіх суб'єктів інноваційної економіки, як агентів венчурного інвестування, так і інших залучених у цей процес сторін, включаючи національний уряд, науково-дослідні інститути й університети, малий венчурний бізнес, великі виробничі компанії тощо.

По-третє, держава сформувала національне корпоративне законодавство в напрямі збли-

ження з фінансовою системою та створення ринково орієнтованої системи інноваційного бізнесу. По-четверте, національний уряд створив законодавство, що регулює приплив капіталу до венчурних фондів для всіх агентів венчурного інвестування. Зрештою, національний уряд забезпечив корпоративне й фінансове законодавство ефективними механізмами примусу до виконання у вигляді незалежної судової системи й загального прецедентного права.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Акельев Е.С. Венчурный бизнес: состояние и перспективы Томской области / Е.С. Акельев // Вестник Томского государственного университета. – 2007. – № 300(II). – С. 12–14.
2. Чухно А.А. Постіндустріальна економіка: теорія і практика та їх значення для України / А.А. Чухно. – Київ: Логос, 2003. – 631 с.
3. Тарадайко Д.О. Сутність і особливості формування ринку венчурного капіталу в умовах інноваційного розвитку / Д.О. Тарадайко // Вісник Донецького університету економіки і права. – 2005. – № 2. – С. 49–58.
4. Инновационный менеджмент: [учебник] / Под ред. С.Д. Ильенковой; 3-е изд., перераб. и доп. – Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. – 335 с.
5. Merkle E. Finanzierung mit Venture Capital / E. Merkle // If Wist Wirst – schaft wissenschaftliches. Studium 13. – 1984. – № 5. – S. 32–44.
6. Metrick A. Venture Capital and the Finance of Innovation / Andrew Metrick. – John Wiley & Sons, 2007. – 176 p.
7. Стариченко О. Особливості та можливості венчурних інвестиційних фондів в Україні / О. Стариченко // Фінансовий ринок України. – 2012. – № 5. – С. 11–14.