

Є. В. Чернів,
аспірант, ДВНЗ "Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана"

ВЕНЧУРНИЙ КАПІТАЛ: ХАРАКТЕРНІ ОСОБЛИВОСТІ ТА ПРОБЛЕМИ ЗАКОНОДАВЧОГО ВИЗНАЧЕННЯ

Y. Cherniev,
PhD student of Kyiv national economy university V. Hetman

VENTURE CAPITAL: DEFINING CHARACTERISTICS AND PROBLEMS OF LEGISLATIVE DEFINITION

У статті визначено необхідність введення терміну "венчурний капітал" в українське законодавче поле. Окреслено та систематизовано характерні особливості венчурного капіталу як економічної сутності та запропоновано визначення означеного терміну.

The article identifies the essence for the introduction of the term "venture capital" in the Ukrainian legislative environment. Outlines and systematizes special features of venture capital as an economic entity and proposes definition of the designated term.

Ключові слова: венчурний капітал, державне регулювання, інноваційна економіка.
Key words: venture capital, government regulation, innovation economy.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Сьогодні країни з інноваційною економікою, з високим рівнем високотехнологічної продукції у ВВП та експорту мають найвищі показники з розрахунку ВВП на душу населення. Зіставлення перших 20 країн світу з рейтингу Міжнародного валютного фонду за показником ВВП на душу населення та перших 20 країн за індексом інноваційності (Global Innovation Index) вказує на співпадіння 18-ти з 20-ти. Така кореляція не випадкова, адже інновації прискорюють оборненість капіталу, підвищують ефективність виробництва, заощаджують ресурси, що в кінцевому рахунку призводить до зростання ВВП. З цього можна зробити висновок, що задля досягнення Україною високого рівня життя населення, українська економіка має переходити від ресурсної до інноваційної.

Основою ресурсного забезпечення інноваційної економіки в сучасному світі стає венчурний капітал. В Україні індустрія венчурного капіталу розвинута дуже слабо. За даними Української асоціації венчурного капіталу в 2015 році всього було проінвестовано в венчурні компанії 132 мільйони доларів. Що хоча і більше, ніж у 2014-му, але в порівнянні з країнами-лідерами по інноваційному розвитку, такими як, наприклад, Ізраїль або Південна Корея, ці інвестиції є зовсім незначними.

Історія становлення інноваційної економіки в розвинутих країнах вказує на те, що перший потужний поштовх в розвитку ринку венчурного капіталу цих країн, як правило, був зроблений саме державою, роль якої визначалась принципами державного регулювання. В Україні, на жаль, венчурний капітал не має державної підтримки та стимулювання. Більш того, не зроблені навіть такі базові кроки, як визначення таких понять на законодавчому рівні, як венчурний капітал та венчурне інвестування. Адже без розуміння суті не можна виробити ані правила, ані співпрацю між венчурним капіталом та державою, ані підходів до стимулювання розвитку.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Серед вітчизняних і зарубіжних вчених, які активно досліджують венчурний капітал, слід відзначити Л.Л. Антонюка, І.С. Кузнєцова, О.В. Красовську, П.В. Ковалішина, А.Н. Фоллом'єва, В.М. Євтушенка, О.М. Дюгованець, В.В. Зянько, О.І. Каширіна, А.М. Балабана, А.Б. Лаффер, А.М. Поручника та ін. Їх дослідження охоплюють широке коло питань щодо венчурного інвестування та венчурного капіталу, питань становлення і розвитку венчурного фінансування, таких як вивчення зарубіжного досвіду та можливостей його застосування в національній економіці, вивчення потреб інноваторів і можливостей залучення венчурного фінансування та інші. Однак недостатньо уваги було приділено саме характерним особливостям венчурного капіталу, які формують його економічну сутність.

НЕ ВИРІШЕНІ РАНІШЕ ЧАСТИНИ ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ

Аналіз українського законодавства в сфері венчурного інвестування вказує на те, що сьогодні не існує в законодавчому полі точного визначення терміну "венчурний капітал", що унеможливорює формування державної стратегії щодо його регулювання, стимулювання та розвитку.

МЕТА СТАТТІ

Метою статті є аналіз особливостей венчурного капіталу задля уточнення та поглиблення змісту терміну та можливості його використання в законодавчому полі.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Сьогодні венчурна сфера в Україні регламентується Законом України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні)". Проте цей закон визначає суть та діяльність лише одного з представників ринку венчурного капіталу — венчурні фонди. Спробою законодавчого закр-

іплення терміну був проект Закону України "Про венчурну діяльність в інноваційній сфері" від 29.11.2007, який так і не був проголосований. Автори цього законопроекту давали таке визначення терміну "венчурний капітал": капітал, інвестований в інноваційний проект із високим ступенем ризику. На наш погляд, термін "венчурний капітал" потребує більш ширшого підходу до свого визначення та принципів регулювання.

Для більш глибокого розуміння сутності венчурного капіталу необхідно звернути увагу на його характерні особливості. Дуже часто в економічній літературі венчурний капітал відокремлюють як особливу функціональну форму фінансового капіталу, якому притаманний високий рівень ризику. Він є продуктом тривалої еволюції фінансового капіталу, трансформація якого продовжується і в сучасних умовах господарювання й пов'язана з бурхливим розвитком інформаційних технологій, корпоративного ринку, завдяки процесам з'єднання транснаціональних фінансових корпорацій, національної держави та міжнародних фінансових інститутів. Як наслідок, природа фінансового капіталу та його функції в ринковій економіці постійно конкретизуються та видозмінюються, а результатом прояву нової специфічної форми фінансового капіталу став венчурний капітал [1, с. 13].

Слово "венчурний" перекладається з англійської як ризиковий. Тож однією з характерних особливостей венчурного капіталу є високий ступінь ризику. Дійсно, інноваційні проекти, що використовують венчурне інвестування, за своєю природою є більш ризиковими, вони несуть у собі більшу вірогідність недоотримання очікуваного результату, можливу небезпеку втрат. Однак справедливим буде зазначити, що будь-яка підприємницька діяльність, що використовує фінансовий капітал, в основі своїй має закладені ризики, більшою мірою пов'язані з виробництвом та збутом товарів та послуг. У той час, як для венчурного капіталу характерним є не лише наявність ризиків при його використанні, а наявність більш високого сукупного ризику, в якому превалюють інноваційний та інвестиційний ризики, що постійно змінюються в ході реалізації інноваційних проектів. Такі ризики перш за все пов'язані зі стадією розробки (від ідеї до прототипу) та стадією виходу продукту чи послуги на ринок, що характеризується невизначеністю його ринкової затребуваності.

Фінансовий ризик якоюсь мірою є узагальнюючим показником різних форм ризику (державного, інноваційного, технологічного, маркетингового, комерційного та ін.). Він є мірою можливих втрат у випадку невдалого завершення проекту. Чим вищий фінансовий ризик, тим складніше підприємцю-інвестованому залучити інвестиції, та тим вища ціна їх залучення. Особливо вагому роль венчурний капітал відіграє в галузях, котрі потребують значних стартових інвестицій. Через великі ризики, які неприпустимі для традиційних кредитних установ, венчурний капітал часто буває єдиною надією виходу підприємства на ринок, єдиним можливим джерелом інвестування.

Важливо зазначити, що ризикованість не є самоціллю венчурного інвестування. Високий ризик повинен знаходитись в прямій залежності від очікуваних комерційних або соціальних результатів, в тому числі від високого рівня рентабельності. Беручи до уваги те, що всі інноваційні проекти несуть в собі високі ризики (обов'язково) та можливі високі прибутки (необов'язково), можна зробити висновок, що для венчурного капіталу характерна об'єктивна особливість прагнення до інноваційних проектів з високими ризиками, що поєднуються з можливим (але обов'язковими) високим рівнем прибутковості. Як доводять дослідження, щороку в Україні створюється приблизно 400 малих інноваційних підприємств, з яких отримують венчурне інвестування лише 60, з яких, в свою чергу, лише 20 вижи-

вають та стають повноцінними підприємствами зі сталим розвитком. І лише 1—2 інноваційні компанії стають "зірками" з кількакратним зростанням капіталізації. Такий розподіл характерний не тільки для України, а й для світового венчурного ринку. Венчурні фонди розподіляють свої інвестиції за принципом 3+3+3+1, коли формують свій портфель. Це означає, що заздалегідь вони готові до того, що 3 з 10 проінвестованих компаній закрийються, 3 інші вийдуть на самоокупність, ще 3 покажуть високі фінансові результати та одна компанія стане зіркою і її капіталізація не тільки покриє втрачені інвестиції, а й принесе прибуток у кілька десятків, а то і сотень відсотків. Тобто особливістю венчурного капіталу можна зазначити якоюсь мірою прагнення до високих інноваційних комерційних ризиків, а не лише ризикованість.

Венчурний капітал звільняє інноваційне підприємство від ризиків, приймаючи їх на себе через венчурні фонди, де цей ризик розподіляється між його численними партнерами пропорційно вкладу кожного. В тому числі і по цій причині венчурний капітал несе з собою в компанію-інноватор особливу систему контролю, потужну інформаційну підтримку, в тому числі і по ринковій інфраструктурі, зв'язки, збагачення організаційно-управлінським досвідом, намагаючись знизити загальний рівень ризику втрати інвестицій.

У більшості економічних публікацій венчурний капітал ототожнюється з малим інноваційним бізнесом, ризиковим підприємництвом, формою інвестування [2, с. 36]. Цей капітал, як видно зі світової практики, дійсно циркулює в більшості випадків в малих підприємницьких структурах. І це є ще однією його особливістю. Така характерність зумовлена тим, що інноваційні проекти найбільше потребують фінансування на найперших етапах розробки, коли існує лише ідея. В таких випадках доступу до кредитних інструментів у інноваційних підприємств немає і вони звертаються до ринку венчурного інвестування, який і стає джерелом фінансування інноваційних проектів з високим ступенем ризику. Пріоритетними для венчурного капіталу є галузі, продукція яких має значний ринок збуту, та такі, що в умовах глобалізації, мають великий експортний потенціал. При цьому інноваційні компанії, що отримують венчурне інвестування не мають зобов'язань перед інвесторами щодо виплати відсотків або повернення отриманих сум. Натомість від вкладених коштів інвестор отримує частку акціонерного капіталу компанії та стає набувачем прав пропорційно до вкладених коштів щодо всіх розробок, науку та інновацій, які є продуктами діяльності компанії отримувача венчурних інвестицій.

Венчурний капітал розглядається більшістю науковців як інвестиційний інструмент для створення нових чи розширення існуючих інноваційних підприємств чи проектів, що мають потенціал швидкого зростання та багатократної капіталізації. Так визначають венчурний капітал німецькі дослідники (М. Вільямс, Р. Шмідт, Х. Альбах та ін.), додаючи необхідність високої ділової активності одержувачів капіталу, як один з основних факторів зростання [3, с. 27].

Однією з найважливіших особливостей венчурного капіталу, як це вже було зазначено, є його орієнтованість на підприємства з високою долею інноваційності, а отже, на наукоємні компанії.

Тут важливим є відповідь на питання, що саме є інновацією як об'єкт інвестування на ринку венчурного капіталу. Й. Шумпетер, який запровадив у науку використання категорію "інновація", розумів під цим не просто нововведення, а зміну технології виробництва, доводячи, що інновацією є не кожне нововведення, а лише таке, яке зумовлює вдосконалення технології, її перехід на новий, вищий ступінь розвитку. Він також розрізняв поняття "винахід", "дослідження і розробки" та "інновація". Шумпетер вва-

жав, що винахід — це ідеї, які є корисними для бізнесу, але не обов'язково використовуються; дослідження і розробки — це науково-технічна діяльність, яка проводиться у виробництві і в державних чи громадських установах; інновації — це комерційне впровадження нової продукції чи нових засобів виробництва. Дуже важливим буде підкреслити, що саме комерційне впровадження робить інновацію привабливою з точки зору венчурного капіталу. Для остаточного прийняття рішення про інвестування венчурним фондам або приватним інвесторам потрібно визначити, якою мірою інноваційності володіє майбутній товар чи послуга і чи має він потенціал високого економічного зростання при своїй майбутній комерціалізації. Достатньо важливим чинником для комерціалізації інновації є час її запуску на ринок. І якщо у випадку не інноваційних продуктів чи послуг майже завжди працює правило чим раніше, тим краще, що зумовлено меншою кількістю конкурентів, то у випадку з інноваційними продуктами потрібно також враховувати готовність ринку та споживачів прийняти його. Тож, коли саме інновація стає привабливою для венчурного інвестора, щоб використати найпершу можливість її комерціалізації? Першою ознакою такого стану інновації є ясність її практичного використання, споживчих властивостей, серед яких повинні бути нові, нетрадиційні, більш конкурентні.

Потрібно зробити акцент, що для венчурного капіталу важливі не лише результати науково-технічної та інноваційної діяльності або ж інновації як такі, а, перш за все, ті, що мають великі шанси принести високий прибуток у порівняно короткий проміжок часу.

Дуже поширеною серед вітчизняних науковців є думка, що лише інновації у високотехнологічній сфері, як найінноваційніші, можуть бути об'єктами інвестування венчурним капіталом. Досвід багатьох країн доводить, що орієнтація лише на проекти у сфері високих технологій перешкоджала б фінансуванню багатьох інноваційних проектів з невисоким ступенем інноваційності, які, тим не менш, володіють великими можливостями комерційного успіху.

Венчурний капітал має зв'язок не тільки з інноваціями-продуктами, але і з інноваціями в технологіях, організації виробництва, соціальній сфері. Це підкреслював ще Й. Шумпетер [4, с. 47]. Організаційні та соціальні інновації відносяться до таких внутрішніх підприємницьких областей, які в якості інновації також можуть бути виведені на зовнішній ринок. Чинник для фінансування венчурним капіталом може бути визначений зі зв'язку внутрішніх організаційних та соціальних інновацій як передумови або суттєвої складової інновації-продукта, або технології.

У принципі, фінансування інноваційної діяльності за допомогою венчурного капіталу може застосовуватися при всіх вищезазначених видах інновацій. Новий метод виготовлення продукції в межах даної категорії продукції може бути також інноваційним, як і повністю нова продукція. Тут надзвичайно багато взаємозалежностей, оскільки інновація в продукції може бути, наприклад, часто здійснена тільки за допомогою нової або поліпшеної технології. Тут вважаємо за можливе заперечити дослідникам, які стверджують, що процес використання організаційних і технологічних інновацій має лише внутрішньовиробниче застосування. Технології та нау-хау в області організації і управління в результаті можуть бути інноваціями-товарами. Технології — це особливий вид інновацій, з якими венчурний капітал має особливий зв'язок, як об'єктом фінансування [5, с. 33].

Професор Гарвардської школи бізнесу К. Кристенсен [6, с. 21] поділяє інновації на два типи: поліпшуючі та вибухові. Перші він характеризує як ті, що не призводять до якісних стрибків у технологіях і лише вдосконалюють існуючі продукти або процеси. Під вибуховими інноваціями він розуміє ті, що

створюють нові ринки та знищують старі, що стають основою якісних змін не тільки продуктів, а індустрії в цілому.

Особливості зазначених вибухових інновацій такі:

— вони простіше, дешевше, але спочатку забезпечують більш низьку якість продукції;

— протягом декількох перших років забезпечують більш низьку віддачу на інвестиції, ніж "консервативні" проекти;

— на початковому етапі впровадження вони не перебувають у фокусі інтересів найбільших груп споживачів і користуються попитом лише на нових і незначних за обсягом ринках;

— ринок проривних технологій має прихований потенціал швидкого, а часто і вибухового зростання.

Саме тому вибухові інновації, зазвичай, народжуються в малих компаніях, так званих "стартапах" (від англ., start-up — старт). Робота над ними не входить до короткострокових комерційних інтересів великих компаній.

Дослідження К. Кристенсена доводять, що малі інноваційні компанії, які розробляли вибухові інновації згодом змогли заволодіти великим сегментом ринку, а деякі — створити свій власний ринок [6, с. 32].

Такий розвиток подій є доволі закономірним і причиною цього криється в організаційних принципах роботи великих корпорацій. Основні принципи, що стають на заваді розвитку підричних інновацій, є наступні:

— підвищення капіталізації та збільшення темпів зростання. Оскільки в міру збільшення оборотів компанії їй необхідно все більше доходів для підтримки наявних темпів зростання, то компанія орієнтується переважно на великі, часто вельми консервативні ринки;

— орієнтація на поточну прибутковість у короткостроковому періоді і існуючий ринковий попит. Наслідок цього — недофінансування розробок, які на цей момент мало цікавлять споживача завдяки несформованості ринку;

— ретельний аналіз і планування інвестиційних проектів. Робота на новому ринку піддається прогнозуванню значно складніше, і менеджмент вважає за краще працювати на вже освоєних ринках [7, с. 32].

Інноваційна діяльність, що направлена на винайдення, створення та впровадження інновацій як рушійного фактора науково-технічного та соціального прогресу, потребує значних фінансових ресурсів для її забезпечення. Це обумовлено, перш за все, тим, що інноваційні процеси є наукомісткими, а значить — високоризиковими, оскільки результати наукових досліджень досить часто неможливо передбачити, крім того, як правило, вони потребують високоякісного наукового обладнання для проведення експериментів та висококваліфікованого наукового персоналу. Практика країн лідерів в інноваційному розвитку спирається на те, що основними джерелами фінансування фундаментальних наукових досліджень стають державне фінансування та кошти великих корпорацій. Однак акцептують ці фінансові ресурси частіше самі державні наукові установи або підрозділи великих корпорацій. При тому, що основною рушійною силою інноваційного розвитку є малі інноваційні компанії, які швидше реагують на потреби ринку, однак вони потребують особливих джерел фінансування — більш доступних за вартістю та термінами надання (мають довгостроковий характер). Саме таким видом інвестування є венчурний капітал, який вкладається у малі та середні інноваційні фірми, сприяючи тим самим комерціалізації результатів НДДКР.

Іншою характерною особливістю венчурного капіталу є поєднання в собі фінансового та інтелектуального ресурсів. Саме люди зі своїм інтелектуальним капіталом утворюють основу функціонування цього ринку. Це, на наш погляд, є одним з найважливіших факторів, що впливає на

розвиток інноваційного процесу. Саме завдяки цій особливості венчурний капітал називають "смайт мані" (від англ. smart money — розумні гроші).

Тобто компанія-реципієнт капіталу разом з фінансовими ресурсами отримує ще й менторську підтримку, зв'язки інвесторів, поради та менеджерську допомогу. Таке глибоке залучення інвесторів до справ компанії зумовлене, перш за все, високоризиковістю венчурного інвестування. Таким чином, вкладаючи свій час, венчурні капіталісти намагаються знизити ризики. Дуже розповсюдженою є практика залучення представників інвесторів до ради директорів або наглядової ради компанії. При цьому важливо зазначити, що венчурний інвестор, як правило, не зацікавлений отримати повний контроль над компанією, але час-то він може долучитись до вирішення не тільки стратегічних, але й операційних проблем компанії. В деяких випадках стартап шукає більше не фінансовий ресурс, а саме інтелектуальний, залучаючи венчурні інвестиції не задля фінансових потреб, а більше для менторської підтримки відомим інвестором, або для зростання капіталізації та сигналу ринку, що цей стартап перспективний, якщо в нього інвестує відомий венчурний капіталіст.

Зміщується акцент з фінансових ресурсів на менторську та інфраструктурну підтримку і у взаємодії між стартапом та бізнес-інкубатором або бізнес-акселератором. Отанні в обмін на частку капіталу надають малим інноваційним компаніям підтримку в навчанні, наданні робочого місця, юридичних послугах, допомозі в пошуку інвесторів та/або інвестують невеликі суми.

Якщо поглянути дещо ширше на злиття фінансового та людського капіталів, як складових венчурного капіталу, то вони проявляються в:

- інтелектуальній праці в тих процесах, де вона грає роль одного з ресурсів;
- підприємницькій діяльності, що характеризується новаторством, готовністю до ризику, винахідливістю;
- особливій організації, менеджерській діяльності та контролі, як з боку засновників, так і з боку інвесторів.

Венчурний капітал є такою інтеграцією фінансового та інтелектуального капіталів, яка стає чинником синергетичного ефекту впливу на ділову активність у господарських системах шляхом розвитку в них інноваційної діяльності. Це дає підстави розглядати венчурний капітал як особливий фактор інноваційного економічного зростання, перетворення господарських систем різного рівня на інноваційний тип розвитку, ефективного структурного оновлення економіки.

Людський капітал є носієм знань та найбільш ефективним фактором виробництва, що в результаті функціонування приносить продукт у вигляді нових знань, тому в сучасних умовах інтелектуальний капітал відіграє провідну роль у реалізації конкурентних переваг, забезпеченні якісних параметрів економічного зростання [1, с. 26].

Також необхідно зазначити, що венчурні інвестиції не є безстроковими. Період часу, на який укладається інвестиційна угода, як правило, чітко зазначений та не перевищує 5—7 років, протягом яких венчурний капіталіст приймає участь у діяльності фірми на правах співвласника. Повернення інвестицій відбувається після продажу компанії або виходу на IPO. Венчурний капіталіст отримує додатково до суми інвестицій ще відсоток за інвестиційний ризик та час інвестування, норма якого складає 2—3% річних при дохідності компанії 20—25% [5, с. 34].

І останньою особливістю венчурного капіталу, на яку, на наш погляд, треба звернути увагу є його орієнтація не на отримання відсотків або дивидентів від операційної діяльності об'єкта інвестування, а на зростання капіталізації інноваційної компанії. Основною метою венчурних капіталістів є направлення інтелектуального та фінансового капіталів на максимізацію вартості акцій компанії.

Отже, спираючись на характерні особливості венчурного капіталу, можна вивести наступне його визначення: венчурний капітал — це поєднання фінансового та інтелектуального капіталів, яке характеризується довгостроковим інвестуванням у високоризикові малі та середні інноваційні компанії з метою отримання високої прибутковості від майбутньої капіталізації об'єкту інвестування.

ВИСНОВКИ

Розглянуті характерні особливості венчурного капіталу дають повніше розуміння його сутності, а отже, дозволяють точніше сформулювати його визначення. Наведене у статті визначення терміну "венчурний капітал" допоможе не тільки ширше дивитись на сутність цієї економічної категорії, але також може бути використано як базове поняття у сфері державного регулювання венчурного ринку. На наш погляд, таке визначення дає глибше розуміння сфер застосування венчурного капіталу та суміжних з ним, що дозволяє комплексно підходити до стимулювання розвитку венчурного ринку з боку держави. Саме таке визначення ми рекомендуємо використовувати в законодавчому полі України.

Література:

1. Дюгованець О.М. Формування спільної політики Європейського союзу у сфері венчурного фінансування. — Ужгород: ПП "АУТДОР-ШАРК", 2014.
2. Рузавина Е., Шеховцова Н. Венчурный капитал и инновации // Российский экономический журнал. — 1992. — № 7.
3. Willms M., Schmidt R. H. "Venture Capital in Germany" // Venture Capital un Europe ed. Manijeh Swoboda-Mobasser, nicht publiziert, Genf (1987); Albach H. "Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital". Institut fur Mittelstandsforschung- Materialien. — Bonn, 1983. — N 9
4. Schumpeter J. A. Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung — eine Untersuchung tiber Unternehmergewinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjunkturzyklus. — 2. Aufl. — Mlinchen, 1926.
5. Фоломьев А.Н., Нойберт М. Венчурный капитал. — Спб.: Наука, 1999.
6. Кристенсен К. Дилемма инноватора. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
7. Каширин А., Семенов А. Венчурное инвестирование в России. — М.: Вершина, 2007.

References:

1. Diuhovanets', O.M. (2014), Formuvannia spil'noi polityky Yevropejs'koho soiuzu u sferi venchurnoho finansuvannia [Formation of a joint European Union policy in sphere venture financing], PP "AUTDOR-ShARK", Uzhhorod, Ukraine.
2. Ruzavina, E. and Shehovcova, N. (1992), "Venture capital and innovation", Il Rossijskij jekonomicheskij zhurnal, vol. №7.
3. Willms, M. and Schmidt, R.H. (1983), Venture Capital in Germany, Institut fur Mittelstandsforschung- Materialien, Bonn, Germany.
4. Schumpeter, J.A. (1926), Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung — eine Untersuchung tiber Unternehmergewinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjunkturzyklus, Mlinchen, Germany.
5. Folom'ev, A.N. and Nojbert, M. (1999), Venchurnyj kapital [Venture capital], Nauka, St.Petersburg, Russia.
6. Kristensen, K. (2004), Dilemma innovatora [Innovator's dilemma], Al'pina Biznes Buks, Moscow, Russia.
7. Kashirin, A. and Semenov, A. (2007), Venchurnoe investirovanie v Rossii [Venture investment in Russia], Vershina, Moscow, Russia.

Стаття надійшла до редакції 03.10.2016 р.