

УДК 330.322

В.Ф. Савченко, д-р екон. наук**Д.В. Шатирко**, аспірант

Чернігівський національний технологічний університет, м. Чернігів, Україна

РИЗИКИ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ ЯК НЕВІД'ЄМНА СКЛАДОВА РОЗВИТКУ РИНКУ**В.Ф. Савченко**, д-р екон. наук**Д.В. Шатырко**, аспирант

Черниговский государственный технологический университет, г. Чернигов, Украина

РИСКИ ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ КАК НЕОТЪЕМЛЕМАЯ СОСТАВЛЯЮЩАЯ РАЗВИТИЯ РЫНКА**Volodymyr Savchenko**, Doctor of Economics**Dmytro Shatyрко**, PhD student

Chernihiv National University of Technology, Chernihiv, Ukraine

VENTURE INVESTMENT RISKS AS AN INTEGRAL COMPONENT OF MARKET DEVELOPMENT

Досліджено сутність, природу та види ризиків венчурного інвестування. Розкрито їх значення та роль у розвитку венчурної індустрії як однієї з її складових. Вивчено вплив ризиків на становлення венчурного бізнесу в Україні. Надано пропозиції щодо розвитку венчурного інвестування в державі.

Ключові слова: ризик, венчурний капітал, інвестиції, інновації, венчурний ринок.

Исследована сущность, природа и виды рисков венчурного инвестирования. Раскрыто их значение и роль в развитии венчурной индустрии как одной из её составляющих. Изучено влияние рисков на становление венчурного бизнеса в Украине. Предложены пути развития венчурного инвестирования в государстве.

Ключевые слова: риск, венчурный капитал, инвестиции, инновации, венчурный рынок.

Was investigated the essence, nature and types of risk venture investment. Disclosure of their importance and role in the development of the venture capital industry, as one of its components. Studied the effect of risk on the development of venture business in Ukraine. Proposed the ways to develop of venture capital investment in the country.

Key words: risk, venture capital, investment, innovation, venture market.

Постановка проблеми. Венчурне інвестування на сьогодні є одним з ефективних інструментів фінансування інноваційних розробок та підприємств, які обумовлюють технологічний розвиток країни. Але воно супроводжується високим рівнем ризику. Значущість ризику у процесі інвестування дозволяє віднести його до складу елементів розвитку венчурного ринку. Дослідження венчурної індустрії, її особливостей та факторів функціонування, особливо таких важливих, як ризик, є досить актуальною темою. Господарський комплекс України має багато проблем, головною з яких є застарілі технології виробництва. Тому особливого значення набуває вивчення особливостей венчурного інвестування як важливої складової інноваційної інфраструктури та досвіду його використання з метою покращення сучасного стану національного господарства.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання ризиків венчурного інвестування у своїх роботах вивчали такі вітчизняні та зарубіжні вчені-економісти, як: Л.Л. Антонюк, І.Т. Балабанов, А.А. Вишняков, В.В. Дмитренко, С.В. Єрмасова, А.Е. Живиця, В.В. Ковальов, Є.М. Лепило, Г.Є. Муслімова, А.Е. Панягина, С.А. Попов, А.С. Семенов та інші. Ними визначено поняття ризику, вивчені його природа та наслідки. Значну увагу приділено впливу ризику як фактора небезпеки інвестування.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Будучи невід'ємною частиною розвитку венчурного інвестування, ризик має на нього неоднозначний вплив. Тому додаткового дослідження потребує саме його позитивний аспект, а також взаємозв'язок факторів розвитку цієї індустрії. Недостатньо вивченим є вплив ризику на становлення венчурного бізнесу в Україні.

Виклад основного матеріалу. Венчурний капітал визначається як форма капіталу для створення та розширення підприємств або реалізації окремих новаторських проєктів. По-

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

няття «венчур» (venture) у перекладі з англійської мови означає «ризик», «ризикове починання», «ризикове підприємство». Венчурне інвестування є особливою формою вкладення інвестицій у нові проекти. Його відмінність від прямого інвестування і банківських позик полягає у таких характерних рисах, як: довгостроковий та ризиковий характер венчурного капіталу; швидке зростання виробництва і, як наслідок, отримання надприбутків; тісний взаємозв'язок з інноваціями та науково-технічним розвитком; інвестиції спрямовуються в акціонерний капітал в обмін на частку або пакет акцій або надаються у формі інвестиційного кредиту, як правило, на термін від 3 до 7 років; прибуток венчурного капіталіста виникає лише тоді, коли після 3–7 років після інвестування він зуміє продати пакет акцій, що належить йому, за ціною, яка у декілька разів перевищує первинне вкладення; очікувана норма прибутку всередині фірми (IRR) становить близько 35–40 % [1, с. 453]. Світова практика доводить, що розвинений ринок венчурного капіталу стимулює науково-технічний прогрес і є ефективним механізмом пошуку, відбору та впровадження інноваційних технологій для становлення високотехнологічного виробництва.

Венчурний капітал є капіталом, що надається інвестиційними компаніями, які потім спільно управляють інноваційними підприємствами, що знаходяться на різних етапах розвитку (старт, розширення або трансформація) і демонструють потенціал суттєвого зростання. За кордоном механізми венчурного фінансування підприємницьких проектів широко використовуються на практиці вже не одне десятиліття і набувають значного поширення. Воно виникло та розвивалося у США наприкінці 50-х років ХХ століття. Згідно з даними 2013 р., найбільший обсяг здійснених венчурних інвестицій припадає на США та країни ЄС – 68,2 та 15,3 % від загальної суми відповідно [2, с. 2]. Сьогодні США посідають лідируючі позиції за обсягами венчурного інвестування та за кількістю реалізованих проектів. За 2014 р. стартапи Америки отримали венчурних інвестицій у розмірі 48,3 млрд дол США, що на 61 % більше ніж у 2013 р. [3].

Поширеність та розвиненість венчурної індустрії забезпечується значними перевагами, які отримують сторони цього процесу. На рис. 1 представлені переваги, що отримують держава, об'єкти венчурного фінансування та венчурні капіталісти. Ці ж переваги є факторами розвитку ринку венчурного інвестування.

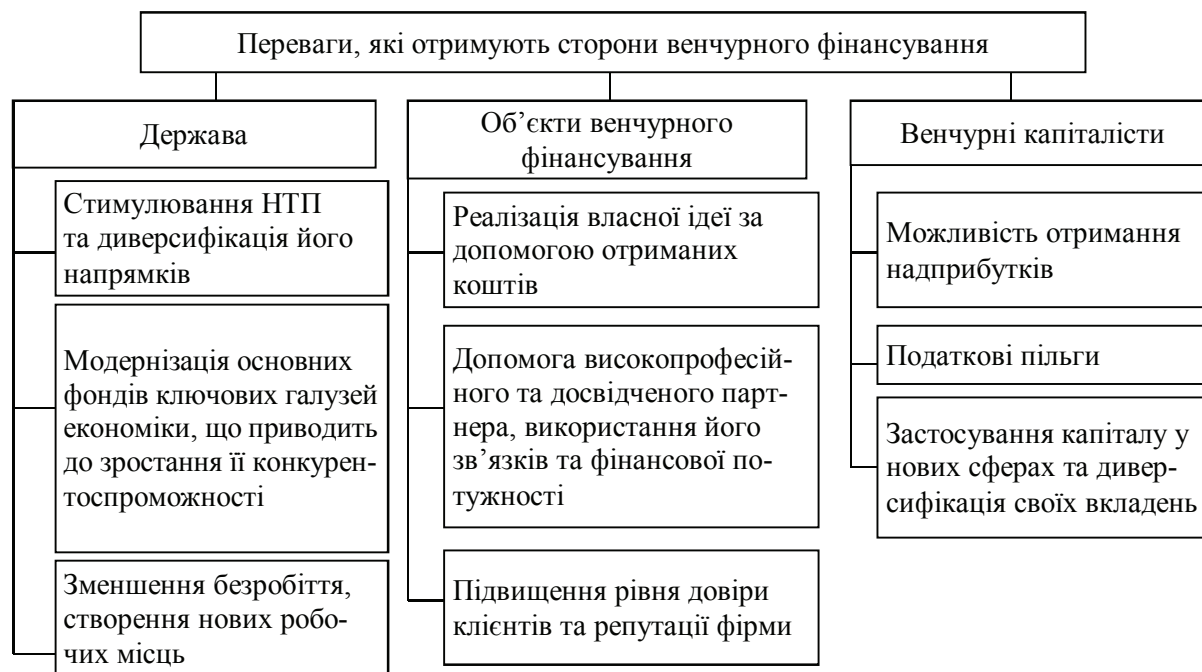


Рис. 1. Переваги венчурного інвестування для сторін процесу [4, с. 808]

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

Однією з головних особливостей венчурного капіталу є орієнтація на високі рівні прибутковості. Разом з тим він характеризується значним ступенем ризикованості, тобто високою ймовірністю не отримати очікуваного прибутку або навіть втратити кошти. Як свідчить світова практика, отримання прибутків можливе лише за умов високих інноваційних та інвестиційних ризиків, які притаманні кожному інноваційному проекту. Слід констатувати, що венчурний капітал прагне до підприємницьких проектів та сфер діяльності, що характеризуються високими ризиками, поєднаними з можливим високим рівнем рентабельності.

Сучасна економічна теорія та практика підтверджують, що найбільш успішними є саме високоризикові проекти. Тому ризик, як показник можливого надприбутку, є невід'ємною складовою розвитку венчурної індустрії. Він є фактором, який, з одного боку, дещо стримує зростання цього ринку, відлякуючи більш консервативних власників капіталу, а з іншого – стимулює подальшу венчуризацію у світі, адже висока ефективність вкладень привертає все більше інвесторів. Цей зв'язок та роль, яку виконує ризик венчурного інвестування у процесі розвитку цієї індустрії, проілюстровано на рис. 2.

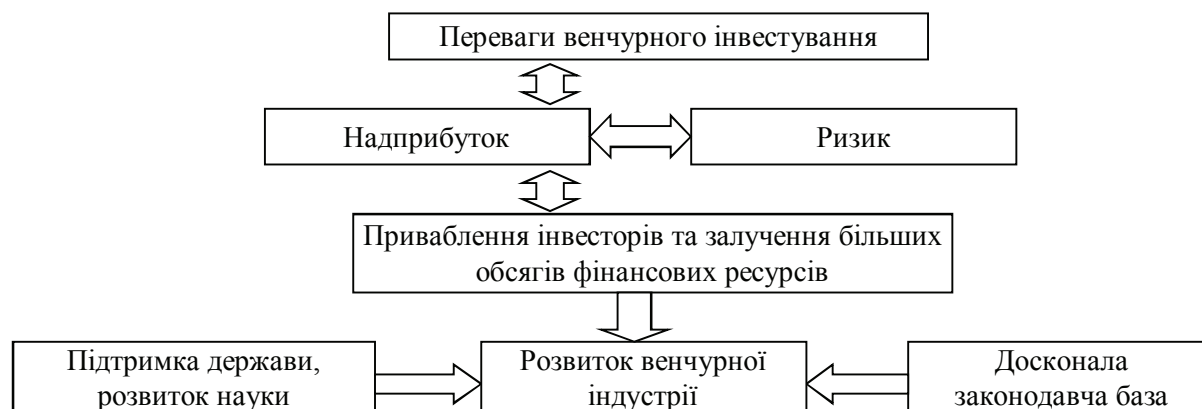


Рис. 2. Основні складові розвитку ринку венчурного інвестування

Джерело: розроблено авторами.

Досвід існування підприємств з високим ступенем ризику свідчить про те, що близько 15 % з них зазнають повної невдачі, 25 % заробляють менше, ніж витрачають, 30 % отримують дохід, який тільки покриває фінансові вкладення, і лише 30 % отримують надвисокий прибуток [5, с. 34].

Для венчурного капіталу, як інвестиційного активу, ризикованість є природною, але вона посилюється ризиками інновацій. Значна кількість наукомістких високотехнологічних проектів завершаються провалом. Вкладення у такі проекти дуже ризиковане, проте дивіденди, отримані у разі успіху, є непорівнянними з традиційним прибутком. Так, за комп'ютерну гру «Тетрис» її розробник росіянин Олексій Пажитнов отримав квартиру в Москві та комп'ютер (який оцінено приблизно в 15 тис. дол), обчислювальний центр ім. А.А. Дородніцина РАН, від британської софтвертної компанії Andromeda отримав близько 4 млн дол, а компанія Nintendo, що мала остаточні права на гру, в результаті заробила на проекті більше 1 млрд дол [5, с. 35].

Також досить показовим є приклад компанії “Yahoo!” (інформаційні послуги). За результатами останніх чотирьох років прибутковість її цінних паперів становила 3 998 % [3].

На думку В. Ковальова, ризик – це можливість виникнення умов, що призводять до негативних наслідків. І. Балабанов, визначаючи ризик як небезпеку втрат, водночас підкреслює, що з економічного погляду, ризик – здійснення події з трьома можливими економічними результатами: негативним (збиток, програш); позитивним (вигода, прибуток, виграш); нульовим (ні збитків, ні прибутку) [6, с. 3].

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

Як вже зазначалося, ризик венчурного інвестування обумовлений інвестиційним та інноваційним видами ризику, які властиві новим проектам. Інвестиційний ризик пов'язаний з можливістю втрати прибутку у ході реалізації інвестиційних проектів. Інноваційний ризик виникає в результаті невизначеності в інноваційній сфері, починаючи від розроблення інноваційної ідеї, її втілення у продукт або технології і закінчуючи реалізацією на ринку. Систематизація ризиків венчурного проекту в процесі реалізації інвестиційного проекту представлена в табл. 1. Вони є систематичними, тобто такими, що обумовлені некерованими зовнішніми факторами.

Таблиця 1

Систематичні ризики венчурного інвестування

Причина та сфера виникнення	Вид ризику
Зміна економічної кон'юнктури	Входження економіки в кризовий стан
	Інфляційні коливання
	Коливання валютних курсів
Зміна законодавства	Збільшення податків
	Посилення обмежень та бар'єрів у певних видах діяльності
Соціально-політичні зміни	Перерозподіл власності
	Введення надзвичайного стану, військові дії
	Активізація страйкових рухів
	Природно-техногенні явища

Джерело: складено за [7].

Систематичні ризики характерні для всіх суб'єктів економіки – учасників інвестиційної діяльності. Ця група ризиків не залежить від діяльності суб'єктів венчурного інвестування і вони не можуть суттєво впливати на них у процесі інвестиційної діяльності, але повинні передбачати і враховувати їх.

Друга група представлена несистематичними ризиками, що залежать від діяльності суб'єктів венчурного інвестування й обумовлені факторами, яких значною мірою можна запобігти за рахунок ефективного управління. Оскільки на всіх етапах реалізації інноваційного проекту існує значна кількість несистематичних ризиків, варто розглянути їх у розрізі цих етапів (табл. 2). Ризики першого етапу зазвичай виявляються вже у процесі реалізації проекту і є наслідком допущених помилок під час підготовки та планування майбутньої роботи. Щодо етапу розвитку, тут варто додати, що він пов'язаний з іншими ризиками, до яких схильні всі господарюючі суб'єкти (невиконання сторонами угод, підписання угод з неплатоспроможними партнерами, кадрові ризики та інше). Також на цьому етапі особливо небезпечними є технологічні ризики, адже вони мають здебільшого об'єктивний характер та можуть завдати значних збитків, а інколи роблять подальший розвиток проекту неможливим.

Особливо відповідальним є заключний етап реалізації, який визначає кінцеву суму прибутку або збитку інвестора, а тому прийняті у цей період неправильні рішення можуть спричинити значні фінансові втрати.

Окремо варто виділити найнебезпечнішу для інвестора групу видів ризиків – фінансові. Інвестор не купує контрольний пакет акцій, віддаючи контроль менеджменту компанії. Він дає кошти, які використовують як фінансовий ресурс для того, щоб забезпечити швидке зростання і розвиток бізнесу. Тому фактично венчурний інвестор бере на себе лише фінансовий ризик, уникаючи всіх інших перелічених ризиків, які лягають на управління венчурної компанії та опосередковано впливають на власника капіталу, ведучи до фінансового ризику. Природа фінансового ризику впливає з природи фінансових операцій. Його відносять до спекулятивних ризиків, тобто таких, що виражаються у ймовірності отримання

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

як позитивного, так і негативного результату. Говорячи про фінансові ризики венчурної індустрії, мають на увазі інвестиційні ризики, серед яких головними є такі:

– ризик фінансових втрат (можливість повної або часткової втрати капіталу внаслідок неправильного вибору об'єкта інвестування або неправильної оцінки ризиків, притаманних цьому об'єкту);

– ризик зниження прибутковості (можливість зменшення доходу інвестора внаслідок впливу різних проектних ризиків, неврахованих або недооцінених);

– ризик упущеної вигоди (настання непрямого збитку через невикористану можливість отримання прибутку в результаті відмови від інвестицій в альтернативні проекти на користь невдало обраного об'єкта венчурних інвестицій, який не приніс очікуваного доходу) [8].

Таблиця 2

Несистематичні ризики венчурного інвестування за етапами впровадження інвестиційного проекту

Етап реалізації	Вид ризику	Причини
1. Зародження венчурного проекту	Неправильний вибір об'єкта інвестування	Недостатня обґрунтованість визначення пріоритетів економічної і ринкової стратегії компанії (короткострокові інтереси переважають над довгостроковими); неправильно оцінені перспективи компанії на ринку, її фінансова стійкість; неправильне оцінювання ринку споживання
	Помилки під час прогнозування планових результатів	Недооцінка або переоцінка майбутніх грошових потоків
	Неправильний вибір стратегії забезпечення проекту	Помилки під час оцінювання необхідного обсягу інвестиційних ресурсів
	Неефективний механізм реалізації проекту	Помилки під час вибору організаційно-правової форми фірми, встановлення систем оподаткування, обліку, контролю та управління матеріальними і людськими ресурсами
2. Розвиток венчурного проекту	Неефективність управління проектом	Управління покладається на ініціатора проекту або на спеціально найнятих менеджерів. Їхні якості та ставлення до керування визначають наявність/відсутність цього ризику
	Діяльність конкурентів	Поява товарів-замінників інноваційного продукту, порушення авторських прав, патентів
	Маркетингові ризики	Помилки у процесі визначення цільового сегмента ринку; неправильна стратегія продажу продукту, його просування та збуту; неефективна рекламна компанія
	Технологічні ризики	Невідповідність технічного рівня виробництва технічному рівню нового продукту (незможність досягти запланованої якості з використанням наявних ресурсів); можливість технологічних аварій
	Екологічні ризики	Можливий негативний вплив виробництва або споживання інноваційного продукту на навколишнє середовище
3. Вихід інвестора з проекту	Невчасний вихід з проекту	Вихід інвестора занадто рано (акції ще недооцінені) або занадто пізно (вартість активів знижується)
	Невиконання зобов'язань	Конфлікт інтересів між співвласниками проекту – його творцем та інвестором

Джерело: складено за [7; 8].

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

В умовах стабільності економік розвинутих країн більший вплив мають несистематичні ризики, оскільки політичні, соціальні, правові, інституціональні фактори появи систематичних ризиків є відносно сталими й рідко зазнають різких змін, а тому, зазвичай, імовірність ризиків, спричиненими ними, не є великою. Також ризики економічного та політичного середовища практично не піддаються прогнозуванню й управлінню. З огляду на ці моменти у західній практиці найбільшу увагу приділяють вивченню, попередженню та мінімізації впливу тих ризиків, що піддаються управлінню учасників процесу інвестування або спричинені ними самими. Все частіше використовується ризик-менеджмент, сутність якого визначають його складові:

1. Виявлення всіх потенційних ризиків.
2. Аналіз та оцінювання ідентифікованих ризиків.
3. Розроблення стратегії управління ризиками.
4. Постійний контроль ризиків, корегування тактичними заходами плану управління ними.

Ризик-менеджмент передбачає значну кількість методів та інструментів управління ризиками, серед яких варто виділити такі, як ефективний відбір проектів інвестування; розподіл ризиків між усіма учасниками; диверсифікація ризиків; поетапне та лімітоване фінансування проекту; страхування.

В умовах України використання цих методів управління ризиками ускладнюється значним впливом систематичних ризиків (нестабільність політичного та економічного середовища), що мають більшу вірогідність здійснення, ніж у країнах розвинутого Заходу. Тому можливість керування ризиками значно зменшується, від чого ризик, як складова розвитку венчурного бізнесу, набуває більш деструктивний характер, зменшуючи активність інвесторів і значно уповільнюючи розвиток цієї форми інвестування. При цьому мотивація вкладень – отримання надприбутків, ідучи на великий ризик, – значно слабшає. Тобто можна зазначити, що висока ризиковість венчурного інвестування посилюється нестабільністю всіх сфер життя в Україні та слабким розвитком інфраструктури, в тому числі фондового ринку. Але незважаючи на негативні фактори його розвитку, венчурний ринок існує і поширюється в національній економіці, маючи свої особливості.

Характерним для венчурного інвестування в Україні є те, що воно вважає за свої об'єкти ті проекти, які не є інноваційними, з метою зменшення ризику інвестування завдяки усуненню з нього ризику інновацій. Підтвердженням цього є структура активів у портфелі венчурних інвестицій в Україні, що відображена на рис. 3.

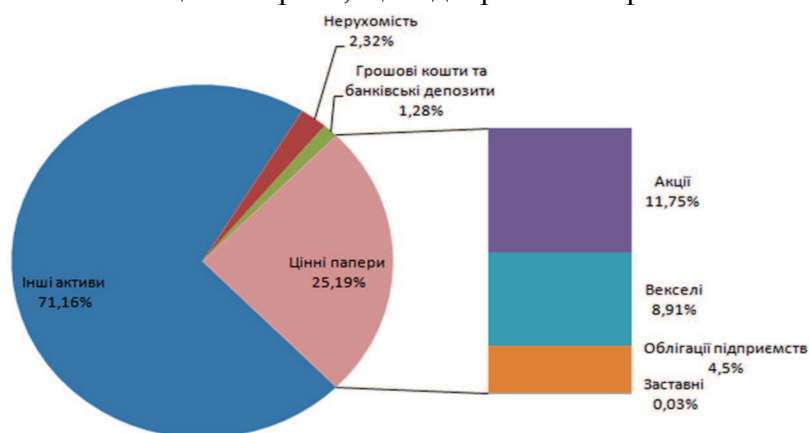


Рис. 3. Структура активів у портфелі венчурних інвестицій на 30.09.2014 р. [9]

Примітка: до «інших активів» належать дебіторська заборгованість, корпоративні права, виражені в інших, ніж цінні папери, формах, а також позики компаніям, у яких ІСІ (інститути спільного інвестування) володіють часткою в капіталі (для венчурних фондів).

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

Можна стверджувати, що венчурний капітал в українській економіці направляється у середньоризикові та короткострокові інвестиційні операції. Більше 25 % коштів венчурних фондів інвестовані в цінні папери. Тобто значні кошти спрямовуються не у високоризикові інноваційні розробки, а в цінні папери для отримання доходів у вигляді дивідендів та відсотків. Інвестори не беруть на себе високі ризики інноваційних проєктів, а фінансують у галузі традиційної економіки, які є для них більш зрозумілими, отримуючи достатній рівень прибутку та жертвуючи можливими надприбутками від новітніх розробок. Таким чином, ризиковість венчурного інвестування зменшується за рахунок усунення інноваційної складової, що призводить до втрати його основного призначення – розвитку високотехнологічних виробництв.

Венчурні капіталісти України таким чином мінімізують ризики своїх втрат, при цьому збільшуючи ризики для суспільства, адже для його добробуту та стабільності національна економіка має наздоганяти країни-лідери, що потребує її технологічного оновлення на основі впроваджень інновацій. Водночас, як показала світова практика, одним з найефективніших інструментів фінансування інноваційних ідей є саме венчурне інвестування.

Висновки і пропозиції. Венчурне інвестування є високоризикованою формою вкладень із значним ступенем невизначеності, адже у ньому поєднуються інвестиційні ризики та ризики розроблення і впровадження інноваційних проєктів. Разом з тим, як свідчать сучасна економічна теорія та практика, інвестування у новітні технології є найприбутковішим, а тому ризик є не тільки попереджуючим знаком небезпеки та стримуючим фактором. Він завжди супроводжує надприбуток, який є головною мотивуючою силою інвесторів. Ризик, як сигнал можливості отримання високого прибутку, притягує власників коштів, що обумовлює збільшення фінансових ресурсів у цій індустрії і дає поштовх для подальшого її розширення. Саме ця його роль визначає ризик як невід’ємну складову процесу розвитку та становлення венчурної індустрії. Проведене у роботі дослідження природи, ролі та видів ризику сприяє кращому знанню цього питання, зменшенню його негативного ефекту через розуміння методів керування ним та, відповідно, збільшенню позитивного впливу.

Також варто зазначити, що ризики венчурного інвестування менш руйнівні від тих наслідків, до яких може привести відмова від цього бізнесу, адже на сучасному етапі більшість новітніх розробок, що вивели людство та світову економіку на якісно новий рівень високорозвиненого інформаційного суспільства, були свого часу реалізовані завдяки венчурному фінансуванню. Відмова від цього бізнесу значно уповільнить подальший розвиток усіх систем. Можливість ризику не підлягає усуненню, але його можна передбачити та мінімізувати наслідки. Для вирішення цих завдань у світі все більшого поширення набуває ризик-менеджмент, який є інструментом ефективного управління зазначеним явищем.

В Україні у процесі розвитку венчурного бізнесу ризик діє більш дестимулююче, адже підсилюється нестабільністю майже всіх систем країни. Ризиковий характер інновацій разом з нестабільністю стримують активність інвесторів у цій сфері. Тому характерна особливість національної венчурної індустрії полягає у зосередженості більшої кількості вкладень у проєктах у традиційних галузях економіки, що виключає ризик інновацій, залишаючи лише звичайні ризики процесу інвестування та нестабільної економіки. Такий підхід наносить значну шкоду національному господарству, уповільнюючи його розвиток та не реалізуючи наявний потенціал. Політична, економічна нестабільність, корупція та нестача фінансових ресурсів не дозволяють багатьом вітчизняним науковцям реалізовувати свої ідеї, не дають можливості розвитку малих високотехнологічних підприємств. Усунення цих проблем значно зменшить ризикова-

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

ність та сприятиме використанню венчурного інвестування за призначенням як дієвого інструменту вирішення проблеми обмеженості фінансових ресурсів для реалізації інноваційних проектів, що значно підвищить технологічний рівень української економіки.

Список використаних джерел

1. Муляр Т. В. Функції венчурного капіталу в контексті фінансової безпеки країни / Т. В. Муляр // Економічні науки. Серія: облік і фінанси. – 2012. – Вип. 9(2). – С. 452–458.
2. *Global venture capital insights and trends* – Ernst & Young [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_venture_capital_insights_and_trends_2014/\\$FILE/EY_Global_VC_insights_and_trends_report_2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_venture_capital_insights_and_trends_2014/$FILE/EY_Global_VC_insights_and_trends_report_2014.pdf).
3. *National Venture Capital Association* [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://nvca.org/>.
4. Шотік Т. М. Венчурне підприємництво як складова інноваційної інфраструктури / Т. М. Шотік // Вісник Національного університету «Львів. політехніка». – 2008. – № 633. – С. 805–813.
5. Лапко О. О. Венчурний капітал як джерело фінансування інноваційного розвитку економіки / О. О. Лапко // Економіка і прогнозування. – 2007. – № 3. – С. 25–42.
6. Панягина А. Е. Подходы к пониманию и классификации рисков / А. Е. Панягина // Современная экономика: проблемы, тенденции, перспективы. – 2012. – № 6. – С. 7–9.
7. Жовтанецький Н. О. Класифікація ризиків венчурного інвестування / Н. О. Жовтанецький // Економічний вісник Національного гірничого університету. – 2008. – № 1–2. – С. 87–92.
8. Винников А. Г. Классификация рисков и методы управления рисками венчурных фондов [Электронный ресурс] / А. Г. Винников. – Режим доступа : http://morvesti.ru/archive/tdr/element.php?IBLOCK_ID=66&SECTION_ID=1388&ELEMENT_ID=2924.
9. Українська асоціація інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.uaib.com.ua/>.