

## ФОРМУВАННЯ СТРАТЕГІЇ ВИВЕДЕННЯ ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ З ІННОВАЦІЙНИХ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ

ГАННА ТАРАСОВА,

аспірант Інституту економіки промисловості НАН України, м. Донецьк

У статті проаналізовано зміст процесу виведення венчурного капіталу з інноваційних промислових підприємств, обґрунтовано авторське визначення цього процесу, запропоновано концептуальну схему формування стратегії виведення венчурного капіталу з інноваційних промислових підприємств та обґрунтовано взаємозв'язок її елементів.

**Ключові слова:** венчурний капітал, венчурне фінансування, інноваційне промислове підприємство, виведення капіталу.

**Постановка проблеми.** Відносна молодість ринку венчурного капіталу об'єктивно визначає коло проблем, із якими стикаються суб'єкти даних економічних відносин. Як наслідок неможливості розв'язання труднощів є уповільнення процесу розвитку досліджуваної галузі, необхідність якої визнається на всіх рівнях управління підприємством.

В основі підвищеного інтересу керівників підприємств промисловості до механізмів венчурного фінансування лежить можливість довгострокового використання фінансових ресурсів для реалізації своїх інноваційних цілей. Ступінь реалізації співпраці венчурного інвестора й підприємства-реципієнта знаходить своє віддзеркалення в зростанні вартості підприємства, що інвестується. Збіг ключових цілей містить у собі й основне протиріччя, що виникає на етапі оцінки кінцевого результату операції, коли відбувається повернення інвестицій (виведення венчурного капіталу).

**Аналіз останніх наукових досліджень.** Теоретичні й методологічні аспекти венчурного інвестування, а також проблеми їх вирішення, характерні для економіки високорозвинених у профільній галузі країн другої половини ХХ століття, знайшли своє віддзеркалення в працях зарубіжних учених-економістів і практиків Дж. Б. Берка, П. А. Гомперса, А. Дамодарана, Дж. Лернера, Р. С. Піндайка, П. Стромберга, Д. Б. Холу, С. В. Хофера та ін. Істотний вплив на розвиток галузі справили праці А. Куркермана, Дж. Б. Барні, Дж. Х. Кохрейна та ін.

Питання теорії й вирішення деяких практичних завдань венчурного інвестування в умовах України, проблеми формування венчурного капіталу та реалізації венчурного фінансування висвітлені в працях вітчизняних учених і практиків Г. Андрощука, Л. Антоюка, І. Грозного, С. Денисюка, М. Долішнього, О. Красовської, С. Новікова, Н. Пікуліної, А. Поручника, С. Савлука, А. Серпіліна, І. Софіщенко та ін. Разом із тим, потребують подальшого дослідження питання виведення венчурного капіталу, які лише в загальному вигляді поставлені та окреслені в ро-

ботах П. Г. Гулькіна та Т. А. Терєбінькіної [1], Є. С. Акельєва [2], Т. В. Цихан [3], А. С. Митрофанова [4], А. Пестової та О. Солнцева [5] та ін. Залежно від того, що вкладають зазначені автори в зміст поняття "виведення венчурного капіталу", змінюються підходи до оцінки вартості самого венчурного підприємства та стратегії поведінки компанії та ринку інвестицій.

Так, П. Г. Гулькін, Т. А. Терєбінькіна під процесом виведення венчурного капіталу розуміють завершальну стадію процесу венчурного інвестування, перетворення інноваційного підприємства із закритої приватної фірми на відкриту акціонерну компанію [1]. Є. С. Акельєв вважає, що процедура виведення венчурного капіталу включає продаж частки власності й реалізацію доходу від приросту венчурного капіталу [2]. На думку Т. В. Цихан, найбільш поширеними стратегіями такого "виходу" є реалізація придбаних акцій на біржовому ринку, продаж інвестицій стратегічному інвесторові, продаж своєї частки акцій іншим акціонерам або керівництву підприємства [3]. А. С. Митрофанов найпоширенишим способом виведення інвестицій називає прямий продаж іншій компанії в рамках однієї галузі або стратегічному інвесторові. Також поширений зворотний викуп або викуп акцій співінвесторами або керівництвом компанії. Інколи це єдиний спосіб для венчурного інвестора "гідно" вийти з бізнесу у випадку, якщо такий бізнес не приніс йому очікуваних результатів [4]. Аналогічних поглядів дотримуються А. Пестова, О. Солцев: виведення венчурного капіталу здійснюється найчастіше через випуск акцій на відкритому ринку або через викуп акцій менеджментом [5].

Проте, незважаючи на наявні напрацювання в цій галузі, у більшості своїй вони є або традиційними підходами до вирішення існуючих проблем, що не завжди відповідають специфіці досліджуваної економічної категорії, або ж запозиченими на заході методиками, що не повною мірою враховують вітчизняні умови використання та повернення венчурного капіталу.

Отже, систематичних досліджень у масштабах західного досвіду проблем повернення венчурного капіталу в Україні до сьогодні не ведеться.

**Мета роботи.** Обґрунтування та розробка концептуальних положень формування стратегії виведення венчурного капіталу з вітчизняних інноваційних промислових підприємств.

**Виклад основного матеріалу.** Після того, як нове підприємство досягне стадії сталого зростання та зрілості, відбувається технологічне освоєння масштабного виробництва вже розробленої нової продукції. Зусилля зосереджуються на управлінні й маркетингових заходах, а молоді підприємства набувають оптимальної структури. На цій стадії венчурний капітал переходить від активної ролі до допомоги й сприяння. Оцінюються можливості зростання підприємства, надаються різні послуги з боку менеджерів, що дозволяє усунути труднощі, пов'язані з виходом нової фірми на ринок.

Роль венчурного капіталу в інноваційному процесі досягає кульмінації, коли венчурні інвестори виводять свій капітал. Це зазвичай пов'язано з трансформацією інвестицій у ліквідний капітал [8].

У роботі під виведенням венчурного капіталу пропонується розуміти процес повернення вкладених венчурним інвестором (або групою інвесторів) коштів, на основі визначення збалансованого моменту досягнення максимального рівня прибутковості венчурного проекту, тобто перспективної вартості проінвестованого підприємства, з максимальною глибиною реалізації інновації на цьому підприємстві.

Лише після закінчення стадій венчурного циклу можна констатувати досягнутий рівень якості, але формування оптимальної стратегії виведення капіталу для всіх учасників процесу венчурного фінан-

сування потрібно починати на перших стадіях венчурного циклу [6].

Обов'язковим результатом розробки на кожній стадії повинно бути обґрунтування можливості впровадження у виробництво інноваційного продукту з очікуваним рівнем якості.

Документально таке обґрунтування може виконуватися у формі технічного завдання на проектування, технічного або робочого проекту виробу, технологічної документації, бізнес-плану комерціалізації інновації.

Процес розробки інноваційним підприємством нового продукту завжди пов'язаний із проектними ризиками, наявність яких веде до того, що планований на кінець тієї чи іншої стадії рівень якості може бути не досягнутий.

Успішна реалізація венчурного фінансування й завершення проекту зі створення й упровадження інноваційного продукту залежить від ефективності взаємодії основних учасників венчурного проекту - венчурного інвестора (фінансового донора) та інноваційного підприємства - "імітатора" або "акцептора" інновації.

На етапах зародження проекту інноваційне підприємство готове поступитися істотною часткою свого контролю над створюваною фірмою венчурному інвестору. Після здійснення перших фінансових трансфертів воно прагне ефективно використовувати вилучені кошти та майже не намагається отримати повний контроль над венчурною фірмою. Із наближенням моменту виведення венчурного капіталу з проінвестованої фірми, посилюється бажання інноваційного підприємства повернути собі повноту контролю над своїм бізнесом.

Особливості поведінки інноваційного промислового підприємства на стадії виведення венчурного капіталу показано на рис. 1.

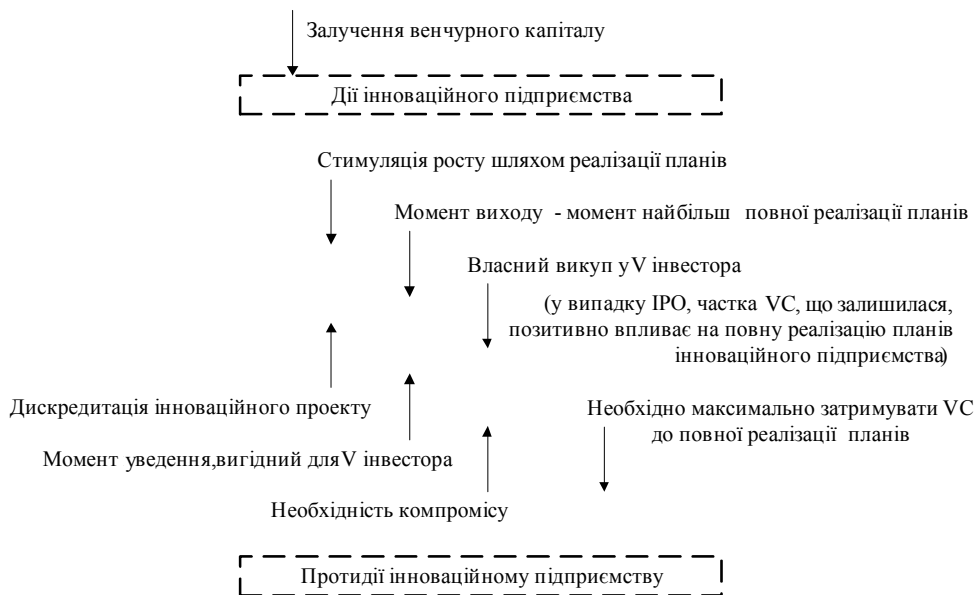


Рис. 1. Поведінка інноваційного підприємства на стадії виведення венчурного капіталу.

Дії венчурного інвестора, спрямовані на підвищення ефективності своєї діяльності, наведено на рис. 2.

У кризових ситуаціях венчурні інвестори вдаються до таких стратегій управління бізнесом:

- 1) зсув акцентів інвестиційної активності з ранніх,

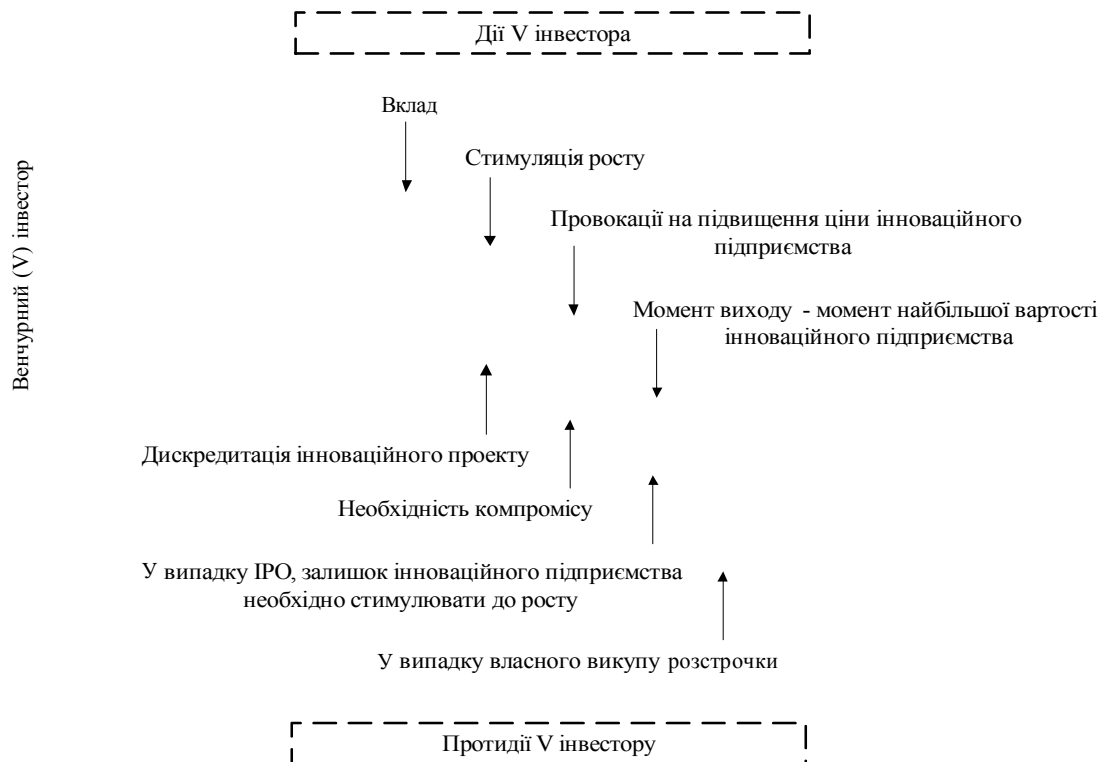


Рис. 2. Поведінка венчурного інвестора на стадії виведення венчурного капіталу.

більш ризикованих етапів венчурного фінансування на більш пізні з метою підтримки реалізованих венчурних проектів і створених фірм, які ще не встигли здійснити емісію своїх акцій. Таким чином, інвестор забезпечує рентабельність усього портфеля венчурних проектів;

2) пошук нових інноваційних проектів;

3) залучення коштів венчурних фондів для викупу контрольного пакету акцій і зміни управлінського апарату на фірмах, які зазнають проблем із реалізацією запланованого бізнес-плану;

4) збільшення ліквідності акцій за допомогою організаційних змін, у першу чергу, корпоративного злиття й поглинань.

Життєвий цикл більшості інноваційних підприємств зі складною технологічною схемою, а також тих, що працюють в області високих технологій, характеризується високим ризиком, великими витратами, а часто й збитковістю. Тому в залученні й виведенні венчурного капіталу з проекту важливу роль відіграє досягнення компромісу між учасниками протягом усього його циклу. Головним рішенням, щодо якого інтереси учасників відрізняються найбільше, є стратегія виходу венчурних інвесторів зі створених фірм, трансформації їхніх інвестицій у гроші, тобто існує дисбаланс інтересів на кожному рівні процесу виведення венчурного капіталу (рис. 3).

На відміну від інших способів інвестування, венчурне фінансування має особливу специфіку повернення венчурних інвестицій, яка обґрунтовується своєрідними рівнями реалізації процесу виведення венчурного капіталу [7].

Проведений вище аналіз основних напрямків формування сприятливих умов для розвитку організаційних форм венчурного капіталу й чинників, що їх визначають, дає підстави для попереднього вис-

новку про те, що венчурне фінансування за задачами, організаційною структурою й механізмом функціонування повинно забезпечувати ефективність інвестиційних процесів на основі постійного відтворення капіталу.

Пропонована нами концептуальна схема формування стратегії виведення венчурного капіталу з інноваційних промислових підприємств наведена на рис. 4.

Отже, процес виведення венчурного капіталу має забезпечуватися взаємовигідними зв'язками між усіма зацікавленими особами: інноваційними підприємствами, потенційними венчурними інвесторами та іншими суб'єктами соціально-економічної діяльності (власниками капіталу, споживачами інновацій, створених завдяки венчурному капіталу, державними органами влади тощо).

Такі взаємовигідні зв'язки, засновані на прийнятті компромісних управлінських рішень усіма учасниками використання венчурного капіталу, доцільно створювати на основі вдосконаленої концепції формування стратегії виведення венчурного капіталу з інноваційних промислових підприємств, відображення якої наведено на рис. 5.

Аналіз стану світового ринку венчурного капіталу [див. 1; 9] свідчить про те, що, як і на будь-якому продуктовому ринку, зміни в пропозиції капіталу й попиту на нього впливають на активність цього ринку, яка виражається кількістю проектів й обсягами венчурного інвестування. Ці ж зміни є причиною коливань прибутковості венчурних інвестицій. Аналізуючи ринок венчурного капіталу, економічні суб'єкти можуть виявляти тенденції й оцінювати стан ринку з метою розробки політики виведення капіталу, або подальшого функціонування на ньому в іншій якості.

0 рівень	Привернення венчурного капіталу	Дії із залучення венчурного капіталу	ІПП
		Інвестування венчурного капіталу в інноваційне промислове підприємство	ВІ
1 рівень (робота венчурного капіталу)	Реалізація інноваційного венчурного проекту	Реалізація інноваційної ідеї (техніко-технологічний аспект)	ІПП
		Реалізація інноваційної ідеї (упровадження та використання досвіду венчурного інвестора: фінансовий аспект)	ВІ
2 рівень (підготовка до введення венчурного капіталу)	Оцінка перспективної вартості інноваційного промислового підприємства	Вибір методики оцінки та відповідні розрахунки	ІПП
			ВІ
3 рівень	Підвищення вартості ІПП	Оприлюднення та показників діяльності та дії у власних інтересах (поглиблення рівня реалізації інновацій)	ІПП
		Провокації на підвищення вартості ІПП	ВІ
4 рівень	Вибір сприятливого варіанту виведення венчурного капіталу	Залежно від можливості реалізації на момент виведення (ІРО, прямий продаж, власний викуп)	ІПП
			ВІ
5 рівень	Реалізація виведеного капіталу	ІРО (часткове надходження фін. ресурсів) Повний продаж (новий власник або новий класичний інвестор) Власний викуп (самостійне поглиблення реалізації інновацій)	ІПП
		ІРО (часткове повернення інвестицій) Повний продаж (повне повернення інвестицій) Викуп ІПП (часткове повернення інвестицій (можлива розстрочка))	ВІ
6 рівень (ситуація на ІПП після виходу венчурного інвестора)		Поглиблення рівня реалізації інновацій до промислового випуску	ІПП
		Очікування повернення коштів що залишилися після виведення	ВІ

Рис. 3. Схема інтересів учасників венчурного фінансування на функціональних рівнях процесу виведення венчурного капіталу.

Незалежно від організаційної форми, венчурні фірми є тимчасовими структурами, які націлені на певний кінцевий результат діяльності, на вирішення конкретної проблеми. Після завершення роботи, заради якої створювались венчурні підприємства, вони або розформовуються й призупиняють свою діяльність, або поглинаються великою фірмою. При сприятливій кон'юнктурі й конкурентоспроможності деякі з них функціонують самостійно.

Повернення венчурних інвестицій здійснюється також в особливих специфічних формах виведення венчурного капіталу з інвестиційних проектів. Із цього випливає, що механізм венчурного інвестування по-

винен містити в собі структури й додаткові механізми, що забезпечують безперешкодність таких "виходів". Стадія виведення капіталу найскладніша, тому актуальною є необхідність формування стратегії виведення капіталу.

Стратегія виведення венчурного капіталу розробляється на початкових стадіях венчурного проекту та впливає на встановлення вартості активів проекту. На вибір стратегії впливають характеристики ринку венчурного капіталу й ринку продукції, а також характеристики самого інноваційного продукту. Успішна реалізація венчурного фінансування й за-

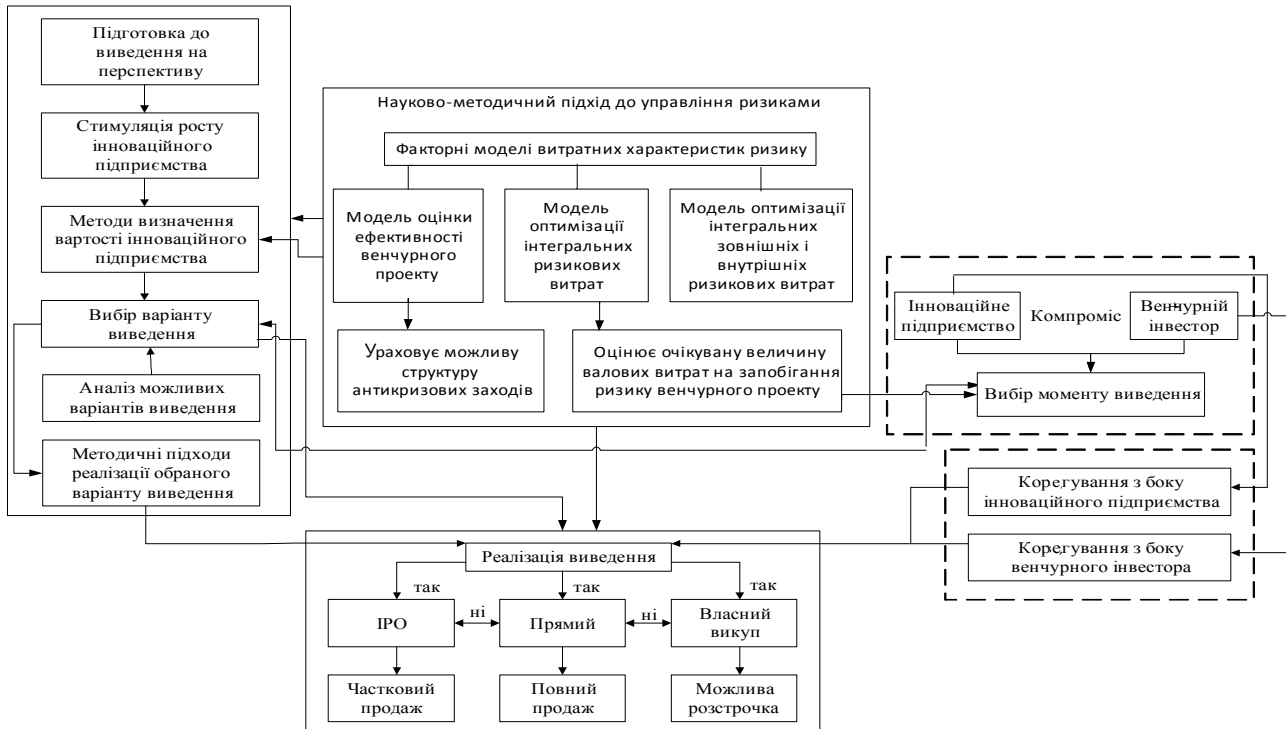


Рис. 4. Концептуальна схема формування стратегії виведення венчурного капіталу з інноваційних промислових підприємств.

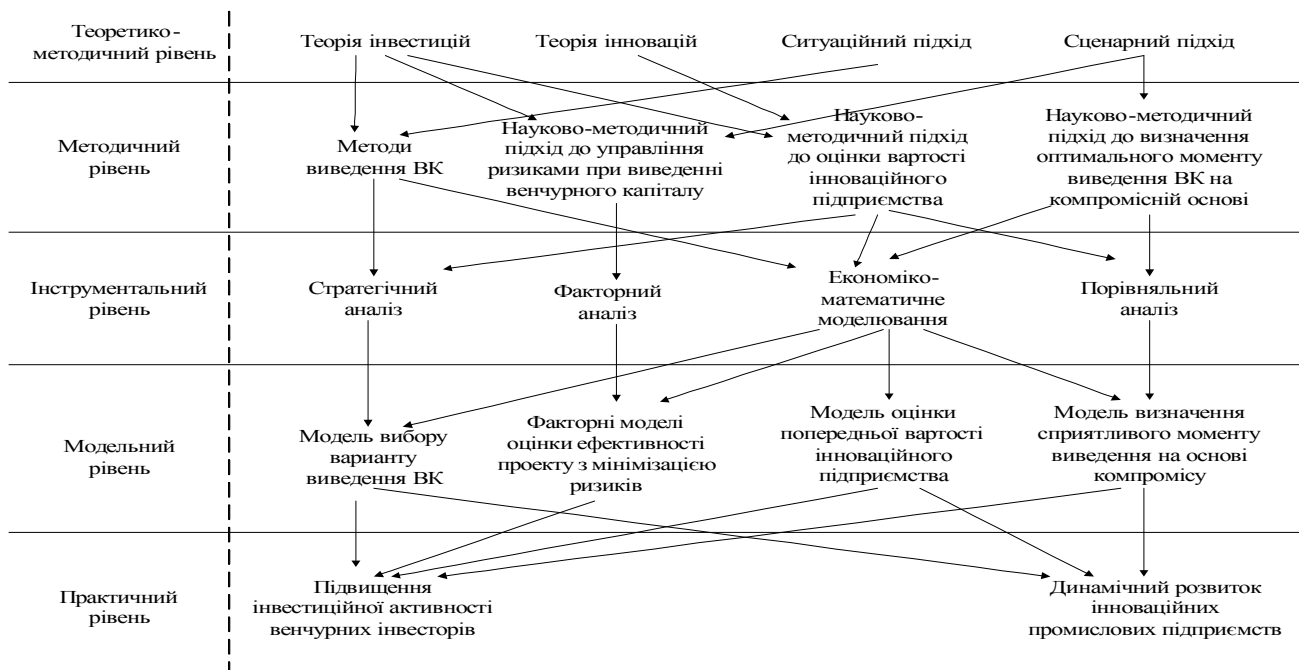


Рис. 5. Взаємозв'язок елементів концепції формування стратегії виведення венчурного капіталу з інноваційних промислових підприємств.

вершення проекту зі створення й упровадження інноваційного проекту залежить від зацікавленості в участі у венчурному проекті венчурного інвестора та інноваційного підприємства.

#### Висновки

Таким чином, у роботі під виведенням венчурного капіталу пропонується розуміти процес повернення вкладених венчурним інвестором (або групою

інвесторів) коштів, на основі визначення збалансованого моменту досягнення максимального рівня прибутковості венчурного проекту, тобто перспективної вартості проінвестованого підприємства, з максимальною глибиною реалізації інновації на цьому підприємстві.

Запропоновано концептуальну схему формування стратегії виведення венчурного капіталу з інноваційних промислових підприємств, яка на відміну від

існуючих, передбачає визначення та усунення системних проблем повернення інвестицій шляхом мінімізації ризиків та визначення збалансованого моменту виведення венчурного капіталу на основі досягнення взаємовигідного компромісу між венчурним інвестором та інноваційним промисловим підприємством, що дозволяє найбільш ефективно та у більшому обсязі використовувати у інноваційній діяльності венчурний капітал.

**ЛІТЕРАТУРА:**

1. Гулькин П. Г. Оценка стоимости и ценообразование в венчурном инвестировании и при выходе на рынок IPO / П. Г. Гулькин, Т. А. Теребинькина // Серия публикаций по венчурному инвестированию и рынку IPO в России. - СПб. : Аналитический центр "Альпари СПб", 2004. - С. 190.
2. Акельев Е. С. Венчурный бизнес: состояние и перспективы Томской области / Е. С. Акельев // Вестник Томского государственного университета. - 2007. - № 300 (II). - С. 12-14.
3. Цихан Т. В. Роль венчурной индустрии в формировании национальной инновационной системы / Т. В. Цихан // Теория и практика управления. - 2004. - № 11.
4. Митрофанов А. С. Венчурное инвестирование. Мировая практика и российская действительность / А. С. Митрофанов [Электронный ресурс]. - Режим доступа : <http://nit.miem.edu.ru> 2007/sb/pl/10.htm.

5. Пестова А. Финансирование инноваций: в поисках российской модели / А. Пестова, О. Солнцев // Банковское дело. - 2009. - № 1. - С. 1-10.
6. Грозный И. С. Обґрунтування стабільності механізму венчурного циклу / І. С. Грозний // Схід. - 2005. - № 5 (71). - С. 17-23.
7. Грозный И. С. Визначення оптимальної стратегії виведення капіталу з венчурного проекту / І. С. Грозний, Г. О. Тарасова // Економічний вісник Донбасу. - Луганськ : Вид. ДЗ "ЛНУ ім. Тараса Шевченка", 2008. - № 4 (14). - С. 157-168.
8. Silverstein E. Silicon Valley Venture Capitalists Visit Russia for Investment Search, Networking / E. Silverstein // INFOTECH Spotlight. - 2010. - May 26 [Електронний ресурс]. - Режим доступу : <http://it.tmcnet.com/topics/it/articles/86597-silicon-valley-venture-capitalists-visit-russia-investment-search.htm>.
9. Campbell K. Smarter Ventures: A Survivor's Guide to Venture Capital Through the New Cycle / K. Campbell. - London, 2003; Ortgieste J. Value Added by Venture Capital Firms / J. Ortgieste. - Eul publishing, 2007; William D. Das Financial-Times-Handbuch Risikokapital. - Financial Times Prentice Hall : M?nchen, Amsterdam [u.a.], 2000; Gompers P. The venture capital cycle / P. Gompers, J. Lerner. - Cambridge : Mass, 2004; Kaserer C. European Private Equity Funds - A Cash Flow Based Performance Analysis / C. Kaserer, C. Diller // Research Paper of the European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) and CEFS Working Paper 2004. - No 1.

**Н. Tarasova**

**LEADINGOUT OF VENTURE CAPITAL FROM INNOVATIVE INDUSTRIAL ENTERPRISES**

In the article the process of leadingout of venture capital is analyzed from innovative industrial enterprises. Author determination of this process is grounded, the conceptual chart of forming of strategy of leadingout of venture capital is offered from innovative industrial enterprises and intercommunication of its elements is grounded.

*Key words:* venture capital, venture financing, innovative industrial enterprises, leadingout of capital.

© Ганна Тарасова  
Надійшла до редакції 08.11.2011

УДК 330.341.1:658

**ПІДГОТОВКА ТА УХВАЛЕННЯ УПРАВЛІНСЬКИХ РІШЕНЬ  
ПІД ЧАС РЕІНЖІНІРИНГУ ВИРОБНИЧИХ ПРОЦЕСІВ  
ПРОМИСЛОВОГО ПІДПРИЄМСТВА**

**ГАННА УСОВА,**

*аспірант Інституту економіки промисловості НАН України, м. Донецьк*

**Розроблено науково-методичний підхід до підготовки й ухвалення управлінських рішень у процесі реалізації реінжинірингу виробничих процесів на основі бенчмаркінгу й аутсорсингу. Такий підхід дозволяє визначити конкретні організаційні заходи на кожному етапі реалізації проекту реінжинірингу для забезпечення ефективного управління промислових підприємств.**

**Ключові слова:** промислове підприємство, виробничий процес, управлінське рішення, реінжиніринг, бенчмаркінг, аутсорсинг.

**Постановка проблеми.** В умовах глобалізації економіки та підвищення складності господарської діяльності все більше промислових підприємств

стикаються з необхідністю докорінних змін на засадах реінжинірингу для забезпечення конкурентоспроможності. Така перебудова потребує ретельно