

3. *Фінансовий менеджмент: Підручник / Кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А.М.Поддєрьогін.* — К.: КНЕУ, 2005. — 536 с.
4. *Фінанси (Загальна теорія): Навч. посібник.* — 2-ге вид., доп. і перероб. — К.: КНЕУ, 2001.
5. *Львовичкін С.В.* Макрофінансова стабілізація в Україні у контексті економічного зростання: Монографія. — К.: Наша культура і наука, 2003. — 432 с.
6. *Сокоринська І.Г.* Діагностика фінансового забезпечення діяльності підприємства // *Фінанси України.* — 2003. — № 1. — С. 88—94.
7. *Ковалюк О.М.* Фінансовий механізм організації економіки України (проблеми теорії і практики): Монографія. — Львів: Вид. центр Львів. нац. ун-ту ім. Івана Франка, 2002.
8. *Артус М.М.* Фінансовий механізм в умовах ринкової економіки // *Фінанси України.* — 2005. — № 5. — С. 54—59.
9. *Статистичний збірник „Діяльність підприємств — суб'єктів підприємницької діяльності”.* — К.: Держкомстат України, 2005. — Ч.1. — 164 с.
10. *Наказ Міністерства економіки України від 19 січня 2006 року № 14 „Про затвердження Методичних рекомендацій щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства”// Інформаційно-правова база „Ліга-Закон”.*

Одержано 17.05.2005

В.В. Балицкая

Финансовый механизм: научный и практический аспекты исследования

Рассмотрены современные подходы к трактовке финансового механизма. Проанализированы общие критерии эффективности финансового регулирования и финансового обеспечения в контексте деятельности предприятий Украины.

О.В. Красовська

Теоретичні засади функціонування венчурного капіталу та його використання в Україні*

Досліджуються теоретичні засади функціонування венчурного капіталу та його місце в сукупності приватного акціонерного капіталу, аналізуються основні показники розвитку венчурного фінансування в Україні.

Вибір Україною інноваційної моделі розвитку та розбудова знанневого суспільства, які неодноразово проголошувалися на найвищому рівні керівництва державою, вимагають відповідного фінансового забезпечення цих процесів. Виходячи з того, що реалізація інноваційної моделі економічного розвитку потребує значних фінансових витрат, необхідно суттєво розширити можливості інвестування в інноваційну діяльність. Можливість отримувати необхідний обсяг фінансових ресурсів у потрібний для цього час є визначальним моментом в інноваційному процесі. Більшість фірм, що наважуються провадити інноваційну діяльність, зустрічаються із серйозними труднощами, оскільки новизна продукту, що пропонується, та високий ризик втрати вкладених коштів майже завжди

* Статтю підготовлено в рамках виконання науково-дослідного проекту „Розробка організаційно-методичного забезпечення формування в Україні системи венчурного фінансування”, що виконується відповідно до Розпорядження Президента України „Про надання грантів Президента України для підтримки наукових досліджень молодих учених” від 30 січня 2007 р. № 18/2007-рп (договір з МОН № Ф13/65-2007 від 15.02.07 р., державний реєстраційний номер 0107U003219).

„відлякують” потенційних інвесторів від інноваційної фірми. У випадку, коли мова йде не про комерціалізацію, а про стадію створення нового продукту/технології, традиційні джерела фінансування стають практично недосяжними. Як свідчить світова практика, одним з найбільш ефективних способів фінансової підтримки високотехнологічних підприємств, особливо на початковому етапі, є саме венчурне фінансування. Останнім часом в наукових та політичних колах все активніше обговорюються можливість та необхідність активного використання венчурного капіталу у фінансуванні інноваційної діяльності.

Венчурний капітал, який є порівняно новим явищем для України (адже активні дискусії на цю тему ще не привід вважати його реальним елементом національної інноваційної системи України), існує і активно розвивається в світі ще із середини минулого століття. Індустрія венчурного капіталу зародилася в США в 50-ті роки ХХ століття. Її засновником вважають А. Рока, який створив свій власний венчурний фонд в 1957 р. спеціально для фінансування процесу виробництва принципово нового транзистору (який, до речі, на той момент знаходився на стадії теоретичної розробки), винайденого інженером компанії „Shokley Semiconductor Laboratories”. У 1961 р. Рок створив перший венчурний фонд, який сам почав шукати і фінансувати ризикові проекти та молоді компанії, розмір активів фонду на початку його діяльності складав 5 млн. дол. Такі відомі фірми, як „Intel”, „Apple Computers”, „Digital”, „Compaq”, „Sun Microsystems”, „Microsoft”, „Lotus”, починали свою діяльність саме з венчурного капіталу. На сьогоднішній день значення венчурного капіталу неможливо переоцінити. Так, за даними дослідження „Економічне та соціальне значення венчурного капіталу в Європі”, проведеного у 2002 р. Європейською асоціацією венчурного капіталу (EVCA), 94,5% зростаючих підприємств, які брали участь в опитуванні, вказали, що венчурні інвес-

тиції були визначальним фактором їх створення, виживання та зросту, а 72% підприємств вважають, що без венчурних інвестицій вони були б неспроможні досягти свого поточного рівня функціонування [1].

Сьогодні в Україні вже існує достатньо великий резерв приватних коштів, які могли б бути спрямовані на інноваційний розвиток, але інвестування коштів в цю сферу стримується великим ризиком та відсутністю будь-яких гарантій. У розвинених країнах світу цей ризик значною мірою компенсує держава, підтримуючи створення венчурних фондів, що стають завдяки такій підтримці однією з найбільш вигідних сфер вкладання капіталу. На жаль, в Україні досі не існує реальних механізмів залучення та використання венчурних інвестицій, бракує кількісного виміру реальної потреби українських підприємств у фінансуванні ранніх стадій створення та освоєння технологій та оцінки потенційної здатності української економіки до сприйняття венчурних інвестицій. Без цього говорити про інноваційну модель української економіки немає жодного сенсу.

Усе це зумовило актуальність даного напрямку досліджень, присвячених комплексному вивченню системи венчурного фінансування та розробці організаційно-методичного забезпечення її формування в Україні, які виконуються в рамках науково-дослідного проекту „Розробка організаційно-методичного забезпечення формування в Україні системи венчурного фінансування”.

Що стосується наукових аспектів даної проблеми, то досить значна кількість дослідників займалася вивченням проблеми становлення та розвитку венчурного капіталу в світі та в Україні. Зокрема, це такі українські дослідники, як Антонюк Л.Л., Денисюк В.А., Лапко О.О., Поручник А.М., Софіщенко І.Я., Соловйов В.П., Новикова І.В. та інші, а також російські та білоруські вчені Бунчук М.О., Гапоненко Н.В., Гулькін П.Г.,

Дагаєв О.О., Євсеєнко О.В., Кондратьєва Т.М., Каржаув А.Т., Рогова О.М., Нехорошева Л.М., Фоломьев О.М., Унтура Г.А. Протягом останніх двох років в Україні було захищено цілу низку дисертаційних робіт, також присвячених різним аспектам функціонування венчурної індустрії, серед яких слід відзначити роботи Грозного І.С., Долішної М.М., Локшина В.С., Жорнокуя Ю.М., Олефіренка О.М., Опанасенка В.В., Пікуліної Н.Ю., Федоровича П.П. У цих дослідженнях розглянуто закордонний досвід застосування венчурного капіталу, окреслено можливі напрямки його використання в Україні. У той же час недостатньо глибоко вивчено власне сутність категорії „венчурний капітал”, не визначено місце венчурного капіталу (venture capital) в приватному акціонерному капіталі (private equity). Зважаючи на це, метою даної статті є дослідження теоретичних засад функціонування венчурного капіталу та його місця в сукупності приватного акціонерного капіталу, а також аналіз основних показників розвитку венчурного фінансування в Україні.

За визначенням Європейської асоціації венчурного капіталу, приватний акціонерний капітал — це капітал, який інвестується до компаній, які не котируються на фондових ринках; такий капітал може спрямовуватися на створення нової продукції та розвиток технологій, збільшення обсягів оборотного капіталу, закупівлю чи зміцнення балансу компанії. З його допомогою також можна вирішувати питання власності та управління, забезпечувати спадковість у фамільних компаніях, здійснювати під керівництвом досвідчених менеджерів купівлю участі у капіталі або ж викуп контрольного пакету акцій. За великим рахунком, венчурний капітал є підмножиною приватного акціонерного капіталу, який стосується приватних інвестицій, що здійснюються на етапі становлення, початкового розвитку та росту. Високий порівняно із середнім рівнем ризик перед-

бачає отримання вищого, ніж в середньому в даній сфері, рівня прибутку.

За визначенням Канадської асоціації венчурного та акціонерного капіталу (CVCA), „приватний акціонерний капітал” — це загальний термін, який на ринку відображає сукупність усіх форм акціонерних та квазіакціонерних інвестицій. На зрілому ринку акціонерного капіталу виділяють, як правило три його основних сегменти: капітал викупу (buyout capital), підготовчий (mezzanine capital) та венчурний (venture capital) капіталі. У свою чергу венчурний капітал визначається як спеціалізована форма приватного акціонерного капіталу, що характеризується переважно високоризиковими інвестиціями до нових або молодих компаній, котрі прагнуть зростання в технологічних та інших секторах, створюючих додаткову вартість.

Дещо інакше ці терміни визначаються Австрійською асоціацією венчурного та акціонерного капіталу (AVCAL). Згідно з визначенням останньої, венчурний капітал — це капітал, що має незалежне управління та інвестується в приватні компанії, які характеризуються високими темпами росту. У свою чергу приватний акціонерний капітал включає в себе венчурний капітал, капітал, спрямований на викуп контрольного пакету акцій корпорації, що фінансується випуском нових акцій або за допомогою власне кредиту, який повинна сплатити сама корпорація, на злиття компаній, виплату боргів з підготовки або ж кризового становища, а також низку гібридних форм капіталу, таких як венчурний лізинг та венчурний факторинг. Тобто, незважаючи на певну відмінність у трактуванні, венчурний капітал також розглядається як підмножина (форма) приватного акціонерного капіталу.

У визначенні Ірландської асоціації венчурного капіталу (IVCA) підкреслюються інша характеристика приватного акціонерного капіталу — його належність до капіталу компаній, які не котируються на фондовому ринку та відповідно не є

ліквідними, а також довготерміновий характер таких інвестицій [2].

У дослідженнях ОЕСР [3] венчурний капітал розглядається як капітал, що інвестується в молоді компанії, які не котуються на фондовому ринку. Метою такого інвестування є високий прибуток, додана вартість в даному випадку створюється молодими компаніями, які діють спільно з венчурним капіталістом, який не лише надає кошти, але і професійну експертизу. Виділяють наступні основні характеристики венчурного капіталу: тривалий часовий лаг повернення інвестицій (як правило, 3—7 років); активний стиль інвестування, адже в процесі інвестування фактично створюється партнерство зі спільним менеджментом, венчурний капіталіст надає підтримку і поради, що базуються на його власному досвіді. Не менш важливою характеристикою є повернення інвестицій переважно у вигляді прибутку від капіталу наприкінці інвестування, а не поточних дивідендів.

Таким чином, можна побачити, що наведені визначення досить чітко розрізняють поняття венчурного капіталу та приватного акціонерного капіталу, розглядаючи венчурний капітал як підмножину приватного акціонерного. Як зазначають спеціалісти „Алмейда Кепітал” („Almeida Capital”), провідного інформаційного ресурсу у питаннях індустрії приватного акціонерного капіталу, термін „венчурний капітал” використовується для характеристики інвестицій на ранніх стадіях розвитку фірми, досить часто цей термін вживається не зовсім коректно, а те, про що йде мова, насправді є приватним акціонерним капіталом [4].

Чому ж виникає це помилкове теоретичне трактування терміну „венчурний капітал”? Якщо ми звернемося до наукової літератури, то побачимо, що існує багато визначень венчурного капіталу (див., наприклад, [5, с.19—20]). Всі вони тією чи іншою мірою відображають такі основні характеристики венчурного капіталу, як високий ступінь ризику (в пе-

рекладі з англійської *venture* — ризикове підприємство, ризикове починання), прагнення його власників до отримання надприбутків та етапність його функціонування. Якщо в питаннях ризиковості та прибутковості автори є відносно однозначними і їх визначення не суперечать наведеним вище визначенням асоціацій, то в питаннях етапів діяльності фірми, на яких використовується венчурний капітал, є певні протиріччя. Традиційно більшість авторів виділяють наступні етапи венчурного фінансування відповідно до стадії розвитку, на якому знаходиться фірма (див., наприклад, [5, с.29—31; 6, с.31]):

1. „Посівна” стадія (seed stage), або стадія становлення.
2. Початкова стадія (start-up stage).
3. Стадія росту (early stage).
4. Стадія розширення підприємства (expansion).
5. Стадія підготовки підприємства до викупу (продажу) внутрішніми менеджерами (mezzanine stage) та подальшого продажу (management buy-out).
6. Стадія ліквідності та викупу (продажу) підприємства зовнішніми менеджерами (liquidity stage) та подальшого продажу (management buy-in).

Саме в цій характеристиці венчурного капіталу і полягає головна помилка в усвідомленні його теоретичної суті, тобто помилково ототожнюються поняття венчурного та приватного акціонерного капіталу, тоді як венчурний капітал є лише складовою приватного капіталу, який застосовується на стадії зародження, становлення та початкового розвитку фірми та не включає останні дві стадії. Включення до поняття венчурного капіталу лише цих початкових етапів розвитку є цілком логічним, адже саме вони характеризуються найбільшим ступенем ризику, який є його невід’ємною характеристикою. На нашу думку, таке помилкове трактування сутності венчурного капіталу має досить серйозний вплив на його подальше вивчення та заважає розробці адекват-

них заходів з його впровадження в економічну практику. Адже, якщо трактування на початковому теоретичному рівні є помилковим, всі подальші розробки та надбудови, виконані на основі цього помилкового твердження, також є не зовсім вірними.

Слід відзначити, що опосередковано досить часто у визначеннях венчурного капіталу вказується на його вкладання у технологічні галузі, тобто підкреслюється постійний зв'язок капіталу з інноваційною та науково-технічною діяльністю. Це цілком логічно, бо саме в результаті проведення інноваційної та науково-технічної діяльності створюються ідеї та продукти, здатні викликати зацікавленість венчурного інвестора та згодом принести високий рівень прибутку.

Таким чином, ми пропонуємо визначити венчурний капітал як частину приватного акціонерного капіталу, що з великою ймовірністю ризику інвестується у компанії, які знаходяться на етапі становлення та початкового розвитку та не котиються на фондовому ринку, а у випадку успіху приносить своєму власнику вищий, ніж у середньому, прибуток. По своїй суті венчурний капітал фактично є засобом залучення коштів та зменшення ризику.

Зрозуміло, що при всій його привабливості венчурне фінансування не можна вважати універсальним джерелом фінансового забезпечення. Венчурний капітал корисний на певній ділянці розвитку інноваційної активності підприємств і не здатен компенсувати нестачу коштів з решти джерел для розвитку науково-технічної сфери. Підтвердженням цього є відносно невелика питома вага венчурного фінансування в багатьох країнах, за винятком США та Великобританії [7, с.40].

Звернемося до конкретних фактів розвитку венчурної діяльності в Україні¹. В Україні немає нормативних актів, які б

комплексно регулювали функціонування венчурного капіталу та процедури венчурного фінансування, а сфера венчурної індустрії регулюється Законом України „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” від 15.03.2001 року № 2299-III. Цей закон визначає правові та організаційні основи створення, діяльності та відповідальності суб'єктів спільного інвестування, особливості управління їх активами, встановлює вимоги до складу, структури та зберігання активів, особливості розміщення та обігу цінних паперів інститутів спільного інвестування, порядок та обсяг розкриття інформації інститутами спільного інвестування з метою залучення та ефективного розміщення фінансових ресурсів інвесторів. Одним з типів інститутів спільного інвестування (ІСІ) визначені венчурні фонди. За законом „у разі якщо недиверсифікований ІСІ закритого типу здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів власного випуску та активи якого більш ніж на 50 відсотків складаються з корпоративних прав та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі, він вважається венчурним фондом” (стаття 4).

Незважаючи на крок вперед, зроблений з прийняттям цього закону, слід зазначити, що в ньому є певні недоліки та прорахунки. Наприклад, в списку основних термінів не конкретизовані поняття, які відносяться безпосередньо до сфери венчурного бізнесу (венчурний капітал, венчурне фінансування тощо), венчурний бізнес фактично зводиться до діяльності венчурних фондів, які насправді є лише одними з учасників венчурної діяльності (поряд з розробниками проєктів та інвесторами). Фактично в результаті дії такого закону поняття венчурного фонду в Україні відрізняється від загальноприйнятого, оскільки в нас він

¹ У статті використано аналітичні матеріали Української асоціації венчурного бізнесу, розміщені на офіційному веб-сайті УАІБ (www.uaib.com.ua).

розглядається як специфічний ІСІ, правила формування, існування та закриття якого підпорядковуються загальним правилам діяльності ІСІ та компаній з управління активами. Натомість поняття венчурного фонду включається до більш широкого терміну „інститут спільного інвестування”, без врахування особливостей такого роду інституцій, взаємозв'язків між ними та іншими учасниками венчурної діяльності. Також в законі не розглянуто питання створення позитивного фіскального і правового середовища для венчурної діяльності, зниження ступеню ризику і стимулювання роботи венчурних фондів; податкових пільг для венчурних інвестицій; відсутні механізми венчурного фінансування малих інноваційно-технологічних фірм на початковій та „посівній” стадіях.

До прийняття цього закону основні засади функціонування інститутів спільного інвестування в Україні визначалися Директивою Європейського Союзу № 85/611 від 20 грудня 1985 р. „Про приведення у відповідність законів та положень стосовно спільного інвестування в цінні папери, що обертаються”. Але діяльність венчурних фондів залишалася поза увагою директиви. У травні 1998 року в Україні за пропозицією Європейської асоціації венчурного капіталу при Українській асоціації венчурного бізнесу (УАІБ) було відкрито секцію венчурного капіталу, основне завдання якої — сприяти розвитку венчурного інвестування в Україні.

До появи вказаного закону в країні із середини 1990-х років існували інвестиційні та взаємні фонди, серед яких можна назвати „Western NIS Enterprise Fund” (150 млн. дол., виділених урядом США для інвестування в харчову промисловість, сільське господарство, виробництво будівельних матеріалів, фінансовий сектор України), „SigmaBlayzer” (капітал — 100 млн. дол.), фонд прямих інвестицій „Україна” (капітал — 22,5 млн. дол., більша частина якого була внесена ЄБРР, МФК, „Greditanstalt Invest-

ment Bank AG”, „Commercial Capital”, Банком Бостона і приватними інвесторами). Крім того, функціонували такі фонди та компанії венчурного інвестування, як „Black Sea Fund”, „Euroventures Ukraine” та „Інеко”, фонд „Дніпро”. До 2003 року кількість таких фондів скоротилася з 329 до 129, а ті, що залишилися, підлягають обов'язковій реорганізації відповідно до закону.

У грудні 2005 року компанія „Drapeer Fisher Jurvetson” (DFJ), до складу якої входять 20 фондів із сукупним інвестиційним капіталом понад 3 млрд. дол., відкрила в Україні технологічний венчурний фонд „DFJ Nexus”. Протягом найближчих 10 років фонд планує залучити від 50 до 100 млн. дол. на розвиток високотехнологічних компаній у країнах колишнього СРСР.

За даними опитування, проведеного УАІБ у жовтні 2005 року, українські венчурні фонди інвестують свої кошти у сільське господарство (рослинництво і тваринництво), будівництво (будівельні роботи, виробництво будівельних матеріалів, інженерні та архітектурні послуги), фінансові послуги (банківський сектор, страхування, лізинг, фінансові брокери і посередники, агенції нерухомості). Проекти у цих галузях мають приблизно 50% опитаних компаній. На другому місці — транспорт, виробництво продуктів харчування та напоїв, машинобудування, оптова торгівля, приблизно 30% фондів вкладають кошти в ці галузі. Крім того, фонди здійснюють інвестиції також в енергетику (видобуток і переробка нафти, вугілля і газу), хімічні матеріали, розвиток металургії та легкої промисловості, в ці галузі інвестують кошти 10—20% компаній, що взяли участь в опитуванні.

За даними опитування, практично немає компаній, яким була б цікава тільки одна галузь інвестування, переважно інвестиції здійснюються в дві-три галузі та більше. Венчурні фонди розміщують свої активи переважно в акції та облігації підприємств (відповід-

Таблиця 1

Динаміка розвитку інститутів спільного інвестування у розрізі видів

Період	Всього	ПІФ					КІФ	
		Відкриті	Інтервальної	Закриті диверсифіковані	Закриті недиверсифіковані	Венчурні	Закриті недиверсифіковані	Венчурні
01.01.2003	6		2			3		1
01.01.2004	29		6			20	1	2
01.01.2005	105	1	17	1	6	68	4	8
31.12.2005	284	4	19	3	20	199	20	19
31.03.2006	328	4	19	2	22	229	29	23
30.06.2006	383	5	21	2	26	274	29	26
30.09.2006	462	8	28	3	27	331	37	28
31.12.2006	519	10	25	3	29	377	42	33

Джерело: [8]. ПІФ — пайові інвестиційні фонди, КІФ — корпоративні.

но 52 та 17,2%), а також у корпоративні права. Крім цього, активи фондів розміщуються у грошові кошти, облігації банків та надаються у вигляді позик.

Це свідчить, що орієнтація класичних венчурних фондів на інноваційні проекти, технопарки та технополіси поки що не притаманна українському венчурному капіталу, який сьогодні схильний, не надто диверсифікуючи активи, реалізовувати середньоризикові інвестиційні проекти з використанням операцій з фінансовими активами та нерухомістю. На відміну від багатьох розвинених країн світу, де цей вид ІСІ направляє кошти інвесторів в інноваційну сферу, в Україні тенденції абсолютно

інші: кошти венчурних фондів інвестуються в будівництво і нерухомість і поки що слабо орієнтовані на „хай-тек” технології.

Розглянемо докладніше деякі показники функціонування венчурних фондів в Україні у 2006 році. За даними УАІБ, структура ІСІ у розрізі видів протягом 4 минулих років мала наступний вигляд (табл.1).

Як свідчать дані таблиці, переважаючу більшість українських ІСІ (72,6%) складають саме венчурні фонди. Обсяг зареєстрованої емісії цінних паперів ІСІ за 2006 рік зріс на 46,7%, досягнувши на кінець року розміру 38,6 млрд.грн. Найбільшу частку в заявленій емісії (87,5%),

Таблиця 2

Динаміка вартості чистих активів ІСІ за період 2005—2006 рр. в розрізі видів*

Фонди	01.01.2005, тис. грн.	01.01.2006, тис. грн.	01.01.2007, тис. грн.	Приріст за 2006 р., %
Відкриті	3 382, 6	27 962, 0	61 959,4	121,58
Інтервальні	24 031, 6	31 269,4	41 425,1	32,48
Закриті (невенчурні)	88 722, 0	341 048,2	1 079 164,1	216,43
Венчурні	1 406 520,9	4 497 762,2	12 743 714,6	183,33
ВСЬОГО	1 522 657,2	4 898 041,8	13 926 263,2	184,32

* Складено автором за [8].

Структура активів ІСІ за типами фондів, млн.грн.*

Фонди	Активи				
	кошти	цінні папери	інші активи	нерухомість	Всього
Відкриті, млн.грн.	15,18	46,42	0,43	0,00	62,04
питома вага активів, %	24,47	74,83	0,70	0,00	100,00
Інтервальні, млн.грн.	8,24	30,94	3,12	0,00	42,30
питома вага активів, %	19,49	73,14	7,37	0,00	100,00
Закриті (невенчурні), млн.грн.	345,04	749,94	177,89	2,07	1 274,93
питома вага активів, %	27,06	58,82	13,95	0,16	100,00
Венчурні, млн.грн.	556,91	8 014,20	6 179,47	117,44	14 868,02
питома вага активів, %	3,75	53,90	41,56	0,79	100,00
Всього, млн.грн.	925,38	8 841,50	6 360,90	119,50	16 247,28
питома вага активів, %	5,70	54,42	39,15	0,74	100,00

* Складено автором за [8].

як і в розподілі ІСІ за видами, також займали венчурні фонди.

Станом на 1 січня 2007 року з 519 інвестиційних фондів, занесених до Реєстру ІСІ, лише 351 інвестиційний фонд досягнув встановлених Державною комісією з цінних паперів та фондовому ринку нормативів, з них лише 338 фондів (або 96,3%) вчасно подали щорічну звітність до УАІБ, на основі якої проаналізуємо стан ринку спільного інвестування в Україні в 2006 р. Розподіл цих ІСІ за видами є наступним: венчурні фонди — 269 (79,6%), закриті невенчурні фонди — 47 (13,9%), інтервальні фонди — 17 (5,0%), відкриті фонди — 5 (1,5%).

Таке кількісне переважання венчурних фондів над іншими видами ІСІ проявляється також у різних показниках їх діяльності (табл. 2).

У процентному співвідношенні чисті активи венчурних фондів складають 91,51% усіх чистих активів ІСІ, а активи закритих (невенчурних) ІСІ — 7,75%, сумарна питома вага чистих активів відкритих та інтервальних ІСІ складає менше 1%.

Слід зауважити, що невенчурний сектор ринку спільного інвестування розвивається більш швидкими темпами, ніж венчурні фонди. Якщо на кінець 2004

року вартість чистих активів невенчурних ІСІ складала 7,63% загальної вартості чистих активів на ринку ІСІ, а в 2005 році — 8,17%, то на кінець 2006 року їх питома вага складала вже 8,49%, з яких диверсифікованим ІСІ належить лише 0,74%.

Зрозуміло, що основним мотивом активізації участі населення в інвестиційних фондах є їх висока прибутковість у порівнянні з альтернативними напрямками інвестування. У 2006 році середня прибутковість невенчурних інвестиційних фондів складала 35,43%. У цілому середньоринкова прибутковість становила 39,96%. Найвищий рівень прибутковості в минулому році продемонстрував сегмент венчурних фондів з рівнем прибутковості 40,36%. Найгірші результати показали інтервальні ІСІ: їх прибутковість складала лише 14,96%.

Аналізуючи структуру інвестиційних портфелів ІСІ, зазначимо, що близько 55% активів ринку спільного інвестування розміщено в цінні папери (табл. 3).

Як свідчать дані таблиці, найбільшу питому вагу в структурі активів ІСІ мають цінні папери. Найкращий показник за часткою цінних паперів у структурі портфеля ІСІ мають відкриті фонди, де цінні папери займають 74,8%. У свою

Таблиця 4

Структура портфеля цінних паперів ІСІ станом на 31.12.06 р., млн.грн.*

Фонди	Акції	Векселі	Облігації державні внутрішні	Облігації місцевих позик	Облігації підприємств	Ощадні сертифікати	Інші цінні папери	Всього
Відкритий	25,77	1,52	2,31	4,43	12,4	0,00	0,00	46,42
питома вага, %	55,51	3,27	4,98	9,54	26,71	0,00	0,00	100,00
Інтервальний	23,91	0,09	0,48	1,28	5,17	0,00	0,00	30,94
питома вага, %	77,28	0,29	1,55	4,14	16,71	0,00	0,00	100,00
Закриті (невенчурні)	361,23	26,68	0,00	21,45	322,58	18,00	0,00	749,94
питома вага, %	48,17	3,56	0,00	2,86	43,01	2,40	0,00	100,00
Венчурні	3 869,39	923,08	0,00	0,01	3 177,09	42,00	2,62	8 014,20
питома вага, %	48,28	11,52	0,00	0,00	39,64	0,52	0,03	100,00
Всього	4 280,31	951,36	2,79	27,17	3 517,25	60,00	2,62	8 841,50
питома вага, %	48,41	10,76	0,03	0,31	39,78	0,68	0,03	100,00

* Складено автором за [8].

чергу серед цінних паперів найбільше інвестовано в акції — 48,41% вартості інвестицій в цінні папери, або 26,34% загальної вартості інвестиційного портфеля фондів. У грошовому еквіваленті інвестиції в акції склали 4280,3 млн грн. на кінець 2006 року (табл. 4).

Як свідчать дані таблиці, найбільше акціям довіряють інтервальні ІСІ, портфель цінних паперів яких на 77,3% сформований саме з акцій.

Таким чином, проведений аналіз сучасного стану венчурного фінансування в Україні дозволяє зробити наступні висновки. Ринок спільного інвестування в Україні розвивається досить швидкими темпами, більша частина цього ринку належить саме венчурним фондам, а відповідно і венчурному інвестуванню. На жаль, на сьогоднішній день інвестиції венчурних фондів не становлять частки „венчурними”, адже вкладаються вони не у високотехнологічні інноваційні галузі, але принаймні їх існування та динамічний розвиток слід вважати позитивом. Той факт, що в

структурі активів ІСІ переважають цінні папери, робить розвиток організованого фондового ринку необхідною умовою подальшого ефективного функціонування ринку спільного інвестування та відповідно і венчурного сегменту. Збільшення об'ємів фондового ринку, перенесення операцій з неорганізованого ринку на організований, підвищення якості роботи фондових бірж, реєстраторів, зберігачів і депозитаріїв забезпечать надійність операцій на ринку спільного інвестування і, отже, прибутковість операцій на ньому. Важлива роль у цьому процесі належить державі, хоча слід зазначити, що не потрібно переоцінювати її роль у феномені венчурного капіталу, адже він потрібен розвиватися знизу, завдяки інноваційним ідеям, а держава повинна створювати належні умови для розвитку венчурного капіталу в країні. У той же час особливо важливою є роль держави у частковому страхуванні ризиків, яке дозволить збільшити рівень довіри населення до ІСІ взагалі та венчурних фондів зокрема.

1. *Benchmarking European Tax & Legal Environments. Indicators of Tax & Legal Environments Favouring the Development of Private Equity and Venture Capital in European Union Member States. Benchmark Paper*

(/images/attachments/tmpl_9_art_60_att_321.pdf). — March 2003. — 36 p. [Офіційний веб-сайт Європейської асоціації венчурного капіталу].

2. *Визначення*, наведені в авторському перекладі з офіційних веб-сайтів асоціацій венчурного фінансування (<http://www.evca.com>, <http://www.cvca.ca>, <http://www.avcal.com.au>, <http://www.ivca.ie>).

3. *Venture Capital and Innovation*, OECD Paper OCDE/GD(96)168. — Paris, 1996. — 121 p.

4. www.altassets.com/hm_glossary.php.

5. *Каржауєв А.Т., Фоломьєв А.Н.* Национальная система венчурного инвестирования. — М.: Экономика, 2005. — 239 с.

6. *Поручник А.М., Антонюк Л.Л.* Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні: Монографія. — К.: КНЕУ, 2000. — 172 с.

7. *Цихан Т.В.* Роль венчурної індустрії в формуванні національної інноваційної системи // Теорія і практика управління. — 2004. — № 11 (ноябрь). — С. 40—48.

8. *Розвиток ринку спільного інвестування в 2006 році.* Аналітичний огляд УАІБ (www.uaib.com.ua).

Одержано 07.06.2007

О.В.Красовская

Теоретические основы функционирования венчурного капитала и его использование в Украине

Исследуются теоретические основы функционирования венчурного капитала и его место в совокупности частного акционерного капитала, анализируются основные показатели развития венчурного финансирования в Украине.

Г.П. Аксенов

Ученый: генезис, мотивация, самореализация, роль в обществе

Наука, гражданское общество и цивилизация создаются фактически одновременно. Уровень развития общества всегда и везде зависит от числа образованных, свободных и ответственных перед истиной людей.

1

Только выдающихся политиков и солидных ученых — и никого более — называли раньше государственный муж и ученый муж. Даже к рискующим своей жизнью военным людям, не говоря уж об остальных общественных состояниях, такое сильное и обязывающее определение не применяли. Инстинкт языка был вполне оправдан. Государственный муж брал на себя ответственность за свой народ, он обязан на основании анализа большого числа разноречивых данных принимать верные и трудные решения в сложные и иногда смертельно опасные моменты, он должен быть твердым в исполнении намеченного. Еще по наблюдению Платона достойный этого звания государственный деятель обладал такими добродетелями,

как мудрость, мужество, терпение и сдержанность. И далеко не всем из предназначенных к этой роли по праву рождения они были свойственны.

Мудростью, то есть умом и здравым смыслом в сочетании с образованностью, должен обладать и ученый. Но, кроме того, он тоже обязан владеть собой, быть волевым и упорным, обладать терпением и осмотрительностью. Роднит ученого с государственным мужем и обязанность публично отстаивать свою позицию. Не обладая никакими средствами доказательства и убеждения, кроме логики самой науки, он в условиях непрерывного и критического давления со стороны коллег обязан гласно, в открытом соревновании защитить свои выводы. А для этого требуется сосредоточение всех существенных сил человеческой личности.

© Г.П. Аксенов, 2007