

використовувати кредити, випуск цінних паперів, а також власні кошти. Достатньо поширеною є операція debt push-down – перенесення боргу з покупця на саму компанію-мішень [10]. Йдеться про важливий фінансовий інструмент структурування інвестицій в акції компанії, здійснюваних за рахунок позикових коштів.

При визначенні підприємств – потенційних цілей приєднання слід зважати на стан показників ефективності їхньої діяльності, зокрема прибутковості капіталу, прибутковості активів, співвідношення операційних доходів та операційних витрат. Необхідність використання цих показників обумовлена тим, що ефективність виступає ключовою ознакою інвестиційної привабливості будь-якого підприємства.

Ефективність вибору фінансового механізму злиття і поглинання залежить від ступеня обґрунтованості їх проведення, для чого необхідно попередньо правильно оцінити можливості цього механізму і передбачити усі ризики і проблеми.

Майже усі угоди злиття і поглинання в Україні відбуваються за участю офшорного бізнесу. Як приклад наведемо заяву про резонансну угоду злиття на українському ринку телекомунікацій. Акціонери "Київстару" – норвезька Telenor (56,5 %) і російська "Альфа-груп" (її телекомунікаційний оператор Altimo контролює 43,5 % "Київстару") зробили спільну заяву про те, що готові об'єднати свої пакети акцій як у "Київстарі", так і в більшому російському "Вимпелкомі" (у Altimo 44 %, в Telenor – 29,9 %). Йдеться про створення нової великої компанії VimpelCom Ltd, яка котируватиметься на Нью-Йоркській фондовій біржі. У новій компанії в "Альфа-груп" буде 43,9 % голосуючих акцій, а в Telenor – 35,4 %. Нова компанія виходить доволі великою – із 85 млн. абонентів (у т.ч. 22 млн. – в Україні), із грошовим потоком (за даними 2008 року) у 12,6 млрд. дол. Законірно, що вона має бути офшорною, запланована її реєстрація на Бермудських Островах. Обмін активів планується здійснювати за такою схемою: акції "Київстару" міняються на акції нової компанії з коефіцієнтом підвищення 3,4 [11].

Часто злиття і поглинання робиться з метою диверсифікації портфеля активів, що перебуває під мандатом компанії. Приклад: у середині травня 2009 р. структури "EastOne" (кіпрські офшори Folkdale Trading і Ambelaria Investments) завершили угоду з викупу 30 % акцій електрометалургійного заводу в компанії Miralton Investments (Kipr) і Stapleton Services (Британські Віргінські острови) [12].

На підставі викладеного вище можна зробити висновки, що інституційні перетворення та концентрація капіталу (у формі злиття, приєднання і поглинання) є важливими складовими процесу розвитку корпоративних фінансів, науково теоретичне підґрунтя якого потребує подальшого розвитку. Головне – це прискорення процесу формування великого національного капіталу, який би активно діяв на благо підвищення конкурентоспроможності вітчизняної економіки.

1. Крылова Г.Б. От научного редактора // В кн. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО "Олимп – Бизнес", 1997. – XXVI. 2. Ченг Р. Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика. – М.: ИНФРА-М, 2000. – С. 2-5 (686 с.); Боди З., Мертон Р. Финансы. – М.: Издательский дом "Вильямс", 2008. – С. 507-551 (592 с.); Р. Брейли, С. Майерс. Принципы корпоративных финансов. – М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 1997. – 1120 с. 3. Геєць В. Формування і розвиток фінансової кризи 2008-2009 років в Україні // Економіка України. – 2010. – №4. – С.13. 4. Росс С. и др. Основы корпоративных финансов. – М.: Лаборатория Базовых Знаний, 2000. – С.624 (720 с.) 5. Weston J.F., Weaver S.C. Mergers and Acquisitions. – New York: McGraw. – Hill, 2001, p.34. 6. Звіт Антимонопольного Комітету України за 2009 рік // <http://www.amc.ua>. 7. Деламфилс Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. Процесс, инструментарий, примеры из практики, ответы на вопросы / Пер. с англ. – М.: ЗАО "Олимп – Бизнес", 2007. – 960 с.: ил. (С.10-11). 8. Иванов Ю.В. Слияния, поглощения и разделение компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса. – М.: Альпина Паблишер, 2001. – С. 42. 9. Dash A. P. Mergers and Acquisitions. – 1st ed. New Delhi, I. K. International Pvt. Ltd., 2010. – p. 75-77. 10. Кушнаренок С., Дьомін М. Особливості та переваги злиття компаній за допомогою зовнішнього фінансування // Фінансовий ринок України. – 2010. – №5. – С. 17-18. 11. Маскалевич І. "Вимпелком лімітед": добрим словом і...револьвером? // Дзеркало тижня. – 2009. – 10 жовтня. – С. 9. 12. Еремін Ю. Времена на стали // Деловая столица. – 2008. – 26 мая. – С. 26.

Надійшла до редакції 16.08.2010

В. Пилипенко, асп.

## ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ ТА РОЗВИТКУ РИНКУ ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ

*У статті висвітлено сучасні підходи до визначення сутності ринку венчурного капіталу та венчурного фінансування, охарактеризовано його особливості та специфічні риси, обґрунтовано необхідність формування інфраструктури ринку венчурного капіталу на основі розвитку фондового ринку.*

*The article elucidates contemporary approaches to defining the essence of venture capital market and venture financing, characterizes its peculiarities and features, and substantiates the need for creating the infrastructure of venture capital market on the basis of stock market development.*

**Постановка проблеми.** Функціонування венчурного капіталу неможливе без існування специфічного ринку – ринку венчурного капіталу. В сучасній економічній літературі країн, які мають розвинену ринкову економіку, є загальноновизнаним автономне існування ринку венчурного капіталу з його суб'єктами, особливостями функціонування, власною інфраструктурою, механізмом конкуренції, особливою динамікою відносин тощо. На сьогоднішній день ринок венчурного капіталу в країнах з розвинутою ринковою економікою є не лише організований певним чином, але є ринком високо інституціоналізованим.

**Аналіз останніх публікацій і досліджень** свідчить, що у вітчизняній науковій літературі питанням дослідження ринку венчурного капіталу приділяється недостатня увага. Окремі аспекти цієї проблеми викладено в роботах Барановського О.І., Гейця В.М., Гранатурова В.М., Грозного І.С., Дзюблюка О.В., Задорожно-го Г.В., Лапко О.О., Міщенко В.І., Науменкової С.С., Скрипкіної О.С., Смовженко Т.С. та інших.

**Метою статті** є дослідження умов і принципів формування та розвитку ринку венчурного капіталу як складової ринку фінансового капіталу, а також обґрунтування необхідності розвитку інфраструктури ринку венчурного капіталу на основі фондового ринку.

**Обґрунтування отриманих наукових результатів.** Ринок венчурного капіталу належить до типу ринків недосконалої конкуренції, що обумовлено, насамперед, двома проявами асиметрії.

По-перше, він характеризується асиметричною інформацією, тобто нерівномірним розподілом інформації між суб'єктами ринку венчурного капіталу, що обумовлено тим, що економічні суб'єкти цього ринку не можуть зібрати всю необхідну інформацію для коректної оцінки існуючих альтернатив. Проте певні інформаційні переваги, як правило, мають одержувачі венчурного капіталу, хоча всім суб'єктам цього ринку притаманні невизначеність переваг і очікувань як у короткостроковому, так і у довгостроковому тривалому пері-

одах, що робить їхню поведінку складною для прогнозування та управління.

По-друге, асиметричними є також позиції суб'єктів венчурного ринку, які не підлягають локальному обговоренню, укладанню угод та домовленостей на переговорах. У такому інституційному ринковому середовищі пропозиція та попит врівноважуються ринковими посередниками – компаніями венчурного капіталу. Певна недосконалість цього ринку може призвести до великих витрат за операціями, якщо на ринку присутні зацікавлені в комісійних винагородах посередники, які працюють над підвищенням ринкової "прозорості". Ці суб'єкти-посередники відомі також як брокери венчурного капіталу, діють за завданням (дорученням) підприємця. Їхня мета – ідентифікація фінансової та професійної підтримки щодо реалізації певного ділового інноваційного проекту чи заснування нової фірми.

В економіці ринок венчурного капіталу виконує наступні функції:

- ✓ Акумуляція грошових заощаджень домогосподарств, приватних інвесторів, фірм, фінансово-кредитних установ, фінансово-промислових груп у венчурних фондах.

- ✓ Трансформація грошових коштів венчурних фондів безпосередньо у продуктивний капітал і використання його у вигляді інвестицій в процесі реалізації венчурного проекту.

- ✓ Створення ефективної інфраструктури для використання венчурного капіталу.

- ✓ Реалізація вартості інноваційного продукту венчурних фірм шляхом розміщення цінних паперів на фондовому ринку [4].

Виконуючи зазначені вище функції, ринок венчурного капіталу стає своєрідним посередником у процесі свого руху, оскільки в дійсності капітал існує не як капітал у процесі обігу, а лише в процесі виробництва, в процесі створення вартості та додаткової вартості. Крім названих функцій, ринок венчурного капіталу виконує також функцію прискорення концентрації капіталу в інноваційному секторі економіки.

Ринок венчурного капіталу відображає накопичення коштів, а його рух органічно пов'язаний з рухом вартості в її грошовій формі, з утворенням і використанням коштів венчурних фондів у вигляді цінних паперів або кредитних ресурсів.

Реалізація вартості інноваційного продукту відбувається шляхом емісії цінних паперів венчурної фірми та їх котирування. Зростання курсу цінних паперів залежить від ефективності комерціалізації продукту, створення на його основі нового товару, нової технології, нових знань тощо.

Функціонування ринку венчурного капіталу залежить від рівня розвитку спеціалізованих інститутів ринкової інфраструктури. Елементами останньої є система позабіржового котирування цінних паперів, інвестиційні компанії, фонди, консалтингові фірми, бізнес-центри, інкубатори та фондові біржі [6]. За інституційними ознаками національний ринок венчурних капіталів складається з операцій приватних фінансово-кредитних установ, перш за все венчурних фондів і ринку цінних паперів у тій його частині, де здійснюється позабіржовий оборот.

В економічній літературі існує думка, що обіг венчурного капіталу здійснюється виключно за допомогою фондової біржі. Однак практика розвинутих західних країн свідчить, що інноваційні фірми з венчурним фінансуванням розміщують свої акції на позабіржовому ринку [7]. Фінансування малих інноваційних фірм здійснюється переважно на позабіржовому ринку, який є важливим інститутом, що забезпечує продаж акцій но-

вих і практично невідомих фірм. Позабіржовий ринок первинної пропозиції акцій виник у 1971 р. в США на основі системи автоматизованого котирування Національної асоціації біржових дилерів (NASDAQ). Він не є локалізованим і оперує цінними паперами в межах всієї країни, використовуючи комп'ютерну мережу.

Взагалі, біржі відіграють вирішальну роль для малих інноваційних фірм, які в рамках реалізації венчурного проекту випробують на споживчому ринку свій новий продукт і бажають залучити додаткові кошти за рахунок продажу акцій на фондовій біржі. Крім того, на фондовій біржі котируються старі випуски цінних паперів, зокрема акції торгово-промислових корпорацій, а за допомогою скупки акцій відбувається перерозподіл власності. Джерелом додаткових коштів у даному випадку є індивідуальний вкладник, тоді як позабіржовий обіг охоплює, як правило, лише нові випуски цінних паперів, головним чином, нових високотехнологічних фірм. У позабіржовому обороті здійснюється переважно фінансування відтворювального процесу. На позабіржовому ринку діє колективний вкладник в особі великих фінансово-кредитних інститутів, у тому числі венчурних фондів.

З 1996 р. в Європі функціонують три позабіржових ринки: 1) паризький – для первинного розміщення акцій; 2) лондонський ринок альтернативних інвестицій; 3) EASDAQ – аналог американської системи NASDAQ. Загальноєвропейська система EASDAQ поки що працює недостатньо ефективно, оскільки для її ефективної роботи необхідно представити акції не менш ніж 100 компаній [8].

Найбільш високими темпами останнім часом розвивається ринок NASDAQ, а його роль і значення у розвитку фондової інфраструктури порівнюють зі значенням Нью-Йоркської фондової біржі (New York Stock Exchange – NYSE). NASDAQ розділений на два сегменти: на одному торгуються акції компаній із значною капіталізацією (NASDAQ National Market), на другому – з малою (NASDAQ Small Cap). NASDAQ Small Cap став свого роду "злітною смугою" для багатьох молодих приватних компаній, які виходили на фондовий ринок, у тому числі для компаній, що супроводжувались венчурними капіталістами.

Характер продукту інноваційних венчурних фірм, а також відносини власності між суб'єктами венчурного капіталу зумовлюють появу проблем з отриманням доходу на венчурний капітал. Реалізація додаткової вартості на ринку венчурного капіталу дає можливість венчурним капіталістам отримувати дохід. Це свідчить про економічну реалізацію власності венчурними капіталістами, сутність якої полягає у монополізації умов виробництва, що в інноваційному процесі пов'язано, на наш погляд, з формуванням монополії на нові знання. У зв'язку з науково-технічним прогресом і накопиченням інформації постає питання щодо самої природи власності на інтелектуальний продукт.

NASDAQ та EASDAQ допомагають молодим компаніям здійснювати первинні розміщення своїх акцій на фондовому ринку, доступ до яких, наприклад, на NYSE, закритий. Однак, залишаючись єдиною альтернативою, в інтересах широкого кола інвесторів NYSE встановлює досить жорсткі вимоги.

На думку економістів І. Едвенсона та М. Малоне, надмірне покладання на право приватної власності та ринки в тій чи іншій мірі перешкоджає розвитку наукових знань [7]. Відомо, що кругообіг венчурного капіталу здійснюється у двох площинах: рух реальної вартості у виробництві та "фіктивний" рух капіталів у формі цінних паперів. На наш погляд, на сьогодні венчурний капітал ще не виокремився у самостійну конкретну форму, а

залишається складовою фінансового капіталу. Це пов'язано з тим, що венчурний капітал досі відіграє допоміжну роль у функціонуванні великого корпоративного капіталу, але в той же час відображає нові тенденції в розвитку продуктивних сил: мініатюризацію, комп'ютеризацію та глобалізацію процесів руху капіталу.

Кругообіг венчурного капіталу певною мірою висвітлює його сутність, оскільки в цьому процесі основну роль відіграє фондова біржа, механізм якої є одним із шляхів одержання доходу на венчурний капітал. Закономірності руху капіталу на основі біржових механізмів накладають певні обмеження на кругообіг венчурного капіталу, але разом із тим біржові спекуляції відіграють певну роль у стимулюванні притоку капіталів інвесторів у фонди венчурного капіталу. Тим самим сучасні механізми руху фінансового капіталу надають відповідного характеру процесам науково-технічного розвитку економіки [2].

Проте такий підхід має певні недоліки. По-перше, він підхід не відображає особливостей утворення фондів венчурного капіталу як складової фінансового капіталу. По-друге, недостатньо повно характеризує процес реалізації вартості інноваційного продукту за допомогою біржі. По-третє, в реальній діяльності кругообіг венчурного капіталу здійснюється не за допомогою бірж, а на позабіржовому ринку. По-четверте, такий підхід не виявляє венчурний капітал як якісно складну форму фінансового капіталу, що поєднує дві його складові – грошовий і фіктивний капітал.

Завдяки суспільному характеру продуктивних сил, виростаючи з відокремлення та злиття банківського, промислового та торгового капіталу при здійсненні інноваційних процесів, фінансовий капітал породив і нову форму – венчурний капітал, який адекватно відображає його природу фінансового капіталу, передає йому свої генетичні характеристики: гнучкість, мобільність, ліквідність, різноманітність організаційних структур, що легко комбінуються і поглинаються.

Як тільки фінансовий капітал досягає певного рівня свого збалансування в економічній системі, інтегруючи в неї малий бізнес, венчурний капітал освоює свої зони інтенсивного підприємницького ризику. Проникаючи у нові галузі науково-технічного прогресу, він стає своєрідним "фінансовим диверсифікатором" [1]. Венчурний капітал значно знижує підприємницький ризик шляхом акумулювання коштів із різних джерел і вкладання їх у численні інноваційні проекти на різних етапах життєвого циклу нововведення.

Крім фінансових, венчурний капітал надає послуги, пов'язані з управлінням, маркетингом та інформаційним обслуговуванням. Завдяки створенню ним сучасних форм диверсифікації, міжфірмового співробітництва, кооперації та можливості використання малими інноваційними фірмами нетрадиційних джерел фінансування ризикових проектів венчурний капітал забезпечує проведення новітніх науково-технічних досліджень. Як і фінансовий капітал, венчурний капітал вимагає створення певної інфраструктури: інкубаторів, технопарків, технополісів, науково-технічних агломерацій, території пріоритетного розвитку науки та технології, нових економіко-правових форм. Венчурне фінансування допомагає заповнити технологічні ніші, утворені великим монополістичним-капіталом, в які проникають малі інноваційні фірми. Взагалі, формування структури та механізму ринку венчурного капіталу є складним процесом, пов'язаним з розвитком продуктивних сил і науково-технічного прогресу.

Логіка розвитку сучасного науково-технічного прогресу, який оцінюється як нова технологічна революція, дозволяє подолати проблему забезпечення конкурен-

тоспроможності національної економіки та вітчизняної продукції, а також її господарських систем, насамперед через інновації та їхню якість. Тому, сприяючи переходу господарських систем на інноваційний тип розвитку, венчурний капітал підвищує конкурентноздатність економіки та вимагає структурних перетворень. Як правило, принципово нові інновації формують власні ніші ринку нових товарів. При цьому інноваційні підприємницькі фірми отримують підвищений прибуток від використання венчурного капіталу як монополю ренти.

Власник нової ідеї вступає у відносини купівлі-продажу з власником засобів виробництва, пропонуючи товар, яким є інтелект і створені ним нові знання. При цьому природа монополії на нові знання не зникає, а відбувається лише зміна власника. Так звана "монополія на знання" характеризує відносини між власником продукту інтелектуальної праці та власником засобів виробництва з приводу створення та використання знань.

Функціонування ринку венчурного капіталу залежить від рівня розвитку спеціалізованих інститутів ринкової інфраструктури. Елементами останньої на ринку венчурного капіталу є система позабіржового котирування цінних паперів, інвестиційні компанії, фонди, консалтингові фірми, бізнес-центри, інкубатори, фондові біржі.

Падіння в листопаді 2008 р. американського фондового індексу S&P 500 на 17.43 %, російського індексу RTS – на 9,48 %, українського ПФТС – на 28,5 % суттєво вплинули на стабільність світового фінансового ринку. Рецесійні процеси спостерігаються і в інших країнах. Вперше за останні п'ять років уряд Японії понизив оцінку своєї економіки. В цілому ж, згідно з даними МВФ, до 2009 р. глобальний ВВП понизився з 5 % до 3,9 %. Всі інститути ринку капіталу стали більш обережними, внаслідок чого спостерігається дефіцит ліквідності та збільшення обмежень кредитних умов [5].

Під час світової фінансової кризи в жовтні-грудні 2008 р. венчурне фінансування високоризикових проектів у країнах-лідерах технологічного прориву, на відміну від України, постраждало мало. Це пояснюється тим, що якщо в розвинутих країнах інноваційні фірми з венчурним фінансуванням розміщують свої акції на позабіржовому ринку: паризькому, лондонському, EASDAQ, NASDAQ, то в Україні на національному фондовому ринку ПФТС, падіння якого оперативному впливає на венчурне фінансування.

**Висновки.** Проведене дослідження дозволило визначити основні умови та принципи формування і розвитку ринку венчурного капіталу як складової ринку фінансового капіталу, а також обґрунтувати необхідність формування та вдосконалення інфраструктури ринку венчурного капіталу на основі біржового та позабіржового фондового ринку.

1. Гаман М. Загальний стан та проблеми регулювання інноваційної діяльності в Україні // Вісник Української Академії державного управління при Президенті України. – 2008. – №4. – С. 76-92. 2. Геєць В. Інноваційно-інноваційний шлях розвитку – модернізаційний проект розвитку української економіки і суспільства на початку XXI століття // Банківська справа. – 2007. – №4. – С. 3-32. 3. Гранатуров В.М. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути снижения: Монография – М.: Изд. "Дело и Сервис", 2007. – 112 с. 4. Грозний І.С. Обґрунтування стадійності механізму венчурного циклу // Схід. – 2005. – № 5(71). – С.17-23. 5. Ільєнкова С. Ринок інновацій: предмет та структура // Вісник ТУП. Наук. журн. – № 5, ч. 1. – Хмельницький: ТУП, 2008. – С. 69 – 72. 6. Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії // Указ Президента України від 07.09.1999 р. № 968/99. 7. Edvinsson L., Malone M.S. Intellectual Capital. Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower. -Y.: Harper Business, 2007. – 225 p. 8. Lerner J. The syndication of venture capital investments // Financial Management. – 2005. – №23. – P.16-27.