

ГЕНЕЗИС И ЭВОЛЮЦИЯ ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ¹

Т. И. Волкова, М. Н. Кузнецова

В статье отражены результаты проведенного исследования, цель которого состоит в раскрытии недостаточно изученных или неизученных аспектов, в особенности теоретических, многогранного объекта и процесса венчурного финансирования (инвестирования). В рамках этой целевой установки предложена разработка его теоретических основ, включая категориально-понятийный аппарат, генезис повышенного уровня рисков, систему специфических особенностей, ряд инструментов и методов инвестирования и результативной реализации.

Актуальность поставленных задач связана с необходимостью детального изучения генезиса, эволюции, структуризации институциональных основ, специфики венчурного капитала, венчурного финансирования (инвестирования). Это обусловлено, прежде всего, его использованием в высокоразвитых странах в качестве эффективного источника и инструмента финансовой поддержки инновационных проектов и компаний, обладающего рядом преимуществ в сравнении с другими финансовыми источниками.

В соответствии со спецификой изучаемого объекта использовались методы системного анализа, диалектический, структурно-логический, эволюционно-генетический, аналитико-гносеологический.

В России формирование системы венчурного финансирования (инвестирования) и ее результативное функционирование находятся на начальном этапе. В связи с этим актуальны как структурирование и выделение вклада имеющихся исследований, так и разработка недостаточно исследованных или неисследованных аспектов этой многогранной проблемы.

В условиях российской экономики ведущей проблемой воспроизводственного процесса, включая инновационный, выступает его финансовое обеспечение. В высокоразвитых странах одним из действенных и эффективных инструментов финансовой поддержки развития инновационных проектов и компаний является венчурный капитал. По образному выражению К. Р. Аллен, «фонды венчурного капитала — это топливо для механизма инноваций» [1, с. 15].

При определенных сложностях институционального характера, включая разнообразные риски, как при оформлении отношений между достаточно широким кругом заинтересованных субъектов (агентов), так и в процессе реализации проектов и развития компаний, венчурная финансовая поддержка обладает, безусловно, рядом преимуществ в сравнении с рядом других источников финансирования.

Практика развития венчурного финансирования и инвестирования в США, передовых европейских странах и соответствующие исследования доказывают, что с его помощью возможно стимулирование динамики и качества воспроизводственного процесса, прежде всего за счет преодоления недостатка и высокой стоимости инвестиционных ресурсов.

Большие возможности, без сомнения, предоставляют государственные и государственно-частные венчурные вложения.

С учетом зарубежного, отечественного опыта и разработок можно выделить следующие преимущества венчурной финансовой поддержки [7]:

1. Венчурное финансирование предоставляется с целью реализации инновационных проектов малым инновационным компаниям, для которых обременительно использование традиционных источников (прежде всего банковских кредитов), причем без залога, поручительства (в качестве залога можно рассматривать только согласованную долю акций создаваемой или функционирующей компании). Значительная заинтересованность венчурного инвестора в росте капитализации инновационной компании связана с получением им дохода (прибыли) за счет выгодной продажи своей доли на заключительных стадиях венчурного процесса.

2. Ориентация венчурного инвестора на достижение высоких темпов роста компании не предполагает его стремления к получению дивидендов, соответственно, исключается влияние дивидендных выплат на снижение динамики ее денежного потока.

3. Прямое участие профессиональных венчурных инвесторов в управлении компанией способствует финансовому успеху, а также привлечению других финансовых источников,

¹ Исследование выполнено при финансовой поддержке Проекта № 15-14-7-5 «Региональная экономика институтов инновационного развития» фундаментальных научных исследований УрО РАН.

стратегических партнеров, услуг (консалтинговых, инжиниринговых и др.).

В силу относительно непродолжительной истории венчурного капитала, официальным началом которой считается 1946 г., когда в США была создана Американская корпорация исследований и развития (American Research and Development Corporation — ARD), данный объект, соответствующие категории и понятия начали изучаться только на протяжении последних 25–30 лет.

Понятия «венчурный капитал», «венчурный бизнес», «венчурный капиталист» заимствованы из зарубежной экономической практики. «Венчурный капитал» происходит от англ. слова *venture* (рискованное предприятие, начинание), его автором нередко называют венчурного капиталиста А. Рока, который принимал участие в создании первых фондов высокорискового инвестирования в Силиконовой долине США. Созданные посредством венчурного инвестирования при содействии А. Рока компании Intel и Apple Computer превратились в крупнейшие компьютерные корпорации.

Одна из первых трактовок венчурного капитала, появившаяся в Гарвардском университете в середине XX в., характеризовала данное явление как рисковый капитал, предназначенный для вложения в молодые и новые компании. Так, например, М. Плам подчеркивает потенциал роста компании-реципиента (получателя венчурных инвестиций): «Венчурный капитал — средство для создания и финансирования успешных молодых компаний, зачастую „с листа“, обладающих перспективами быстрого роста» [100, с. 6].

Анализ и обоснование эффективности деятельности стартапов, экосистемы Кремниевой долины США, американской и европейской моделей развития венчурного финансирования и инвестирования отличает работы Э. Лебрэ [26, 84].

Благодаря практической деятельности таких, например, американских венчурных предпринимателей, как Ф. Джонсон, Т. Перкинс [99], Т. Дэвис, Ф. Адлер, Ю. Клейнер [45], Ш. Фэрчайлд, Б. Дреппер и др., венчурный капитал в США превратился в один из наиболее эффективных альтернативных источников финансирования малого инновационного бизнеса. Примечательно, что большинство зарубежных авторов, среди которых Н. Лайанг, С. Прауз, Ж. Фенн [59], Б. Твисс [32, 33], Э. Денисон [57], Э. Менсфилд и др., анализируют венчурные инвестиции с точки зрения профессионалов-практиков, то есть в основ-

ном технические и технологические аспекты реализации венчурных проектов, поэтому выделенные ими характеристики венчурного инвестирования имеют преимущественно прикладной характер.

Аналитический подход к сравнительным оценкам источников финансовых средств нашел отражение в работах Д. Гарнера, Р. Оуэна и Р. Конвея [15, 64, 65], К. Ричардсона, Х.-У. Дёриг, представивших характеристику венчурного капитала в системе с другими формами финансовой поддержки: займами, правительственными средствами, лизингом, франчайзингом и др. Так, в понимании американского экономиста К. Ричардсона, венчурный капитал представляет собой «средства, вложенные в компанию или частного предпринимателя с высоким уровнем риска, обычно в ситуации, когда такая компания или предприниматель не в состоянии воспользоваться традиционными внешними способами финансирования» [101, с. 23]. Эту точку зрения разделяет и Х.-У. Дёриг: по его мнению, венчурный капитал — это «капитал, вложенный в рискованное предприятие: особый вид финансирования вновь организованных предприятий или молодых компаний с потребностью в рисковом капитале, для которых в большинстве случаев из-за отсутствия обеспечения невозможно обычное финансирование» [20, с. 373]. В данном определении характерным признаком венчурного капитала выступает его исключительная роль, состоящая в инвестировании средств в предприятия, которым недоступны иные внутренние и внешние источники.

Относительно небольшая группа исследователей использует в своих работах более широкий экономический подход к анализу феномена венчурного капитала и рассматривают его не только в методическом, но и в теоретическом аспектах как на микро-, так и макроэкономическом уровнях, в особенности Р. Хизрич [76-79], Дж. Бартлетт [46], Дж. Тиммонс, У. Байгрейв [53-56], У. Сэлман [102-104], П. Гомперс, Д. Лернер [67-68], К. Бовайерд [47], Д. Брофи [49-50], Т. Хеллманн [71-75].

В связи с актуальной для нашей страны и ее регионов сферой приложения венчурного капитала — научно-технологической, мы выделяем работы С. Кортума, С. Мани [85, 86], Т. Мейера [90, 91], Р. Митчелла [92, 93], Дж. Наппье [95, 96] и др., в которых анализируется воздействие венчурного капитала на технологический сектор экономики и инновационные преобразования в развитых и развивающихся странах, становление наци-

ональных моделей венчурной деятельности. Существенное методическое значение имеют работы С. Кортума, Г. Стивенсона, Д. Музыки, Дж. Тиммонса, У. Байгрейва, в которых осуществлен эмпирический анализ оценки вклада венчурного капитала в инновационное развитие, отличающееся неопределенностью и сопряженное с рисками, а также взаимосвязи патентной активности, инновационного развития и динамики венчурного финансирования [83, 108, 109].

Большую значимость для формирования российской модели венчурного финансирования и инвестирования имеют институциональные разработки Д. Брофи, исследовавшего тенденции развития рынка венчурного капитала США, возможности снижения уровня рисков и увеличения доходности венчурных инвестиций для институциональных инвесторов при использовании стратегии «фонда фондов» и т. д. [48, 51, 52].

Развитие венчурного бизнеса в Европе и Азии началось существенно позднее. Наиболее активно оно осуществляется в Великобритании, где разработки осуществляются достаточно большой группой ученых, включая К. Мэсона, Р. Гэррисона [87-89], В. Стивенса [107], Б. Бишопа [4], Д. Сингера [105-106], Д. Уолла [111], Р. Флориды, Д. Смита [61-63] и др. На современном этапе европейских и азиатских ученых привлекают как особенности венчурной деятельности в отдельных странах, так и сравнительные их оценки [31, 66, 81, 82, 85, 86, 94, 95].

В зарубежной экономической литературе теоретические и практические аспекты венчурного капитала, венчурного финансирования и инвестирования высокотехнологичных компаний раскрыты более детально, чем в отечественной литературе, что объясняется достаточно продолжительным историческим опытом развития рынка венчурного капитала. Причем представители зарубежной экономической мысли изучают эту проблему преимущественно в условиях высокоразвитой рыночной экономики, в которой инновационная сфера играет ведущую роль, а венчурный капитал составляет весомую часть совокупного финансового капитала.

В ряде исследований акцентируются различия в предпринимательской культуре, динамике развития американского и европейского рынков венчурного капитала, использовании различных подходов к анализу сущностных характеристик венчурного капитала и соответствующей сферы экономических отношений.

Вместе с тем, обобщающие его трактовки достаточно близки: Американская национальная ассоциация венчурного капитала (NVCA) определяет венчурный капитал следующим образом: «Венчурный капитал — это капитал, обеспечиваемый фирмами, состоящими из профессионалов, вкладывающих такой капитал в молодые, быстро растущие или реорганизуемые компании, обладающие таким потенциалом, который поможет им развиваться в конкурентоспособных игроках на региональных, национальных или международных рынках» [98].

В трактовке Европейской ассоциации венчурного капитала (EVCA), венчурный капитал — «это акционерный капитал, предоставляемый профессиональными компаниями венчурного капитала, которые фактически инвестируют средства и свои управленческие способности в частные фирмы, обладающие потенциалом быстрого роста, в целях их первоначального и дальнейшего развития и (или) реорганизации (реструктуризации)» [58].

Предложен ряд критериев [10], на основе которых структурированы основные особенности венчурного капитала в США и европейских странах:

- совокупный объем венчурного капитала;
- объем финансирования по специализированным стадиям реализации проектов;
- распределение инвестиций по научно-техническим направлениям;
- виды и структура источников венчурного капитала.

Это позволило обосновать наличие различных моделей формирования и использования венчурного капитала в этих странах с учетом проведенного статистического и фактологического анализа [13, с. 21-41, 54-64].

Среди специфических особенностей венчурного бизнеса в США при их безусловном лидерстве по объему венчурного капитала можно выделить, во-первых, ориентацию на вложение средств в инновационные предприятия, реализующие передовые технологии, и, во-вторых, высокую долю фирм на ранних стадиях развития в числе получателей инвестиций. В США термином «венчурный капитал» обозначаются именно инвестиционные вложения средств в компании, находящиеся на ранних стадиях развития, а также инвестиции в высокотехнологичные (high-tech) компании, не зарегистрированные на фондовой бирже, то есть трактовка понятия «венчурный капитал» имеет достаточно целенаправленный характер. Распространена также точка зре-

ния, что венчурные инвесторы не участвуют в приобретении контрольного пакета акций компании или ее диверсификации [97]. В рамках американского подхода сделки типа MBO/MBI (*management buy-out* — выкуп внешними управляющими, *management buy-in* — выкуп внутренними управляющими) не включаются в состав венчурных.

Проведенный нами анализ европейского опыта показал, что европейское понимание венчурного капитала является более широким, так как в этих странах практически не выделяются различия между венчурным капиталом и прямыми инвестициями, венчурный капитал трактуется как разновидность прямых инвестиций в акционерный капитал на всех этапах развития малых и средних компаний, не копирующихся на фондовом рынке, причем не только высоко-, но и среднетехнологичных.

Наблюдаются существенные отличия и в распределении венчурного капитала по научно-техническим направлениям (отраслям). Вложения в Европе можно назвать социально ориентированными в связи с высокой долей инвестиций в сектор наук о жизни. В США преобладают вложения в производство программного обеспечения, промышленность и энергетику.

Некоторые отличия (при практически аналогичном разнообразии) имеют и источники венчурного капитала. Так, в европейских странах кредиты банков являются одной из ведущих составляющих этих источников, что не характерно для США.

В российской экономической науке интерес к венчурному капиталу не проявлялся вплоть до второй половины 90-х гг. XX в. — начала 2000-х гг. в связи со слабой выраженностью данного экономического явления. Первые отечественные работы появились в период перехода страны к рыночной экономике, одновременно с усилением внимания к инновационной проблематике и связанной с ней необходимостью анализа современных форм финансовой поддержки малых высокотехнологичных компаний [4, 5, 19, 29, 90, 37–43].

Кроме того, многие венчурные фонды еще десять лет назад формировались в России преимущественно на базе иностранного капитала, соответственно, была высока доля зарубежных источников в общем объеме венчурного капитала, которая в последние годы имеет тенденцию к снижению.

Первым официальным документом, где содержатся положения по венчурному финансированию, являются «Основные направления

развития внебюджетного финансирования высокорисковых проектов (системы венчурного инвестирования) в научно-технической сфере на 2000–2005 гг.»¹.

Впоследствии была разработана Концепция развития венчурной индустрии в России (государственной системы стимулирования венчурных инвестиций)². В 1997 г. была основана Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ) — профессиональная ассоциация представителей венчурных фондов и фондов прямых инвестиций [27]. Достаточно представительна нормативная база по институциональным структурам венчурного финансирования и инвестирования и институтам развития³. Однако российская законодательно-нормативная система находится в стадии формирования.

При активности исследований и разработок прикладных аспектов проблемы (особенно в последние годы) наблюдается явный дефицит разработок в области теории венчурного капитала, венчурного финансирования и инвестирования не только в отечественной, но и достаточно обширной, как было показано, зарубежной литературе.

На наш взгляд, для формирования теоретических основ исследования венчурного финансирования, в особенности в научно-технологической сфере, целесообразно определить основные характеристики базовых категорий — «капитал» и «венчурный капитал», отража-

¹ Основные направления развития внебюджетного финансирования высокорисковых проектов (системы венчурного инвестирования) в научно-технической сфере на 2000–2005 гг. (одобренны Правительственной комиссией по научно-инновационной политике; протокол № 1 от 27.12.1999).

² Концепция развития венчурной индустрии в России. Государственной системы стимулирования венчурных инвестиций. Одобрена 30.10.2012 г. коллегией Минпромнауки РФ.

³ Постановление Правительства Российской Федерации от 03.02.1994 г. № 65. О создании Фонда содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере; О мерах по реализации в 2005 г. мероприятий по государственной поддержке малого предпринимательства. Приказ Минэкономразвития РФ от 05.05.2005 г. № 93. Ред. от 09.10.2006 г.; Распоряжение Правительства Российской Федерации от 07.06.2006 г. № 838-р о создании ОАО «РВК» и др.; Об утверждении Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 г. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 08.12.2011 № 2227-р и др.; Российской корпорации нанотехнологий. Федеральный закон от 19.07.2007 г. № 139-ФЗ; Об Инновационном Центре «Сколково». Федеральный закон от 28.09.2010 г. № 244-ФЗ др.

ющих сущность и содержание этого сложного процесса.

Многогранная категория «капитал» — одна из основополагающих в экономической теории и практике. Существует ряд классификаций капитала, преимущественно в зависимости от выполняемых им в процессе воспроизводства функций. Можно укрупненно выделить следующие признаки капитала в его традиционных трактовках:

- аккумуляция и использование различных ресурсов, включая финансовые, для производства товаров и услуг;

- обладание потенциалом самодвижения и самовозрастания;

- способность приносить владельцу доход, прибыль.

В процессе эволюции хозяйственных систем, обусловленной развитием производительных сил и социально-экономических отношений, происходят разнообразные метаморфозы капитала. Кроме разновидностей материально-вещественного, финансового, природного, правомерно выделяется и исследуется человеческий, интеллектуальный, символический, социальный, венчурный и другие виды капитала. Выдвинуты концепции «всеобъемлющего капитала», «всеобъемлющего и многоликого капитала». Согласно концепции «всеобъемлющего капитала», капиталом является все то, что в течение известного времени приносит доход, при этом любой доход всегда продукт капитала; капитал включает в себя одновременно и средства производства и рабочую силу [60].

Заслуживают внимания выделенные разновидности капитала в рамках концепции «всеобъемлющего и многоликого капитала»:

- частный вещественный капитал;

- человеческий капитал, воплощенный в самих индивидуумах;

- социальный или коллективный капитал (различные формы государственной или муниципальной собственности);

- интеллектуальный капитал, равнодоступный всем членам общества [80].

Более того, традиционные виды капитала, например финансовый, приобрели новые формы и функции реализации, обеспечивая целостность и динамику ведущих видов рынков — финансово-денежного, производительного капитала, социального капитала и др., создавая, по существу, синергетический эффект [21].

Достаточно полно современные функции капитала как экономической категории выделены в одном из немногих обстоятельных

отечественных исследований по венчурному инвестированию:

- участие в производстве и способность приносить прибыль;

- интеграция всех ресурсов и факторов в процессе общественного воспроизводства;

- мотивация участников к расширенному воспроизводству;

- накопление, аккумуляция ресурсов;

- создание ресурсных условий подготовки основных факторов производственных, научно-технических, инновационных и других процессов;

- обеспечение оптимизации инвестиционных и инновационных процессов через достижение комплексной социально-экономической эффективности использования ресурсов [24, с. 16].

Вместе с тем, в имеющихся трактовках капитала (в том числе теоретического характера) и соответствующих современных исследованиях особо не выделяется, по существу, его базовая характеристика — как системы социально-экономических отношений. Она проистекает из следующего понимания капитала К. Марксом: «Капитал — это не вещь, а определенное общественное, принадлежащее определенной исторической формации общества производственное отношение, которое представлено в вещи и придает этой вещи специфический общественный характер» [27, с. 380-381].

Безусловно, это исходное концептуальное положение для исследования ведущих существенных характеристик данного сложного, многогранного объекта и категории.

Венчурный капитал по происхождению — один из видов «многоликого» капитала, он имеет свой особый статус и специфические особенности.

В настоящее время имеется немало трактовок существенных характеристик венчурного капитала и венчурных инвестиций. Нами предложена их систематизация на основе следующих критериев:

- объекты вложений венчурного капитала;

- венчурный капитал как специфический инвестиционный ресурс;

- существенные отличия венчурного капитала от других источников инвестиций.

На рисунке 1 отражены основные характеристики объектов вложений венчурного капитала [3, с. 8; 6; 16; 18]:

Основные характеристики специфики венчурного капитала как инвестиционного ресурса представлены на рисунке 2 [22; 23; 24, с. 40; 28; 35; 97].

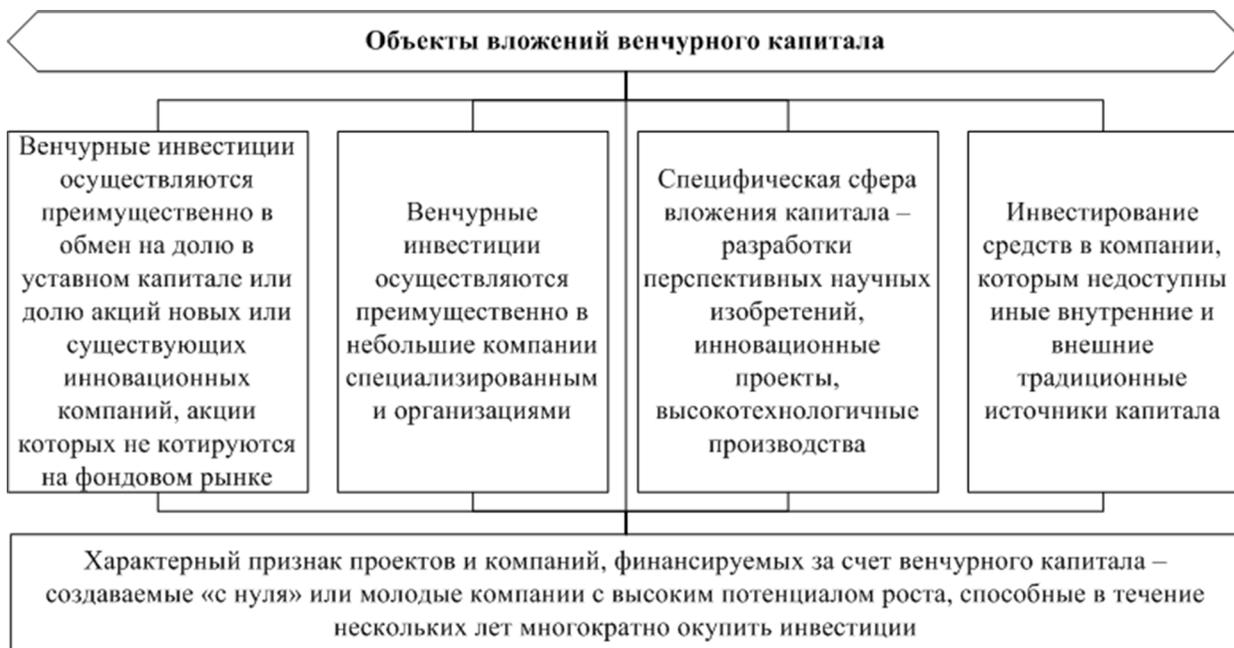


Рис. 1. Основные характеристики объектов вложений венчурного капитала

Следует отметить, что особые сущностные отличия венчурного капитала от других видов финансирования и инвестирования углубленно выделяет значительно меньшая часть исследователей. Наиболее обобщенно их можно представить, как на рисунке 3.

При этом часть ученых детализирует традиционно достаточно лаконичные трактовки отличительных особенностей венчурного капитала. Так, Л.И. Щербакова подчеркивает: «Венчурный капитал – это рисковый капитал, финансирующий инновационные проекты малых фирм, который характеризуется рядом особенностей, отличающих его от банковского и промышленного капитала («одобренный риск», долгосрочность, разновидность паевого взноса, личная заинтересованность в успехе нового предприятия, безвозвратность в старто-

вом периоде и др.)» [42, с. 20-22]. Н.Л. Фролова отмечает интеграцию в венчурном капитале различных видов капитала: «Венчурный капитал – адекватный условиям современного научно-технического прогресса способ учредительства стартовых наукоемких, высокотехнологичных фирм, своеобразие которого заключается в сочетании и переплетении различных приложений акционерного, ссудного и предпринимательского капитала» [41].

И только отдельные исследователи выделяют те принципиальные сущностные отличия венчурного капитала, которые, на наш взгляд, и позволяют в полной мере отнести его к совершенно новому виду капитала.

Одна из первых подобных характеристик в российских источниках отражена А.М. Балабаном: «Венчурный капитал – не

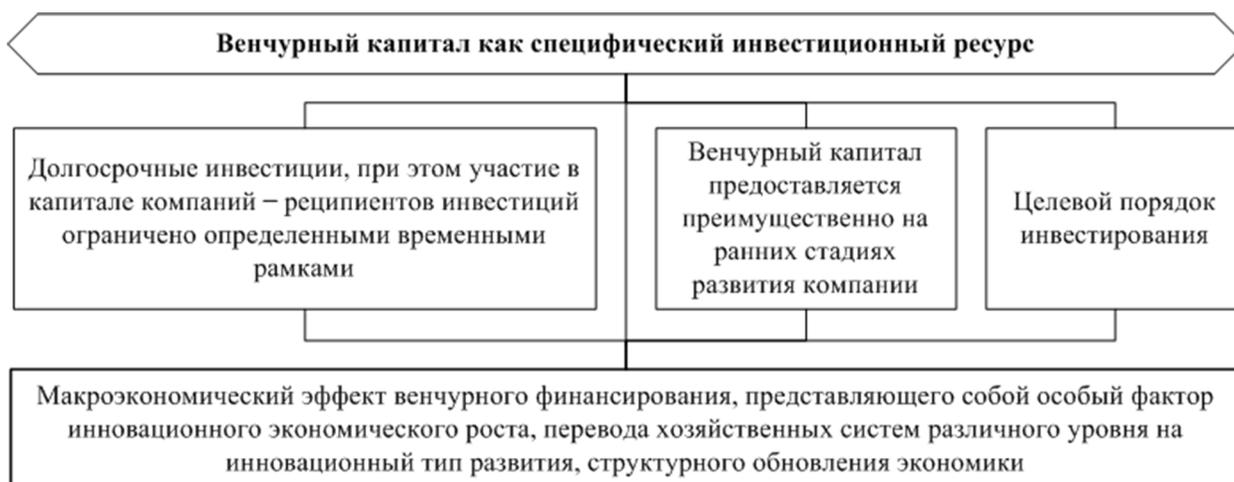


Рис. 2. Характеристики венчурного капитала как специфического инвестиционного ресурса

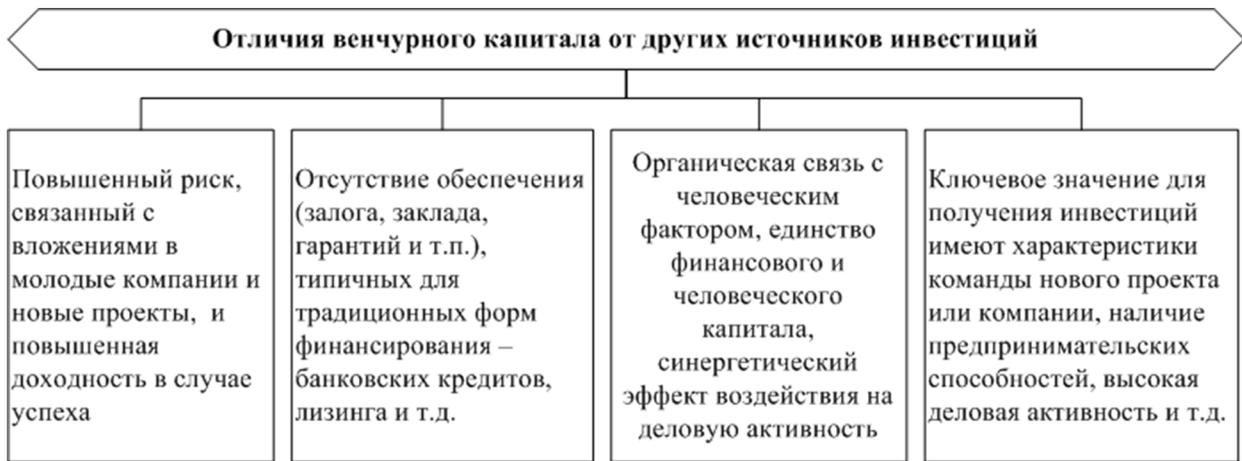


Рис. 3. Сущностные отличия венчурного капитала от других источников инвестиций

просто финансы, а нечто большее, включающее привлечение венчурным инвестором своего опыта, связей в мире бизнеса и не поддающегося формализации менеджерского ноу-хау» [2, с. 13]. На некоторые из этих особенностей с середины 90-х гг. XX в. обратили внимание отдельные зарубежные исследователи, выделяя сочетание, комбинацию менеджментного ноу-хау и финансовой поддержки на высокорисковых стадиях развития малых фирм [69].

С этой точкой зрения А.М. Балабана перекликается позиция Л. Дамяновой [17]. Более концептуальна точка зрения А.Н. Фоломьёва и М. Нойберта: «Венчурный капитал — особый ресурс, представляющий собой единство финансового и человеческого капиталов, а поэтому обладающий синергетическим эффектом воздействия на деловую активность в хозяйственных системах через развитие в них инновационной и инвестиционной деятельности» [40, с. 34], получившая развитие в монографии А.Т. Каржаува и А.Н. Фоломьёва [24]. Ее дополняют А.А. Тусков и И.А. Рожок: «Венчурный капитал — совокупность финансового, интеллектуального капитала и управленческих умений специализированного инвестора, направляемых им в перспективную высокотехнологическую компанию, находящуюся на этапе создания, становления или расширения, с целью получения сверхвысокой прибыли от прироста вложенных средств» [34, с. 67].

Более комплексное представление о сущностных особенностях венчурного капитала отличает позицию А.Т. Каржаува и А.Н. Фоломьёва [24, с. 23-36]:

- неразрывная связь с научно-технической и инновационной деятельностью;
- органическая связь с человеческим фактором, соединение в себе возможностей фи-

нансового капитала и интеллектуального ресурса;

- сложная экономическая природа венчурного капитала, представляющего собой сочетание, комбинацию менеджментного ноу-хау и финансовой поддержки, которая предоставляется той или иной фирме в фазе высокого риска ее развития;

- высокий уровень риска;

- в случае успеха — быстрый рост производства и получение прибыли, значительно превышающей среднюю;

- дробность финансирования инновационных предпринимательских проектов и различия в прибыльности на разных фазах его жизненного цикла;

- сочетание фрагментарности (по отдельным фазам) и постадийности (в пределах одной фазы финансовой поддержки);

- многосубъектность управления движением венчурного капитала, жизненным циклом в каждой его фазе;

- ориентация на развитие и рост стоимости акций самих инновационных предпринимательских структур;

- высокие затраты на управление и предварительные исследования.

Если структурные составляющие венчурного финансирования, их взаимосвязь и взаимозависимость, специфика функционирования в той или иной степени представлены в научных исследованиях, то генезис его ведущей доминанты — повышенного уровня рисков, в особенности эндогенных, исследован явно недостаточно.

В целом, несмотря на большое число публикаций и исследований по различным рискам в экономической сфере, специалисты толкуют эту категорию неоднозначно. Попытка обобщения различных точек зрения предпринята,

Виды рисков венчурных инвестиций в инновационные компании

Риск	Вид риска (внутренний (эндогенный) или внешний (экзогенный))	Основные характеристики
Риск менеджмента	Внутренний	Предприниматель и управляющая команда обладают недостаточными навыками для того, чтобы эффективно развивать компанию
Риск технологический	Внутренний и внешний	Предлагаемая новая технология или ее применение оказываются несостоятельными, либо приносят недостаточную выгоду
Риск ценообразования	Внутренний и внешний	Риск недооценки или переоценки компании в связи с участием нескольких инвесторов и возможным разведением доли первоначального инвестора
Финансовый риск	Внутренний и внешний	Предприятие не генерирует в необходимом размере доход или прибыль для достижения целевого дохода инвестирования и (или) покрытия процентов по займу
Рыночный риск	Внешний	Продукт (услуга), предлагаемая компанией, недостаточно привлекательна для рынка, либо целевой рынок слишком мал, или сильны позиции конкурентов
Риск ликвидации (выхода)	Внешний	Инвесторы не способны либо найти покупателя компании, либо продать акции по соответствующей конечной цене

по нашему мнению, в трактовке риска как вероятности (угрозы) потери части своих ресурсов, недополучения доходов, появления дополнительных расходов и (или) возможности получения значительной выгоды (дохода) в результате осуществления предпринимательской деятельности в условиях неопределенности [36].

Виды инновационных рисков разнообразны и, соответственно, достаточно разнообразны и их классификации.

Так, К.Р. Аллен выделяет следующие группы рисков, присущие всем высокотехнологичным отраслям экономики: неопределенность рынка, технологическая неопределенность, конкурентная неопределенность [1, с. 324–326].

Неопределенность рынка возникает вследствие сложности адекватной оценки потребностей клиентов на раннем этапе, включая возможные области применения технологии. Основным источником неопределенности рынка является сопротивление агентов новым технологиям из-за отсутствия у них необходимых знаний и подготовки. Помимо этого, необходимо учитывать, что в современных условиях потребности стремительно меняются и направление этих изменений сложно спрогнозировать.

Технологическая неопределенность связана с вероятностью достижения новой компанией своих целей и удовлетворения потребностей и ожиданий агентов, повышения продуктив-

ности бизнеса в результате применения новой технологии, а также возможного риска устаревания технологии с учетом высокого темпа технологических изменений.

Конкурентная неопределенность обусловлена риском появления конкурентов новой технологии в других отраслях, поскольку компании других отраслей постоянно разрабатывают ценные инновации, находят новые способы сделать технологию более привлекательной для потребителей. При оценке перспектив развития новой компании инвесторы, как правило, анализируют четыре фактора: степень неопределенности, асимметричность информации, преобладание нематериальных активов в структуре собственности и степень зависимости от конъюнктуры рынка [1, с. 247–248].

Риски собственно венчурных инвестиций изучены в меньшей степени. Так, ряд экспертов обоснованно, на наш взгляд, предлагают классифицировать эти виды рисков на эндогенные и экзогенные [44] (с некоторыми сокращениями данная позиция отражена в табл. 1).

Более подробная классификация рисков вложений венчурного капитала представлена в работе А.Т. Каржаува и А.Н. Фоломёва [24, с. 216–217] (здесь — адаптирована в соответствии с задачами статьи) (табл. 2).

Высокий уровень неопределенности и риска особенно характерен для венчурного финансирования на ранних стадиях инновационного проекта. Значительный уровень неопределен-

Таблица 2

Классификация инновационных рисков венчурного капитала

Стадия инвестиционного цикла	Наименование инновационного риска	Причины возникновения рисков
Научно-исследовательская	Исследовательский; инвестиционный; отбора проектов;	Неопределенность конечного результата; непредвиденные затраты; ошибки исследователей и экспертов
Формирования венчурного капитала	Общеэкономический; фискально-монетарный; финансовый	Неэффективность государственного регулирования и государственно-частного партнерства; инфляция
Предпроизводственная	Инвестиционный; коммерческий; маркетинговый; проектный	Неопределенность затрат, оценки потенциала конкурентов, запросов рынка; финансовые затруднения инвесторов; увеличение сроков стадии; недочеты в бизнес-планировании
Производственная	Инвестиционный; коммерческий; маркетинговый; технологический; квалификационный; организационно-управленческий; инфляционный; предпринимательский	Непредвиденные технологические трудности, материальные и финансовые затраты и потери изменение конъюнктуры рынка ресурсов, включая кредитные, а также котировок ценных бумаг; длительность стадии
Рыночная (распределительно-обменная)	Конкурентный; коммерческий; маркетинговый; инфляционный; социальный; партнерский; нормативно-правовой	Ошибки в расчетах транзакционных издержек; просчеты в оценке конкурентоспособности инновации, ее моральное старение; быстрая потеря монопольного положения на рынке; инфляция; изменения котировок ценных бумаг
Потребительская	Потребительский; коммерческий; технологический; нормативно-правовой	Изменение запросов потребителя и его финансового положения; сокращение жизненного цикла инновации; необходимость научно-инженерной доработки инновации; непредвиденные изменения нормативно-правовой основы деятельности партнеров

ности связан также с институциональными проблемами российского законодательства в инновационной сфере, включая рисковое инвестирование, в том числе защищающее права венчурного инвестора. К примеру, в США основы законодательства, определяющие права и обязанности инвестора, являются достаточно исчерпывающими и не изменяются уже продолжительное время. Участникам венчурного бизнеса известны правила игры, институциональные условия, есть гарантии, что они не изменятся в процессе реализации проекта и будут соблюдаться всеми сторонами.

Безусловно, нередко используемый при классификациях рисков (включая приведенные) венчурных вложений структурно-логический подход имеет определенные достоинства. Однако для углубленного изучения генезиса

повышенного уровня рисков этих вложений с учетом сложности и противоречивости венчурного процесса, в особенности в научно-технологической сфере, целесообразно, по нашему мнению, использовать аналитико-гносеологическую методологию исследования. Следуя этой методологии, можно сделать вывод, что повышенный уровень рисков изучаемого процесса изначально детерминирован системой специфических особенностей самих объектов вложений — интеллектуальных продуктов научно-технологической сферы как ядра инновационных проектов. Соответственно, сопряженный с этими продуктами риск целесообразно рассматривать как эндогенный институциональный риск, имеющий свои особенности познания, учета, оценки и регулирования [7, 8, 12].

В качестве ведущих специфических особенностей интеллектуальных продуктов нами выделены [11]:

- высокий научно-технологический уровень;
- ограниченность материально-предметного воплощения;
- возможный неосязаемый характер;
- высокий уровень неопределенности, нелинейности затрат, сроков и результатов разработок, реализации их потенциала и коммерциализации;
- «неприсвояемость», «неотчуждаемость», нерасходуемость в потреблении и др.

Эти особенности детерминированы их происхождением: они — результат сложного интеллектуального труда, реализации творческого потенциала исследователей и разработчиков. Повышенный уровень риска венчурных вложений возникает также в связи с разнообразностью воплощения и функционирования этих продуктов как потенциальных и реальных объектов интеллектуальной собственности, их метаморфозами. Нередко интеллектуальные продукты могут одновременно сочетать в себе все или отдельные характеристики разновидностей их воплощения: в материально-вещественной форме, форме разнообразных прав и правомочий, услуг, ноу-хау [12]. Соответственно, выявление и оценка высокодоходных вариантов их воплощений является процессом сложным. Вовлечение интеллектуальных продуктов в хозяйственный оборот в рамках инновационных проектов и компаний сопряжено с целым комплексом условий на макро-, мезо- и микроуровне [14, 110].

Кроме того, реализация потенциала интеллектуальных продуктов научно-технологической сферы детерминирована разнообразной гаммой отношений, противоречий и прав субъектов — участников их создания, финансирования, разработки, оценки и коммерциализации [9].

Соответственно, необходим высокий уровень подготовки и мотивации всех участников венчурного процесса [7]. Для этого целесообразна активизация осуществляемых соответствующими институтами развития программ и проектов, в первую очередь образовательных и консалтинговых, обеспечивающих снижение уровня рисков, транзакционных издержек венчурного финансирования и инвестирования. Если мобилизуются способности и возможности высококвалифицированного менеджмента

инновационных проектов, то, как показывает опыт, повышается их инвестиционная привлекательность.

Предлагается организация такого обучения не только для состоявшихся разработчиков и потенциальных инвесторов, имеющих определенные идеи, концепции того или иного инновационного проекта, компании, а также финансовые возможности (рассматривающихся в настоящее время в качестве главной аудитории), но и в системе высшего образования. Это может осуществляться, прежде всего, в рамках магистратуры при изучении инновационного, технологического, финансового менеджмента и др. с целью подготовки как экспертов-менеджеров, так и потенциальных инвесторов и разработчиков-инноваторов.

В заключение можно сделать вывод, что венчурный капитал, как свидетельствует опыт высокоразвитых стран и соответствующие исследования ученых и практиков, является эффективным инструментом финансовой поддержки успешной реализации инновационных проектов и динамичного развития инновационных компаний. Безусловно, это актуально и для России, что, несмотря на немалое количество проблем и противоречий, отражается в ряде положительных тенденций развития исследуемого нами объекта и процесса как в стране в целом, так и в отдельных ее регионах.

Общественная потребность и интерес к венчурному капиталу связаны в большой степени с определенными преимуществами его использования в сравнении с другими видами финансовой поддержки.

Процесс венчурного финансирования и инвестирования многоаспектен, требует соответствующих институциональных условий, нередко развивается противоречиво, сопряжен с многочисленными рисками.

Как показало проведенное исследование, при достаточно активных разработках многих аспектов этого процесса в зарубежных странах, теоретико-методологические его основы остаются недостаточно изученными.

Нами выделен и структурирован ряд научных разработок, а также предложены собственные, которые могут быть использованы при создании теории венчурного капитала, венчурного финансирования и инвестирования с целью динамичного формирования и результативного функционирования отечественной модели этого сложного и многогранного процесса.

Список источников

1. Аллен К. Р. Продвижение новых технологий на рынок: пер. с англ. — М.: БИНОМ. Лаборатория знаний, 2007. — 455 с.
2. Балабан А. М. Венчурное финансирование в России // Инновации. — 1998. — № 4-5. [Электронный ресурс]. URL: <http://transfer.eltech.ru>.
3. Балабан А. М., Балабан М. А. Венчурное финансирование инновационных проектов. — М.: АНХ, 1999. — 247 с.
4. Бишоп Б. Венчурный капитал в Великобритании // Венчурное финансирование. Теория и практика / Сост. Н. М. Фонштейн. — М.: АНХ, 1998. — 272 с.
5. Бунчук М. А. Инновационная и технологическая политика в социальном рыночном хозяйстве // Наука и науковедение. — 2001. — № 2. — С. 98-103.
6. Бунчук М. Как увеличить предложение венчурного капитала в России? // Технологический бизнес. — 2000. — № 3.
7. Волкова Т. И. Венчурное финансирование инновационных проектов. Институциональные риски // Проблемы теории и практики управления. — 2013. — № 6. — С. 91-97.
8. Волкова Т. И. Институциональные риски в системе отношений по вовлечению интеллектуальных продуктов в экономический оборот // Журнал экономической теории. — 2012. — № 3. — С. 7-17.
9. Волкова Т. И. Интеллектуальные продукты научной сферы. Ведущие детерминанты коммерциализации // Вестник Витебского государственного технологического университета. — 2011. — № 1 (20). — С. 190-197.
10. Волкова Т. И. Модели венчурного финансирования. Мировые и российские тенденции развития // Экономический анализ. Теория и практика. — 2013. — № 23. — С. 35-41.
11. Волкова Т. И. Творческий потенциал науки как объект теоретического экономического исследования // Известия УрГЭУ. — 2006. — № 2. — С. 3-12.
12. Волкова Т. И. Эндогенные факторы коммерциализации интеллектуальных продуктов научно-технической сферы // Инновации. — 2009. — № 11. — С. 51-56.
13. Волкова Т. И., Кузнецова М. Н. Венчурное финансирование. Модели и оценка потенциала инновационных проектов. — Екатеринбург: Институт экономики УрО РАН, 2013.
14. Волкова Т. И., Усольцев И. А. Интеллектуальные продукты научной сферы. Потенциал коммерциализации. — Екатеринбург: ИЭ УрО РАН, 2010. — С. 4-110.
15. Гарнер Д., Оуэн Р., Конвей Р. Привлечение капитала : пер. с англ. — М.: Джон Уайли энд Санз, 1995. — 464 с.
16. Гулькин П. Г. Введение в венчурный бизнес в России. — СПб.: РАВИ, 2007. — 245 с.
17. Дамьянова Л. Венчурный капитал как элемент инновационной инфраструктуры в Болгарии // Экономика и математические методы. — 2002. — № 3. — С. 11-19.
18. Дворжак И., Прохазки П. Венчурный капитал в странах Центральной и Восточной Европы // Проблемы теории и практики управления. — 1999. — № 6. — С. 59-66.
19. Дёмин А. А. Собственность и власть. Заметки о современной частной собственности // Вестник Ленинградского университета. — 1989. — № 4. — (5. Экономика).
20. Дёрнг Х.-У. Универсальный банк — банк будущего. Финансовая стратегия на рубеже века : пер. с нем. — М.: Международные отношения, 2001. — 383 с.
21. Евстигнеева Л., Евстигнеев Р. Метаморфозы финансового капитала // Вопросы экономики. — 2013. — № 8. — С. 106-122.
22. Инвестирование в инновационный бизнес: мировая практика — венчурный капитал / Сост. и общ. ред. Н. М. Фонштейн. — М.: Зело, 1996. — 172 с.
23. Инновации и предпринимательство. Портал информационной поддержки инноваций и бизнеса. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.innovbusiness.ru>.
24. Каржаув А. Т., Фоломьев А. Н. Национальная система венчурного инвестирования. — М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2005. — 239 с.
25. Лебре Э. Стартапы. Чему мы еще можем поучиться у Кремниевой долины / Пер. с англ. Адамян М. А., Данишевская А. А., Брагина Н. С. — М.: ООО «Корпоративные издания», 2010. — 216 с.
26. Маркс К., Энгельс Ф. Сочинения. Т. 25. — М.: Прогресс, 1987. — С. 380-381.
27. Российская ассоциация венчурного инвестирования. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rvca.ru>.
28. Рудакова И. Е. Слабеющие конкурентоспособности: опыт капиталистических стран. Политико-экономический анализ // Вестник Московского университета. — 1989. — № 6. — (6. Экономика)
29. Рузавина Е., Шеховцева Н. Венчурный капитал и инновации // Российский экономический журнал. — 1992. — № 7.
30. Семенцева Г. Формы финансирования малого инновационного бизнеса в США и Западной Европе // Российский экономический журнал. — 1997. — № 5-6. — С. 78-84.
31. Старманс Р. Венчурный капитал в Нидерландах // Венчурное финансирование. Теория и практика / Сост. Н. М. Фонштейн. — М.: АНХ, 1998. — 272 с.
32. Твисс Б. Прогнозирование для технологов и инженеров. Практическое руководство для принятия лучших решений / Пер. с англ. под ред. Коршунова И. А. — Н. Новгород: Издательство «Парсек-НН», 2001. — 255 с.

33. *Твисс Б.* Управление нововведениями : пер. с англ. — М.: Экономика, 2009. — 272 с.
34. *Тусков А. А., Рожок И. А.* Становление системы венчурного инвестирования в России // Экономика и управление. — 2011. — № 3. — С. 67-70.
35. Управление наукой в странах ЕС. Т. 3. — М.: Наука ; Интерпериодика, 1999. — 213 с.
36. *Филин С.* Неопределенность и риск. Место инновационного риска в классификации рисков // Управление риском. — 2000. — № 4. — С. 25-30.
37. *Фирсов В. А.* Американская модель инновационной деятельности в малом бизнесе // США. Экономика, политика, идеология. — 1994. — № 6 (294). — С. 44-51.
38. *Фирсов В. А.* Венчурное инвестирование в малый инновационный бизнес // США. Экономика. Политика. Идеология. — 1993. — № 12. — С. 12-20.
39. *Фирсов В. А.* Организационные формы венчурного предпринимательства // Внешняя торговля. — 1993. — № 1. — С. 37-40.
40. *Фоломьев А. Н., Нойберт М.* Венчурный капитал. — СПб.: Наука, 1999. — 142 с.
41. *Фролова Н. Л.* Индустрия рискованного капитала. Анализ опыта США. Общественно-политическая литература // США, Канада. Экономика. Политика. Культура. — 2003. — № 11. — С. 97-112; № 12. — С. 114-119.
42. *Щербакова Л. И.* Государственное регулирование развития инновационного предпринимательства на базе венчурного капитала. — М.: РАГС, 1996. — 56 с.
43. *Яновский А. М.* Венчурные, инжиниринговые, внедренческие фирмы // ЭКО. — 1995. — № 10. — С. 48-52.
44. *Яновский А. М.* Как финансировать проекты коммерциализации технологий / Проект Europeaid «Наука и коммерциализация технологий». — М., 2006. — 48 с.
45. *Abrams R., Kleiner E.* The Successful Business Plan: Secrets and Strategies. 4th ed. — Palto Alto, Calif.: Planning Shop, 2003. 417 p.
46. *Bartlett J. W.* Fundamentals of Venture Capital. Madison Books, 1999. 176 p.
47. *Bovaird C.* Introduction to Venture Capital Finance. London: Pitman Publishing, 1990. 304 p.
48. *Brophy D.* Financing the growth of entrepreneurial firms. In D. Sexton and R. Smilor, eds. Entrepreneurship 2000. Chicago, IL: Upstart Publishing Company, 1997. Pp. 5-27.
49. *Brophy D.* Venture Capital Investment. Proceedings: Babson Research Conference, 1981. Wellesley, MA: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College. Pp. 246-280.
50. *Brophy D.* Venture Capital Research. In C. Kent, D. Sexton and K. Vesper (eds.) Encyclopedia of Entrepreneurship, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1982. Pp. 165-192.
51. *Brophy D.* United States Venture Capital Markets: Changes and Challenges. OECD report, 1996. Pp. 39-52.
52. *Brophy D., Guthner M. W.* Publicly traded venture capital funds: Implications for institutional 'Fund of Funds' investors. Journal of Business Venturing. 1988. Vol. 3 (3). Pp. 187-206.
53. *Bygrave W.* Syndicated Investments by Venture Capital Firms: A Networking Perspective // Journal of Business Venturing. 1987. Vol. 2. Pp. 139-154.
54. *Bygrave W., Hay M., Peeters J.* The Venture Capital Handbook. London: Financial Times-Prentice Hall, 1999. 351 p.
55. *Bygrave W., Timmons J.* An Empirical Model for the Flows of Venture Capital. in Proceedings, Babson Research Conference, Wellesley, MA: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College, 1985. pp. 105-125.
56. *Bygrave W., Timmons J.* Venture Capital on the Crossroads. Boston: Harvard Business School Press, 1992. 356 p.
57. *Denison E. F.* Contribution of capital to economic growth. 1980; The Sources of Economic Growth in the United States & the Alternatives Before us. N.Y.: Committee for economic development, 1962. Accounting for United States Economic Growth, 1929-1969; 1974; Accounting for Slower Economic Growth: The United States in the 1970's; 1979.
58. EVCA. The 1995 Yearbook. [Electronic resource]. URL: www.evca.com.
59. *Fenn W. G., Liang N., Prowse S.* The Economics of the Private Equity Market. Federal Reserve System Staff Paper No. 168. Washington, 1995. 69 p.
60. *Fisher I.* The nature of capital and income. New York; London: Macmillan, 1927. Pp. 5-21, 167-176.
61. *Florida R., Smith D. F.* Keep the government out of venture capital. Issues in science and technology. 1993. 9 (4). Pp. 61-68.
62. *Florida R., Smith D. F.* Venture Capital and Economic Development: An Empirical Analysis. In Mills E., McDonald J. Sources of Metropolitan Growth. New Brunswick, NJ: Center for Urban Policy Research, 1992. Pp. 183-209.
63. *Florida R., Smith D. F.* Venture Capital Formation, Investment and Regional Industrialization. Annals of the Association of American Geographers. 1993. Vol. 83. No. 3. Pp 434-451.
64. *Garner D., Owen R., Conway R.* The Ernst & Young Guide to Financing for Growth. N.Y.: John Wiley & Sons, 1994. 361 p.
65. *Garner D., Owen R., Bunder D.* Financing for Growth: Ten Alternatives for Raising Capital. N.Y.: John Wiley & Sons, 1986. 314 p.
66. *Gerke W., Steiner M.* Venture Capital. In: Handwoerterbuch des Bank- und Finanzwesens, Stuttgart, 2001. S. 24-36.
67. *Gompers P., Lerner J.* The venture capital cycle. MIT Press, Cambridge, Massachusetts, USA. 1999. 364 p.
68. *Gompers P., Lerner J.* The venture capital revolution. Journal of Economic Perspectives. 2001. Vol. 15. Pp. 145 — 168.
69. *Haarmann W.* Die Implementierung von Venture Capital in der Bundesrepublik Deutschland // Studie für Peat Marwick. 08.03.1984. S. 6-8.

70. *Heining D. W.* Due Diligence. In: Bygrave W., Hay M. and Peeters J. *The Venture Capital Handbook*. London: Financial Times-Prentice Hall, 1999. 351 p.
71. *Hellmann T.* *A Theory of Strategic Venture Investing*. Stanford University, 2001. 55 p.
72. *Hellmann T.* Entrepreneurs and the Process of Obtaining Resources. *Journal of Economics and Management Strategy*. 2007. Vol. 16 (1). Pp. 81-109.
73. *Hellmann T., Bottazzi L., Da Rin M.* Who are the active investors? Evidence from venture capital // *Journal of Financial Economics*. 2008. Vol. 89. Pp. 488-512.
74. *Hellmann T., Lindsey L., Puri M.* Building Relationships Early: Banks in Venture Capital. *Review of Financial Studies*. 2008. Vol. 21. No. 2. Pp. 513-541.
75. *Hellmann T., Puri M.* The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. *Review of Financial Studies*. 2000. Vol. 13. No. 4. Pp. 959-984.
76. *Hisrich R., Chu P.* Venture Capital in an Economy in Transition. *Venture Capital*. 2001. Vol. 3. No. 2. Pp. 169-182.
77. *Hisrich R., Fried V.* A Study of the Venture Capital and Institutional Investor Process. *Proceedings, Conference on Entrepreneurship*. April 1989. Pp. 258-273.
78. *Hisrich R., Fried V.* Venture Capital and the Investor. *Management Research News*. 1992. Vol. 15. No. Pp. 28-39.
79. *Hisrich R., Fried V.* Venture Capital Research: Past, Present, and Future. *Entrepreneurship, Theory and Practice*. 1988. Vol. 13 (1). Pp. 15-28.
80. *Johnson H.* *Towards a Generalized Capital Accumulation Approach to Economic Development*. N.Y.: Economic of Education, 1970. P. 40.
81. *Klandt H., Hakansson P.-O., Motte F.* VADEMECUM für Unternehmensgründer, Business Angels und Netzwerke. Norderstedt, Books on Demand GmbH, 2001. 239 p.
82. *Klandt H., Siu W.-S.* The climate for Entrepreneurship: A comparative study of China and Hong Kong // *Academy of Entrepreneurship Journal*. 2000. Volume 6. No. 2. pp. 38-49.
83. *Kortum S., Lerner J.* Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of economics*, 2000. Vol. 31. No. 4. Pp. 674-692.
84. *Lebret H.* Age and Experience of High-tech Entrepreneurs. *Journal of Business and Economics*. Vol. 5. No. 12. Pp. 2327-2336.
85. *Mani S., Bowonder B.* Venture Capital and Innovation: The Indian Experience. International conference financial systems, corporate investment in innovation and venture capital working paper. 2002. 56 p.
86. *Mani S.* Government, Innovation and Technology Policy, An International Comparative Analysis. International Workshop at UNU/INTECH, Maastricht, 2001. 17 p.
87. *Mason C. M., Harrison R. T.* Investment readiness: a critique of Government proposals to increase the demand for venture capital. *Regional Studies*. 2001. Vol. 35. Pp. 663-668.
88. *Mason C. M., Harrison R. T.* Is It Worth It? The Rates of Return from Informal Venture Capital Investments. *Journal of Business Venturing*. 2002. vol. 17. Pp. 211-236.
89. *Mason C. M., Harrison R. T.* The Size of the Informal Venture Capital Market in the United Kingdom. *Small Business Economics*. 2000. Vol. 15. Pp. 137-148
90. *Meyer T., Mathonet P.-Y.* Beyond the J curve: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds. *The Wiley Finance Series*, 2005. 384 p.
91. *Meyer T., Mathonet P.-Y.* J Curve exposure: managing a portfolio of venture capital and private equity. John Wiley & Sons, 2007. 386 p.
92. *Mitchell R.* Tuning up the global value creation engine: The road to excellence in international entrepreneurship education. In J. A. Katz and D. Shepherd, *Cognitive Approaches to Entrepreneurship Research*. In JAI Press: *Advances in Entrepreneurship, Firm Emergence and Growth*, 2005. Vol. 8. Pp. 185-248.
93. *Mitchell R., Smith B, Sewright K. W., Morse E. A.* Cross-cultural cognitions and the venture creation decision // *Academy of Management Journal*. 2000. Vol. 43 (5). Pp. 974-993.
94. *Nagtegaal T.* Post-investment venture management. In: Bygrave W., Hay M. and Peeters J. *The Venture Capital Handbook*. London: Financial Times-Prentice Hall, 1999. 351 p.
95. *Napier G., Andersson Th.* The role of venture capital, global trends and issues from a nordic perspective. *International Organisation for Knowledge Economy and Enterprise Development (IKED)*. Malmö, 2007. 104 p.
96. *Napier G., Callegati E., Grandi S.* Business Incubators and Venture Capital: How Can They Collaborate? *Joint IPI/IKED Working Paper*, 2005. 48 p.
97. *Nuechterlein J.* International venture capital: The Role of Start-Up Financing in the United States, Europe, and Asia, U.S.A., NY, 2000. 27 p.
98. NVCA, *The 1996 Summary*. [Electronic resource]. URL: www.nvca.org.
99. *Perkins T., Perkins M.* *The Internet Bubble*, 1st ed: Harper Business, 1999. 283 p.
100. *Plum M. Jr.* Investing in Venture Capital. *Venture Capital Seminar Materials*. Edited by D.E. Fischer. Washington. 1988. 99 p.
101. *Richardson C.* *Growing Company Guide*: Growth Company Publications., Robertson-Caruso Corp. 1995. 377 p.
102. *Sahlman W.* Aspects of Financial Contracting in Venture Capital. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1988. Vol. 1. Pp. 23-36.

103. *Sahlman W., Gorman M.* What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*. Elsevier, 1989. Vol. 4(4). Pp. 231-248.
104. *Sahlman W.* The Structure and Governance of Venture Capital Organization. *Journal of Financial Economics*. 1990. Vol. 27. Pp. 473-524.
105. *Singer J.* Introduction to venture capital: Private Equity Guidebook. EVCA. 1999. 102 p.
106. *Singer J.* Introduction to Venture Capital. U.S. Small Business Administration, release № 97-63.
107. *Stevens W.* European Venture Capital Markets: Trends and Prospects: OECD report/OECD. 1996. Pp. 22-39.
108. *Stevenson H. H., Muzyka D. F., Timmons J. A.* Venture Capital in a New Era: A Simulation of the Impact of Change in Investment Patterns. In Ronstadt R. et al. (Ed.). *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Wellesley, MA.: Babson College, 1986. Pp. 380-403.
109. *Timmons J. A., Bygrave W. D.* Venture capital's role in financing innovation for economic growth. *Journal of Business Venturing*. 1986. Vol. 1. Pp 161-176.
110. *Volkova T. I., Kuznetsova M. N.* Institutional criteria for the assessment of intellectual products' potential realization in the venture financing system // *Economy of region*. 2012. No. 3. Pp. 125-133.
111. *Wall J., Smith J.* Better Exits: Private Equity Guidebook. PriceWaterhouse Corporate Finance, EVCA. 1998. 24 p.

УДК 330.3221:330:322.54

Ключевые слова: генезис, эволюция, венчурный капитал, венчурное финансирование (инвестирование), теоретические основы