

КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА  
ЕКОНОМІЧНИЙ ФАКУЛЬТЕТ  
КАФЕДРА ФІНАНСІВ

КВАЛІФІКАЦІЙНА МАГІСТЕРСЬКА РОБОТА

на тему:

**Венчурний капітал  
та його вплив на інвестиційну діяльність корпорацій**

Студента 2-го курсу денної форми навчання  
спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа  
та страхування»

освітньо-наукової програми  
«Корпоративні фінанси»

**Чжоу Чжожань**

Науковий керівник:

кандидат економічних наук, доцент

**Делас Віталіна Анатоліївна**

Засвідчую, що в цій дипломній  
роботі немає запозичень із праць  
інших авторів без відповідних посилань

Студент

\_\_\_\_\_ (підпис)

Робота допущена до захисту в Екзаменаційній комісії рішенням кафедри  
фінансів від «11» травня 2022 р., протокол № 12.

Завідувач кафедри фінансів,  
доктор економічних наук, професор  
Лютий Ігор Олексійович

\_\_\_\_\_

Київ – 2022 р.

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ КОРПОРАЦІЙ.....	6
1.1. Сутність та типи венчурного інвестування .....	6
1.2. Процес здійснення венчурного інвестування.....	11
1.3. Теорії впливу венчурного інвестування на діяльність корпорації.....	18
РОЗДІЛ 2. ПРАКТИКА ЗДІЙСНЕННЯ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ (НА ПРИКЛАДІ КИТАЙСКИХ КОМПАНІЙ) .....	25
2.1. Аналіз ринку венчурного інвестування Китаю.....	25
2.2. Вплив венчурного інвестування на інвестиційну поведінку компанії.....	29
2.3. Проблеми недооцінки IPO в Китаї .....	37
РОЗДІЛ 3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В КИТАЇ.....	41
3.1. Недоліки ринку венчурного інвестування в Китаї.....	44
3.2. Напрямки подолання неефективної інвестиційної поведінки корпорацій.....	47
ВИСНОВКИ .....	47
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	49
ДОДАТКИ	

## ВСТУП

**Актуальність** теми магістерської роботи зумовлена тим, що останнім часом венчурний капітал відіграє дедалі важливішу роль в сприянні швидкому розвитку світової економіки та дослідження в галузі венчурного капіталу були більше зосереджені на вивченні ролі інститутів венчурного капіталу до лістингу інвестованої компанії та відносно мало досліджень було присвячено його впливу після лістингу.

У всьому світі широко розповсюджена неефективна інвестиційна поведінка компанії, а венчурне інвестування може зменшити конфлікти між акціонерами та вищими менеджерами та знизити ступінь інформаційної асиметрії між компанією та зовнішніми інвесторами. Тому аналіз впливу венчурного інвестування на інвестиційну поведінку є пріоритетним для корпорацій всіх країн світу.

Досліджувана тема активно вивчається на сьогоднішній день вітчизняними та зарубіжними вченими. Зокрема, їй присвятили свої роботи вчені такі українські вчені: Вишневський В.П., Косташ Т.В., Бузаджи І.О., Дюгованець О.М., Дюгованець О.М. Також в роботі активно використовувалися праці таких китайських вчених, як: Чень Гунменг, Юй Синь, Коу Сянхе, Цзян Фусю, І Чжихун, Су Фей, Хуан Лей і Ван Яньчао. Серед вчених інших країн слід виокремити: Barry Christopher B. , Brander James A. , Baker Malcolm, Jeremy Stein і Jeffrey Wurgler.

Мета роботи – дослідити вплив венчурного інвестування на інвестиційну поведінку компанії та запропонувати рекомендації на запобігання неефективній інвестиційній поведінці.

Для досягнення поставленої мети перед роботою постають такі завдання:

- визначити типи венчурного інвестування та їх властивості;
- охарактеризувати процес здійснення венчурного інвестування;

- дослідити теорію "принципал-агент" та інші теорії впливу венчурного інвестування на компанію;
- проаналізувати вплив венчурного інвестування на інвестиційну поведінку компанії;
- дослідити проблеми недооцінки IPO у Китаї;
- визначити ринки венчурного інвестування Китаю;
- дослідити недоліки ринку венчурного інвестування в Китаї та рішення;
- проаналізувати поради на запобігання неефективній інвестиційній поведінці;

**Об'єктом** дослідження є компанії, які здійснюють венчурне інвестування.

**Предметом** магістерського дослідження є економічні відносини, що виникають внаслідок здійснення венчурного інвестування та його вплив на інвестиційну поведінку компаній.

У процесі роботи використовувалися такі **методи**: визначення типу венчурного інвестування та його властивості – аналіз і синтез; для визначення процесу здійснення венчурного інвестування – аналіз та порівняння; для дослідження теорії "принципал-агент" та інших теорії впливу венчурного інвестування на компанію - аналіз та порівняння; для аналізу впливу венчурного інвестування на інвестиційну поведінку компанії – аналіз та синтез; для дослідження проблем недооцінки IPO у Китаї – аналіз та порівняння; для визначення ринку венчурного інвестування Китаю – аналіз та синтез; для виявлення недоліків ринку венчурного інвестування в Китаї та рішення – спостереження та збір фактів; для аналізу порад на запобігання неефективній інвестиційній поведінці – історичний аналіз.

**Інформаційною базою роботи** стали праці вітчизняних та зарубіжних учених з теоретичних засад та практики венчурного інвестування та інвестиційна поведінка компанії. У ході дослідження використовувалася інформація провідних світових фінансових та інформаційних організацій (BIS (Банк міжнародних розрахунків); Reuters, консалтингових компаній (CEIC).

**Практичне значення отриманих результатів.** Основні висновки та рекомендації роботи мають практичну цінність, оскільки вони можуть застосовуватися у фінансовій сфері для запобігання неефективній інвестиційній поведінці. Результати дослідження будуть корисними для всіх, хто цікавиться темою, пов'язаною з інвестуванням.

#### **Апробація отриманих результатів**

Результати дослідження було опубліковано в науковому виданні: Zhuoran Zh., Delas V. Venture capital and IPO underpricing in China. International scientific journal "Internauka". Series: "Economic Sciences". .2021. №7.

Також деякі аспекти дослідженні доповідалися на конференції за результатами якої опубліковано матеріали: Zhuoran Zh., Delas V. Influence of Venture Capital on IPO underpricing in China// European Academic Science and Research. 2021. No. XIII. P.8.

**Структура роботи.** Кваліфікаційна магістерська робота складається з вступу, трьох розділів, восьми підрозділів, висновків та рекомендацій, списку використаних джерел,. Обсяг основного тексту кваліфікаційної роботи бакалавра складає 59 сторінки. Список використаних джерел містить 100 найменування. Робота містить 15 таблиці та 5 рисунків.

# РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ КОРПОРАЦІЙ

## 1.1. Сутність та типи венчурного інвестування

Коли мова доходить до ранньої практики венчурного інвестування, точки зору дослідників розходяться. Багато вчених вважають, що першою практикою венчурного інвестування в історії людства було фінансування королевою Іспанії Ізабеллою I подорожі Крістофера Колумба в 1492 році.

Перша професійна венчурна компанія – American Research and Development Corporation (ARD) у Сполучених Штатах і навіть у всьому світі була заснована Джорджем Доріотом у 1946 році. Метою компанії ARD є такі напрямки:

- підтримка стартапів;
- перетворення досягнень наукових досліджень на комерційні технології;
- підтримка економіки Нової Англії;
- бажання стати комерційним підприємством.[1]

З моменту свого заснування та до злиття з Textron у 1972 році ARD завжди дотримувалася суворих критеріїв відбору проектів та розумного процесу прийняття інвестиційних рішень. За цей період компанія інвестувала в 150 проектів і досягла хороших результатів. Згідно зі статистикою, з 1946 по 1971 рік річна прибутковість IRR ARD досягла 14,7%.

Найвідомішим інвестиційним випадком були інвестиції у розмірі 770 000 доларів у компанію Digital Equipment Company (DEC) у 1957 році, з прибутком у 3 мільярди 355 мільйонів доларів.

У 1958 р. Сполучені Штати запровадили "Закон про інвестиції в малі та середні підприємства". Його початковий намір полягав у тому, щоб заохочувати приватні підприємства допомагати малим та середнім

підприємствам вирішувати такі проблеми, як фінансові труднощі та відсутність управлінських навичок за допомогою державних субсидій. Законопроект заохочує та підтримує створення інвестиційних інститутів для інвестування у малі та середні підприємства за допомогою позик під низькі відсотки та податкові пільги.[2]

Менш ніж за 4 роки після ухвалення законопроекту у Сполучених Штатах було створено сотні інвестиційних компаній, більшість з яких інвестували у малі та середні підприємства. Серед компаній, які отримали успіхи в майбутньому, були деякі відомі сьогодні компанії, такі як Apple, FedEx, Intel і так далі. До сьогодні, у Сполучених Штатах все ще існує близько 300 "інвестиційних компаній малого та середнього бізнесу (SBIC)".[3]

Розглядаючи визначення поняття венчурного інвестування варто проаналізувати погляди провідних вчених та знаних інвесторів сучасності (табл. 1.1)

Таблиця 1.1

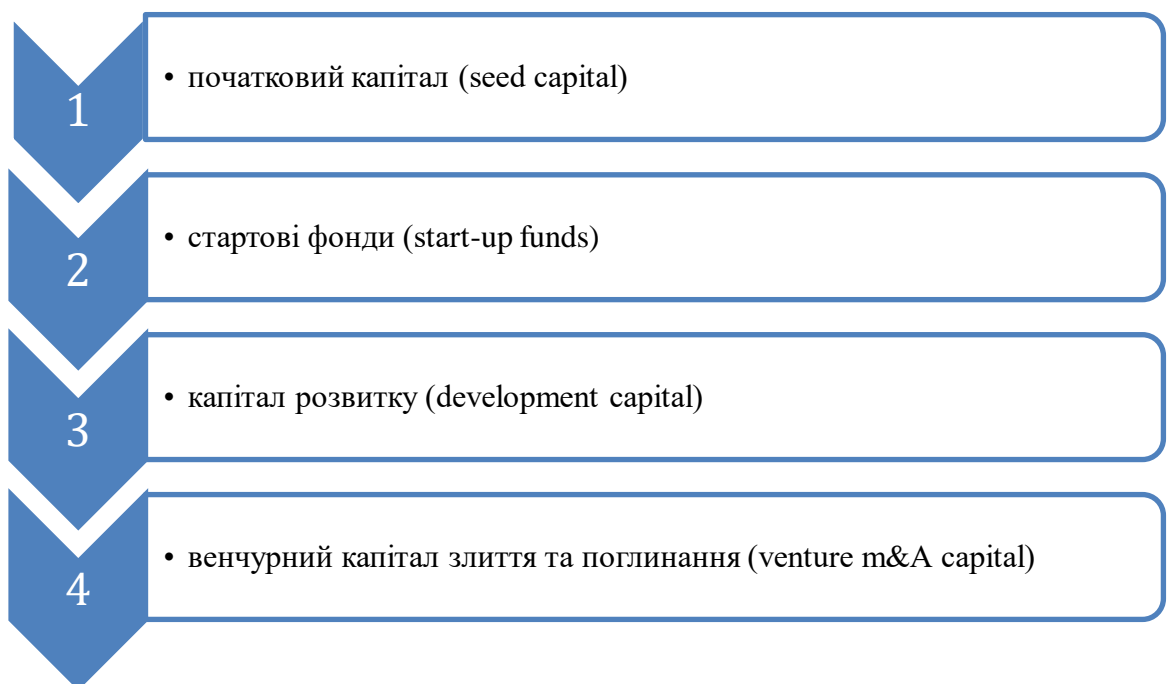
Порівняльні трактування поняття венчурного інвестування

Автор	Визначення
European Private Equity and Venture Capital Association – EVCA[62]	акціонерний капітал, що надається професійними фірмами, які інвестують, одночасно беручи участь у управлінні, приватні підприємства, що демонструють значний потенціал зростання, у фазах їх початкового розвитку, розширення та перевтілення
Національна асоціація венчурного капіталу США (NVCA) [63]	це намір фінансувати найбільш інноваційних підприємців Америки, щоб перетворити проривні ідеї на нові компанії, що зростають, які ведуть до створення нових робочих місць і економічного зростання в США
Ніхтерлейн Дж. [64]	венчурний капітал – це фінансування компанії на ранніх стадіях на відміну від придбання контрольного пакета акцій компанії або її диверсифікації.
Дамянова Л. [65]	довгострокові інвестиції в акціонерний капітал, що виконувалися висококваліфікованими інвесторами, які разом з капіталом надають і свої управлінські вміння, і досвід новим приватним компаніям, що швидко розвиваються або трансформуються, і мають значний потенціал для економічного зростання.

Анипін В.М., Філін С.А. [66]	особлива форма вкладення капіталу в об'єкти інвестування з високим рівнем ризику для швидкого отримання високої норми доходу.
Воронцов В.А., Івіна Л.В. [67]	джерело фінансування підприємств-початківців, новостворених підприємств чи підприємств у складних умовах.

Таким чином можемо сформулювати визначення венчурного капіталу (англ. Venture Capital, аббревіатура VC) – це капітал вкладників, призначений для фінансування нових підприємств, що ростуть або борються за місце на ринку підприємств і фірм (стартапів) і тому пов'язаний з високим або відносно високим ступенем ризику; довгострокові інвестиції, вкладені в ризиковані цінні папери або підприємства, для отримання високого прибутку.[4]

Говорячи про венчурне інвестування доцільно виділяти такі його типи (Рис 1.1):



Джерело: складено автором

Рис 1.1. Типи венчурного інвестування

По-перше, початковий капітал (seed capital). Деяким підприємствам неможливо отримати кредит у традиційному банку (через відсутність

забезпеченої застави), а також важко отримати венчурний капітал від комерційних венчурних компаній. Крім використання спеціалізованих фінансових каналів (таких як державні позики) ці компанії більше орієнтовані на фонди венчурного капіталу, які надають «початковий капітал».[5]

Початковий капітал переважно призначений для забезпечення невеликого фінансування підприємств на стадії розробки товару. [6]Оскільки таким компаніям важко надавати комерційно-перспективні продукти навіть протягом тривалого часу (більше одного року), інвестиційний ризик великий. Найчастіше існує високий попит на "початковий капітал" з боку високотехнологічних компаній, таких як біотехнологічні компанії. За роки до того, як їх продукти будуть чітко сформовані та визнані ринком, їм необхідно регулярно виділяти кошти на підтримку своїх досліджень та розробок (R&D). [7] Хоча дохід від таких інвестицій може бути високим, переважна більшість комерційних венчурних компаній уникають їх з трьох причин:

1. оцінка інвестиційних проектів потребує значних професійних знань;
2. через невизначеність перспектив продукту на ринку такі інвестиції занадто ризиковані;
3. венчурним компаніям важче отримувати інвестиції від найпростіших інвесторів.

По-друге, стартові фонди (start-up funds). При чіткішому прогнозі ринку, через присутність коштів, компанії можуть прагнути створювати “стартові фонди” на ринку. Однак через наявність технічних і ринкових ризиків, якщо підприємство хоче стимулювати інвестиційний ентузіазм венчурних капіталістів, крім досягнення певного масштабу як такого, попит на обсяг стартового капіталу також має досягти відповідного рівня.[8]

Це пов'язано з тим, що з погляду транзакційних витрат (включаючи витрати на юридичні консультації, бухгалтерські витрати і т.д.) інвестиції у більші компанії мають більший ефект масштабу інвестицій, ніж інвестиції у дрібніші підприємства.

Більше того, здатність невеликих компаній протистояти ринковим ризикам дещо слабша, і навіть після кількох років значного зростання вони можуть виявитися не в змозі відповідати стандартам лістингу на фондовому ринку. Це означає, що венчурним капіталістам, можливо, доведеться взяти на це довгостроковий неліквідний актив.[9]

По-третє, капітал розвитку (development capital). «Капітал розвитку» потрібен на період розширення компанії.[10] Ця форма інвестицій стала важливою частиною індустрії венчурного капіталу в Європі. Якщо взяти за приклад Великобританію, то «капітал розвитку» нині становить 30% від загального обсягу венчурного капіталу. Важлива роль такого роду капіталу полягає в тому, щоб допомогти приватним компаніям подолати обмеження на коефіцієнти левереджу та реінвестований прибуток, зміцнити свої позиції у галузі та закласти основу для подальшого отримання акціонерного фінансування на відкритому ринку капіталу.

Хоча прибутковість венчурного капіталу на даному етапі не надто висока, він дуже привабливий для венчурних капіталістів, тому що компанії, в які вони інвестують, вже вступили в зрілий період, і різні ризики, включаючи ринкові ризики, технічні та управлінські ризики, вже значно знижені. Компанія може надати відносно стабільний та передбачуваний прибуток, а керівництво компанії також має гарний досвід, що може знизити вартість втручання.

По-четверте, венчурний капітал злиття та поглинання (venture m&A capital). M&A capital, як правило, застосовується до більш зрілих, великих і великомасштабних підприємств з величезним ринковим потенціалом.[11]

На відміну від звичайних злиття та поглинання, кошти від M&A capital надходять не з банківських кредитів або випуску сміттєвих облігацій, а з фондів венчурного капіталу, тобто покупець набуває та об'єднує права власності цільової компанії шляхом інтеграції венчурного капіталу.

Якщо взяти за приклад злиття та поглинання управління (МВО/МВІ), то завдяки втручанню венчурного капіталу, ефект операційного співробітництва (операційний дохід після злиття та поглинання) стає ще більш очевидним. Нині обсяг венчурного капіталу, залученого до МВО та МВІ, стає дедалі більше. У Великій Британії на нього вже припадає 2/3 від загального обсягу венчурного капіталу, але кількість транзакцій набагато менша. Причина в тому, що масштаб транзакцій МВО/МВІ набагато більший, ніж у інших типів венчурного капіталу.[12]

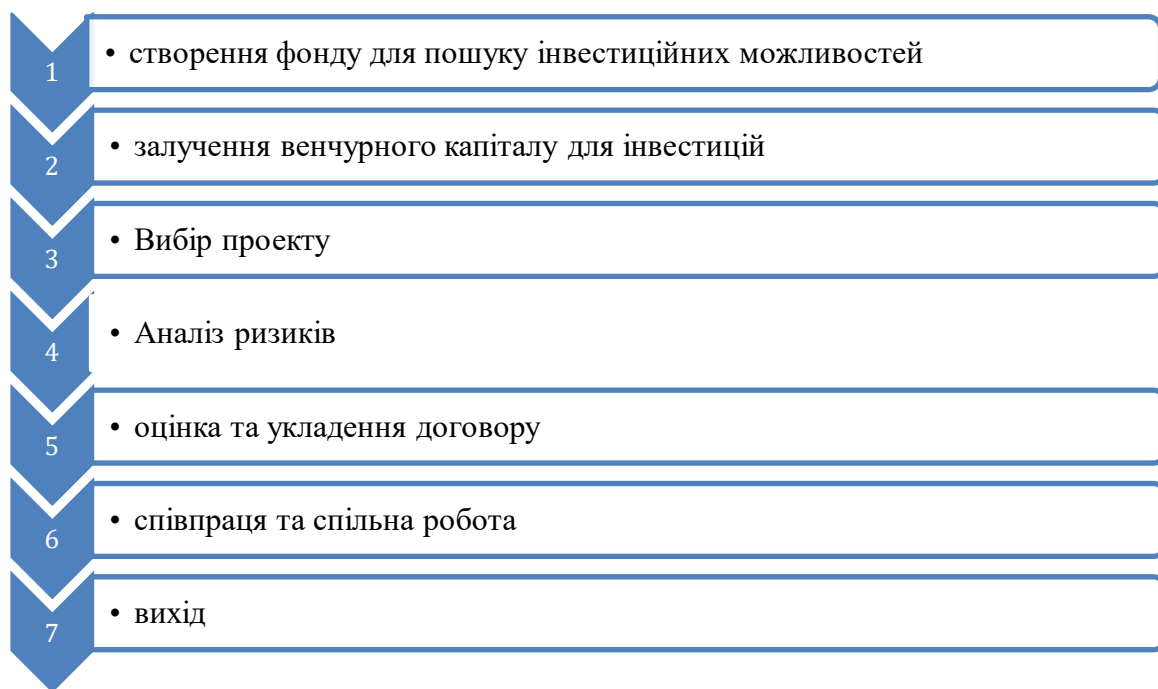
Таким чином, можемо стверджувати, що венчурне інвестування це – капітал вкладників, призначений для фінансування нових підприємств, що зростають або борються за місце на ринку підприємств і фірм (стартапів) і тому пов'язаний з високим або відносно високим ступенем ризику; довгострокові інвестиції, вкладені в ризиковані цінні папери або підприємства, в очікуванні високого прибутку. Виділяють чотири типи венчурного інвестування в залежності від джерел його походження та напрямків інвестування: початковий капітал, стартові фонди, капітал розвитку та венчурний капітал злиття та поглинання.

## **1.2. Процес здійснення венчурного інвестування**

Типове венчурне інвестування можна розділити приблизно на сім етапів, а саме: створення фонду для пошуку інвестиційних можливостей, залучення венчурного капіталу для інвестицій, вибір проекту, аналіз ризиків, оцінка та укладення договору, співпраця та спільна робота, вихід (Рис. 1.2).

1. Створення фонду для пошуку інвестиційних можливостей. Венчурний капітал відрізняється від звичайних інвестицій тим, що об'єктом інвестування венчурного капіталу є в основному високотехнологічні галузі. Він несе ризики розвитку технологій та розвитку ринку нових інвестиційних проектів. Тому у

венчурній інвестції існує суворий відбір та аналіз проектів, участь в управлінні проектом, щоб максимально мінімізувати ризики та забезпечити повернення коштів від інвестиційного портфеля[13].



Джерело: складено автором

Рис. 1.2 Етапи венчурного інвестування

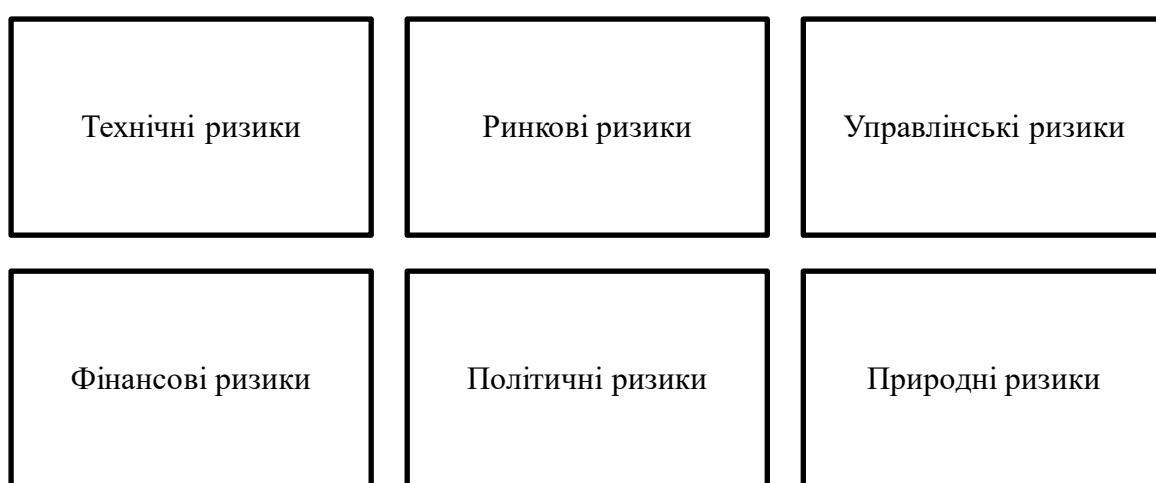
2. Залучення венчурного капіталу для інвестицій. Венчурний капітал відноситься до засобів, що використовуються для венчурного інвестування, та його джерела можуть мати кілька каналів :

- Особисті інвестиції;
- Державне фінансування, таке як Національний фонд природничих наук Китаю.

3. Вибір проекту. Який проект чи компанію вибрати для інвестування, є одним із найважливіших завдань для венчурних капіталістів, а також важливим показником для оцінки бачення та якості інвесторів. Коли венчурні капіталісти аналізують, чи можна здійснити певну інвестиційну пропозицію, вони враховують три фактори: здійсненність технологічних інновацій,

економічну оцінку проекту та здатність бізнес-менеджера враховувати інші фактори, які відіграють важливу роль у звичайному фінансовому бізнесі, такі як обсяг власних коштів, якість кредитного статусу тощо[14].

4. Аналіз ризиків. Багато проектів звертаються до венчурних капіталістів та шукають інвестиції, але серед них може бути мало хороших проектів [15]. Це вимагає відбору, оцінки та аналізу ризиків. Основними ризиками, з якими стикаються стартап компанії, є (Рис. 1.3) :



Джерело: складено автором

Рис. 1.3 Види ризиків венчурного інвестування

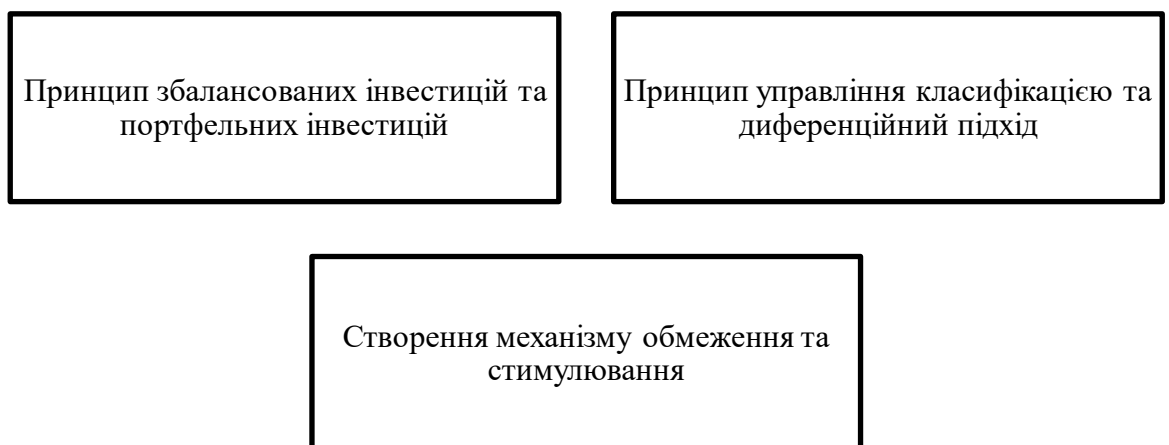
- Технічні ризики: різні невизначеності у розробці технологій, такі як технічні труднощі, зрілість результатів, цикл розробки та термін технології.
- Ринкові ризики: невизначеності ринкового попиту, терміни розміщення, швидкість розширення ринку, конкурентоспроможність та заміщення товару.[16]
- Управлінські ризики: недостатня якість персоналу, судження керівництва та помилки у прийнятті рішень.

- Фінансові ризики: недостатньо коштів, ризик ліквідності.
- Політичні ризики: зміни у соціальній, політичній та правовій політиці.
- Природні ризики: стихійні лиха, такі як землетруси та пожежі.[73]

Ключем до управління ризиками є вибір проекту та визначення спрямування інвестицій. Існує багато факторів ризику, але вага кожного фактора ризику різна, що залежить від стадії інвестування та інвесторів. Насамперед, фокус дослідження на різних етапах розвитку ризикованих підприємств різний.[17]

Основними ризиками, з якими стикаються у першому раунді інвестицій, є технічні ризики та управлінські ризики. Тому слід враховувати такі фактори: характеристики управлінської команди, технології та продукти; а при наступних інвестиціях слід звертати увагу на ефект плану втілення компанії. Крім того, існують також відмінності у сортуванні та зважуванні ризиків через різне володіння інформацією, інвестиційні переваги та цілі.

З метою зниження інвестиційного ризику зазвичай застосовуються такі принципи управління ризиками (Рис. 1.4):



Джерело: складено автором

Рис. 1.4 Принципи управління ризиками

- Принцип збалансованих інвестицій та портфельних інвестицій для розподілу ризиків [19]. Йдеться про те, щоб інвестувати венчурний капітал у різні компанії та на різних стадіях розвитку одночасно, або кілька венчурних компаній спільно інвестуватимуть в одну компанію [18]. Це може не тільки запозичити досвід та кошти інших венчурних капіталістів для зниження ризиків, але й дозволити ризиковим компаніям отримати достатньо коштів за менших інвестицій, щоб отримати вигоду якнайшвидше.

- Принцип управління класифікацією та диференційний підхід. Підприємства можна умовно поділити на три типи: успішні, середні та збанкрутілі підприємства [20]. Для успішних компаній венчурні капіталісти повинні посилити управління своїм бізнесом, сприяти їхньому якнайшвидшому дозріванню і якнайшвидше вийти на фондовий ринок, щоб отримати максимальний прибуток. Щодо середніх підприємств, то венчурні капіталісти повинні підтримувати свій стабільний розвиток, заохочувати злиття з іншими підприємствами чи допомагати їм у залученні коштів із банків або іншими каналами. Для збанкрутілих компаній слід давати ранні попередження, щоб допомогти їм у зміні напрямку їхнього бізнесу або просто ліквідації та банкрутстві, щоб мінімізувати збитки [21].

- Створення механізму обмеження та стимулювання. Необхідно не тільки обмежувати та запобігати створенню неперспективних проєктів, але й мотивувати менеджерів старанно працювати за допомогою бонусу та інших методів.

5. Оцінка проєкту, переговори та укладання договору. Після аналізу та обліку можна переходити до етапу переговорів. Як правило, переговори тривають від кількох тижнів до півроку[22]. Стартап компанія представляє план проєкту та прогноз на перспективу, а венчурні інвестори розглядають компанію та проводять позитивну техніко-економічну оцінку заявленого проєкту. Основними питаннями, які необхідно вирішити у процесі переговорів, є такі чотири аспекти:

по-перше, розмір вкладу в капітал та розподіл акцій, включаючи обсяг акції від ідеї заявника щодо розробки технологій та інші результати досліджень;

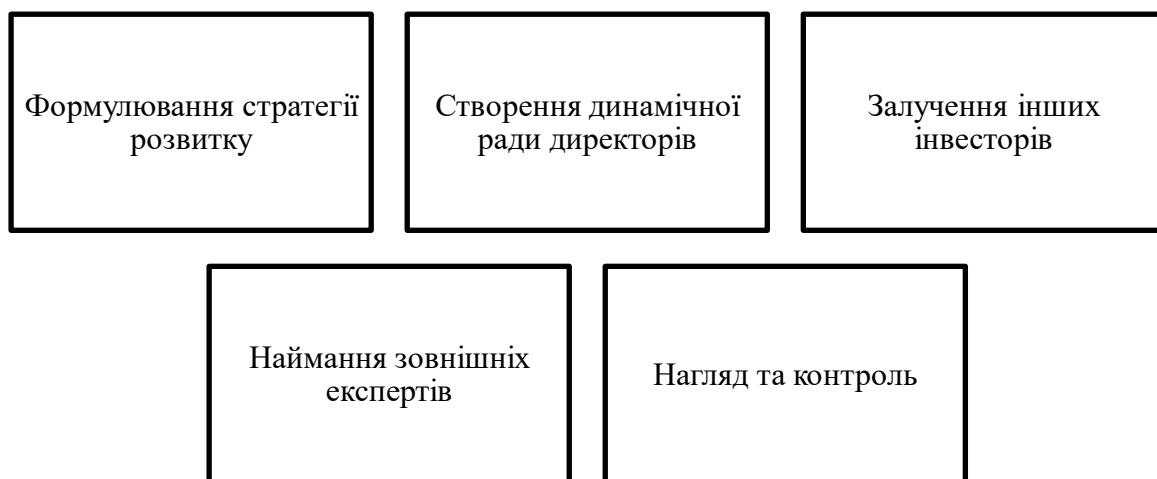
по-друге, створення організації персоналу підприємства та відповідні посади;

по-третє, використання та визначення наглядових прав інвесторів;

по-четверте, права інвесторів на вихід.

У переговорах візьмуть участь юристи, бухгалтери, інвестиційні консультанти тощо. з обох сторін. Після того, як обидві сторони узгодять свої наміри, вони підписують юридичні документи та формують контракт. Венчурний капіталіст переказує кошти на рахунок венчурної компанії, і обидві сторони розпочинають співпрацю [23].

6. Співробітництво та спільна робота. Із закінченням переговорів та підписанням контрактів венчурні капіталісти та венчурні компанії вже знаходяться в одному човні [24]. Статус співпраці безпосередньо впливає на ситуацію, з якої обидві сторони можуть отримати зиск. Зазвичай це досягається такими способами (Рис 1.5):



Джерело: складено автором

Рис 1.5 Способи співпраці інвесторів та компаній при здійсненні венчурного інвестування

- Формулювання стратегії розвитку: вибір галузі та позиціонування на ринку [55].
- Створення динамічної ради директорів, в якій беруть участь обидві сторони, розподіл місць представників сторін у раді директорів не повинен обмежуватися часткою інвестицій та участю експертів галузі.
- Наймання зовнішніх експертів. Хоча венчурні капіталісти є хорошими помічниками в управлінні, сучасне управління стає все більш складним і мінливим, і потребує більше зовнішніх експертів, таких як юристи, бухгалтери та консалтингові компанії з питань управління. Думки експертів дуже важливі, але слід зазначити, що думки зовнішніх експертів не повинні замінювати власні судження.[56]
- Залучення інших інвесторів. Поява інших інвесторів не тільки принесе кошти, але також може принести нові управлінські ідеї та нові мережі взаємин, які можуть підвищити кваліфікацію керівництва компанії та перспективи прибутковості. Але водночас залучення нових інвесторів може вплинути на початкову структуру інтересу. При неправильному ставленні він не тільки не зможе зіграти позитивну роль у залученні капіталу, а й, швидше за все, призведе до краху [25].
- Нагляд та контроль. Нагляд та контроль з боку венчурних капіталістів потрібні для функціонування успішного бізнесу. Після співпраці венчурна компанія контролюватиме засоби, що використовуються для розвитку проекту, щоб визначити, чи потрібно їх витратити, і чи є найкраща альтернатива. Через рік після початку співпраці венчурні компанії мають вивчити інвестиційний ефект та майбутнє розвитку проекту. якщо вони вважають, що тенденція розвитку не є гарною, і вони не можуть знайти відповідні заходи щодо виправлення становища, вони повинні скористатися можливістю прийняти рішення відмовитися та швидко розібратися з існуючими активами та досягненнями, щоб мінімізувати втрати [26].

7. Планування та реалізація стратегій виходу. Вхід венчурного капіталу полягає у прагненні на отримання вигод, а вихід полягає у реалізації вигод після виходу, венчурні капіталісти можуть інвестувати свої кошти в наступний проект і отримувати більше прибутку [57]. Можна сказати, що планування виходу – це питання, яке венчурні капіталісти починають розглядати від початку пошуку проекту. На кожному етапі у майбутньому венчурні капіталісти шукають можливості виходу [58].

Таким чином, процес здійснення венчурного інвестування можна поділити на 7 етапи: Створення фонду для пошуку інвестиційних можливостей, Залучення венчурного капіталу для інвестицій, Вибір проекту, Аналіз ризиків, Оцінка проекту, Переговори та укладення договору, співпраця та спільна робота, Планування та реалізація стратегій виходу .

### **1.3. Теорії впливу венчурного інвестування на діяльність корпорації**

Історично перша теорія, яка виникла і до сьогодні має сенс при здійсненні венчурного інвестування – це теорія «принципал-агент»

Адам Сміт був першим ученим, який вивчив теорію "принципал-агент". У процесі дослідження він виявив, що проблема "принципал агент" зазвичай існує в акціонерних компаніях. Сучасна класична теорія "принципал-агент" виникла у Берлі та Мірнса (1932) [78]. У своїй теорії вони вважали, що якщо право на ведення бізнесу та право власності на підприємство не буде поділено, виникнуть серйозні проблеми. Вони виступають за розподіл двох прав. Власник підприємства може зберегти за собою право претендувати на компанію, що залишилася, але право на управління належить менеджеру. У цей час їхня теорія стосувалася лише питання поділу двох повноважень і не встановлювала рамки для теорії "принципал-агент" [27].

"Принципал-агент" відносини ще не були сформовані у 18 столітті. У той час підприємство було переважно підприємством, орієнтованим на власника, тобто менеджер компанії також був власником компанії. Право на експлуатацію та власність не були розділені, і не було жодних проблем з "принципал-агентом". У середині 19-го століття, з безперервним прогресом соціальної економіки, підприємства, що належать власникам, більше не підходили потребам економічного розвитку на той час. З безперервним розширенням масштабів підприємства для роботи потрібно більше професійних менеджерів. І тоді професійні менеджери прийшли у майбутньому [28]. Вони не тільки мають професійні знання і навички, але також мають знання в галузі управління бізнесом і відповідним діловим досвідом, щоб адаптуватися до розвитку соціальної економіки [29].

Акціонерна система сучасних підприємств сприяла формуванню та розвитку відносин "принципал-агент". Оскільки сучасні підприємства впроваджують акціонерну систему, вони мають велику кількість акціонерів, вони дещо розосереджені і не можуть здійснювати прямий контроль над підприємством. Тому була стимульована поява менеджерів. Акціонери володіють власністю компанії, а менеджери мають право приймати рішення у компанії, що сприяє формуванню "принципал-агент" відносин [81]. У своєму дослідженні Берт та Мінс виявили, що сучасні компанії були відокремлені від двох влад. Володіння і контроль над компанією не контролюються однією і тією ж особою, а професійні менеджери мають реальний контроль і повноваження щодо прийняття рішень. Чендлер називає зростання довірених агентських відносин процесом піднесення та процвітання професійних менеджерів, а також занепаду корпоративних відносин, що повністю належать власникам [30].

Якщо конфлікт економічних інтересів між менеджерами та акціонерами відображається в інвестиційній поведінці компанії, це відобразатиме неефективні інвестиції.

Наступна важлива теоретична концепція, яку варто брати до уваги при здійсненні венчурного інвестування це теорія асиметричної інформації.

Інформаційна асиметрія означає, що різні учасники ринку не можуть мати однаково ринкову інформацію. Коли дві сторони угоди торгують в інформаційній асиметрії, це вплине на ефективність функціонування ринку і дозволить досягти оптимального розподілу ресурсів [31].

На сучасних підприємствах поширене явище поділу прав власності та управління компанією [32]. Керівництво компанії може безпосередньо контролювати повноваження компанії з прийняття ділових рішень, тому інформація компанії є більш повною і правдивою. У порівнянні з керівництвом акціонери перебувають у не вигідному становищі в обміні інформацією, їм важко отримати повну, достовірну та ефективну інформацію про компанію. Оскільки акціонери не можуть отримати достатньо інформації про компанію, вони не можуть судити про неефективну інвестиційну поведінку керівництва. Керівництво завжди має на меті максимізацію власних інтересів, навіть якщо акціонери надають стимулів для менеджерів. Через поширеність такого роду інформаційної асиметрії, хоча акціонери і є власниками компанії, важко отримати достовірну та ефективну інформацію про робочий стан компанії, тому важко судити про результати роботи керівництва; а керівництво, в свою чергу, може скористатися своїм власним ступенем володіння інформацією для задоволення власних інтересів у різний спосіб, хоча цей метод, ймовірно, завдасть шкоди правам та інтересам акціонерів [33].

Додавання венчурного капіталу може зменшити інформаційну асиметрію, яка в основному досягається за допомогою двох методів: передачі сигналу та скринінгу інформації. Оскільки венчурний капітал приділяє велику увагу своїй репутації, він може передавати сигнали через свою усталену репутацію. Венчурний капітал також може повністю розкривати інформацію та підвищувати прозорість інформації, щоб зменшити інформаційну асиметрію та знизити інформаційні витрати, щоб компанії та зовнішні інвестори могли

обмінюватися інформацією [34]. Перевірка інформації відноситься до використання власних професійних технологій венчурного капіталу та інвестиційних ризиків для ефективно організації та перевірки інформації про досліджувані інвестиційні підрозділи, щоб визначити, чи відповідає вона інвестиційним критеріям. При відборі компаній венчурний капітал використовуватиме власні професійні знання та навички, а також суворі критерії відбору, щоб виносити високоточні судження і вибирати компанії з потенціалом розвитку і хорошими показниками, щоб надіслати хороший сигнал зовнішньому світу [35].

Крім того, здійснюючи венчурне інвестування інвесторам варто брати до уваги гіпотезу про Вільний грошовий потік.

Гіпотеза вільного грошового потоку була вперше запропонована Майклом Дженсеном (1986) [11]. Ця гіпотеза також відома як теорія агентських витрат вільного грошового потоку. Поняття вільного грошового потоку в основному стосується коштів підприємства, що залишаються після того, як компанія веде звичайну інвестиційну діяльність. Ми називаємо вільні кошти вільним грошовим потоком. Гіпотеза вільного грошового потоку, що впливає з проблеми агентства, передбачає, що через переважання проблем з довіреними агентствами інтереси акціонерів та керівництва компанії, ймовірно, будуть конфліктувати один з одним, і керівництво справді контролює повноваження компанії щодо прийняття бізнес-рішень [36]. Тому, коли виникає конфлікт інтересів економічних інтересів, керівництво схильне виходити зі своїх власних інтересів і жертвувати реалізацією інтересів акціонерів, щоб максимізувати власні інтереси. Найпряміший спосіб їм максимізувати власні інтереси – це побудувати “корпоративну імперію” [37].

Завдяки дослідженням Дженсен вважає, що для зменшення виникнення проблем із довіреними агенціями слід обмежити права менеджерів, акціонери повинні безпосередньо контролювати вільний грошовий потік та посилити нагляд та контроль з боку керівництва, щоб можна було скоротити

неефективні інвестиції, підвищити вартість компанії [38]. Таким чином можна уникнути несприятливих наслідків проблем агентства. Він також вважає, що існує тісний взаємозв'язок між вільним грошовим потоком та неефективністю інвестицій, тобто чим більше вільного грошового потоку залишається у компанії, тим легше керівництву маніпулювати цією частиною грошових коштів для інвестування, розширення масштабу компанії та зниження граничної ефективності інвестицій, що призводить до неефективної інвестиційної поведінки. Отже, щоб зменшити неефективну інвестиційну поведінку, викликану надмірним вільним грошовим потоком, компанія може зменшити суму вільного грошового потоку, що залишилася, тим самим зменшуючи використання керівництвом вільного грошового потоку для надмірної інвестиційної поведінки, що також може певною мірою пом'якшити несприятливі наслідки довірених агентів [39].

Наступна важлива концепція венчурного інвестування – це гіпотеза про фінансові обмеження.

Теорія фінансових обмежень вважає, що через недосконалий розвиток ринку капіталу у реальному житті поширене явище інформаційної асиметрії. Разом із впливом транзакційних витрат, податків та інших чинників, існують великі розбіжності у внутрішньому і зовнішньому фінансуванні. Коли компанії здійснюють фінансування, спочатку розглядається внутрішнє фінансування, а вже потім зовнішнє. [40] Внутрішнє фінансування відрізняється не тільки низькими фінансовими витратами, але й високою швидкістю фінансування, а на зовнішнє фінансування впливає безліч факторів, що робить витрати на фінансування дуже високими і ускладнює його, тому якщо компанії занадто покладаються на внутрішнє фінансування, і якщо потреби компанії на капітал все ще не задоволені після внутрішнього фінансування, керівництво може бути змушене відмовитися від проекту із позитивною чистою наведеною вартістю. Маджлуп і Майєрс (1984) [79] припустили, що через існування інформаційної асиметрії операторам компаній та зовнішнім інвесторам важко організувати

обмін інформацією, тому зовнішні інвестори знижують ціну купівлі цінних паперів, щоб знизити інвестиційні ризики, що збільшить фінансові витрати компанії. Коли внутрішнім фондам важко задовольнити інвестиційні потреби, менеджери стикаються з фінансовими обмеженнями. Для задоволення інвестиційних потреб менеджери залучатимуть кошти ззовні, навіть якщо вартість фінансування є відносно високою.

Сучасні підприємства, зазвичай, стикаються з проблемою інформаційної асиметрії. Асиметрія інформації заздалегідь може легко спричинити ризик зворотного відбору. Тому менеджерам важко залучити фінансування ззовні, а вартість фінансування є відносно високою. Через неможливість залучити достатні кошти, іноді доводиться відмовлятися від інвестиційних проєктів з позитивною чистою наведеною вартістю. Якщо компанія хоче покладатися тільки на внутрішнє фінансування, обов'язковою умовою є те, що має бути достатньо внутрішніх грошових коштів, щоб уникнути ризику зворотного відбору, з яким стикається зовнішнє фінансування, і полегшити проблему довіреного агентства. Саме тоді внутрішні кошти підприємства можуть збільшити дохідність інвестицій підприємства певною мірою. Однак недостатньо покладатися лише на задоволення інвестиційних потреб компанії внутрішнім фінансуванням. Коли внутрішнє фінансування неспроможне задовольнити потреби компанії, компанія змушена здійснювати зовнішнє фінансування та зіткнеться із серйозними фінансовими обмеженнями. Доведено, що чим серйозніший внутрішній дефіцит коштів, тим сильнішим буде тиск на фінансові обмеження. Між ними існує залежність чутливості та позитивна кореляція; і що більше розрив у коштах, то більше вписується ймовірність недостатнього інвестування, що зумовлює неефективні інвестиції [80].

Таким чином, існує чотири теорії впливу венчурного інвестування на компанію. Теорія «принципал-агент» говорить про те, що якщо конфлікт економічних інтересів між менеджерами та акціонерами відображається в

інвестиційній поведінці компанії, це буде зумовлювати неефективні інвестиції, оскільки акціонери не можуть отримати достатньо інформації про компанію, тому вони не можуть судити про неефективну інвестиційну поведінку керівництва. Гіпотеза про вільний грошовий потік свідчить про те, що чим більше вільного грошового потоку залишається в компанії, тим легше керівництву маніпулювати цією частиною коштів розширення масштабу підприємства міста і зниження граничної ефективності інвестицій, що зумовлює неефективну інвестиційну поведінку. І гіпотеза про фінансові обмеження свідчить, що чим серйозніший внутрішній дефіцит коштів, тим сильнішим буде тиск на фінансові обмеження, а чим більший розрив у грошових засобах, тим більша ймовірність існування неефективної інвестиції.

## РОЗДІЛ 2. ПРАКТИКА ЗДІЙСНЕННЯ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ (НА ПРИКЛАДІ КИТАЙСЬКИХ КОМПАНІЙ)

### 2.1 Аналіз ринку венчурного інвестування Китаю

В умовах безпрецедентно м'якої грошово-кредитної політики центральних банків багатьох країн і тенденції до надлишкової ліквідності, епідемія ковіда не вплинула на темпи зростання венчурного капіталу в 2021 році [82].

Таблиця 2.1

Статистика венчурного інвестування Китаю

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021*
Вартість угоди(\$B)	\$51.0	\$71.6	\$60.3	\$126.5	\$71.7	\$81.2	\$113.8
Кількість угод	5657	6540	6278	6734	4907	4638	5815

\*Станом на 12/31/2021

Джерело: складено автором на основі [74]

Активність венчурних угод у великому Китаї залишається високою. Інвестиції венчурного капіталу (VC) у Великий Китай досягли майже рекордного рівня 113,8 мільярда доларів у 2021 році. (табл. 2.1) Незважаючи на регулюючий тиск з боку уряду Пекіна, укладання венчурних угод у Великому Китаї протягом 2021 року продемонструвало стійкість. Обсяг угоди також відновився після дворічного спаду [83].

Протягом року до Великого Китаю продовжували надходити інвестиції з-за кордону. У регіоні було укладено понад 900 угод, у яких брав участь іноземний інвестор, що нижче за рівень 2018 року в цій категорії. Понад 3700 іноземних інвесторів були активними у Великому Китаї протягом року, що стало лише другим роком, коли цей рівень був перевищений.

Фінансування на пізній стадії та великі угоди (понад 100 мільйонів доларів) встановили нові рекорди за кількістю завершених угод (див. табл. 2.2).

Таблиця 2.2

## Угоди з іноземними інвесторами на пізній стадії Китаю

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021*
Вартість угоди(\$B)	\$30.9	\$43.6	\$35.6	\$86.4	\$47.7	\$57.8	\$73.8
Кількість угод	1057	1264	1366	1596	1330	1718	2148

\*Станом на 12/31/2021

Джерело: складено автором на основі [74]

Венчурні інвестиції продовжували надходити до Великого Китаю, незважаючи на дії уряду. Як і в інших регіонах протягом 2021 року, багато напрямків венчурного ринку встановили нові рекорди протягом року. Перші обсяги фінансування, хоч і не стали рекордними, відновилися після зниження показників у 2019 та 2020 роках (див. табл. 2.3).

Таблиця 2.3

## Перші обсяги фінансування Китаю

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021*
Вартість угоди(\$B)	\$13.2	\$12.8	\$7.8	\$10.9	\$9.0	\$8.9	\$10.6
Кількість угод	3236	3076	2531	2510	1748	1420	1776

\*Станом на 12/31/2021

Джерело: складено автором на основі [74]

Зростання інвестицій протягом року також було розподілено по секторах, причому особливо високі показники мали біотехнологічні стартапи. Кількість інвестицій у біотехнології та фармацевтику зросла на 31,9% у річному обчисленні (р/р), а вкладені долари зросли на 43,6% р/р, встановивши нові рекорди з кожної статистики. 34 із завершених угод у 2021 році були класифіковані як мегаугоди, у тому числі три, які перевищили 700 мільйонів доларів (див. табл. 2.4).

Інвестиції з боку іноземних інвесторів залишалися стійкими. 955 завершених угод включали участь інвестора зі штаб-квартирою за межами регіону, що значно більше, ніж за попередні два роки.

Таблиця 2.4

## Вартість угоди в розбивці по галузях Китаю

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021*
Програмне забезпечення	\$21.8	\$28.7	\$18.3	\$51.0	\$23.9	\$22.5	\$21.1
Споживчі товари та послуги	\$9.1	\$12.7	\$7.6	\$23.8	\$14.4	\$11.5	\$17.2
Комерційні продукти та послуги	\$5.3	\$6.9	\$8.0	\$15.0	\$11.2	\$9.6	\$13.5
ІТ-обладнання	\$0.7	\$4.3	\$2.0	\$3.6	\$4.4	\$7.4	\$13.8
Засоби масової інформації	\$4.7	\$5.7	\$7.3	\$7.7	\$2.1	\$3.9	\$6.1
Фармацевтика та біотехнології	\$1.2	\$2.0	\$2.2	\$4.2	\$4.4	\$11.3	\$16.2
Пристрої та витратні матеріали для НС	\$0.4	\$0.6	\$1.6	\$1.4	\$1.3	\$3.0	\$5.4
Послуги та системи НС	\$1.7	\$2.0	\$1.8	\$3.6	\$2.2	\$4.3	\$4.3
Інший	\$2.7	\$5.1	\$1.8	\$4.3	\$0.9	\$0.8	\$1.5
Перевезення	\$3.3	\$3.3	\$9.4	\$11.4	\$5.9	\$6.1	\$9.4
Енергія	\$0.2	\$0.2	\$0.2	\$0.5	\$0.9	\$0.9	\$5.4

\*Станом на 12/31/2021

Джерело: складено автором на основі [74]

Оскільки приватні інвестиції стають все більш глобальними, Великий Китай залишається центром тяжіння глобальних інвесторів. 18,6% угод за участю іноземних інвесторів були невеликим покращенням порівняно з минулими двома роками та другим за величиною показником у нашому наборі даних (див. табл. 2.5)

Це є зростанням на 62,1% з точки зору вартості виходу, хоча і при дещо меншому обсязі, що має на увазі більш високий середній розмір виходу в 2021 році.

Таблиця 2.5

## Венчурна діяльність за участю некитайських інвесторів

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021*
Вартість угоди(\$B)	\$23.9 2	\$31.8 9	\$25.5 1	\$81.7 8	\$29.0 9	\$37.0 3	\$54.8 4
Кількість угод	807	827	845	1131	759	746	955
% Угод за участю некитайських інвесторів	17.0%	15.1%	16.0%	19.9%	18.4%	18.4%	18.6%

\*Станом на 12/31/2021

Джерело: складено автором на основі [74]

Також важливо відзначити, що значну частину вартості виходу 2021 року було отримано з публічних списків. Це робить 2021 третім роком поспіль з високою концентрацією вартості виходу на громадські ринки, що підкреслює залежність ліквідності венчурного капіталу від здорових публічних ринків. (див. табл. 2.6)

Таблиця 2.6

## Діяльність по виходу венчурного капіталу з Китаю

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021*
вартість виходу (\$B)	\$20.8	\$22.7	\$52.8	\$106.3	\$74.2	\$147.6	\$239.2
Кількість виходів	297	394	240	153	159	228	183

\*Станом на 12/31/2021

Джерело: складено автором на основі [74]

Таким чином, ми можемо робити висновки що незважаючи на регулюючий тиск з боку уряду Пекіна, укладання венчурних угод у Великому Китаї протягом 2021 року продемонструвало стійкість, активність венчурних угод залишається високою. Протягом року до Великого Китаю продовжували надходити інвестиції з-за кордону. Фінансування на пізній стадії та великі угоди (понад 100 мільйонів доларів) встановили нові рекорди за кількістю завершених угод. Зростання інвестицій протягом року також було розподілено

по секторах, причому особливо високі показники мали біотехнологічні стартапи. Інвестиції з боку іноземних інвесторів залишалися стійкими.

## **2.2 Аналіз впливу венчурних інвестувань на інвестиційну поведінку компанії**

Надаючи фінансову підтримку компанії, венчурний капітал також бере на себе наглядову відповідальність за функціонування та управління підприємством та сприяє підвищенню рівня управління компанією. Дженсен (1989) [68] зазначив, що на додаток до надання акціонерного фінансування компанії венчурний капітал грає більш важливу роль у контролі за управлінськими та інвестиційними рішеннями компанії, а також у зменшенні агентських конфліктів між акціонерами компанії та вищими менеджерами. Водночас інститути венчурного капіталу беруть участь в щоденному управлінні компанією та функціонуванні за рахунок збільшення числа членів ради директорів тощо, а також нагляді та впливі на прийняття рішень старшими менеджерами. [84]Баррі (1990) [69] вважають, що тісні відносини співпраці між венчурним капіталом та пов'язаними з ним фінансовими інститутами, такими як банки, фонди та трасти, можуть вирішити проблему недостатнього корпоративного фінансування. Інститути венчурного капіталу мають професійну інвестиційну систему та багатий інвестиційний досвід. Венчурні капіталісти отримали визнання та довіру ринку, створивши свою власну гарну репутацію, щоб вони могли повною мірою використати свої власні переваги на фінансовому ринку, щоб відігравати роль автентифікації інформації та знизити ступінь недовіри до компанії зовнішніми інвесторами через інформаційну асиметрію, тим самим знижуючи витрати фінансування. [85]Лі Яо (2015) вважає, що компанії, зареєстровані на біржі, можуть

використати сертифікаційну роль інститутів венчурного капіталу та багаті соціальні ресурси для розширення каналів фінансування компанії та задоволення фінансових потреб компанії, тим самим зменшуючи явище недостатнього інвестування [70].

Тому ми висуваємо такі припущення:

Гіпотеза а: Втручання венчурного капіталу може придушити надмірну інвестиційну поведінку компаній. (Overinvestment)

Гіпотеза б: Компанії, які мають інвестиції від венчурного капіталу, повинні мати більше можливостей для вирішення дилеми недостатніх інвестицій, спричинених нестачею коштів. (Underinvestment)

Розглянемо відповідні дані компаній, включених до лістингу, з 2018 по 2021 рік, що фільтруються відповідно до таких відповідних критеріїв: по-перше, оскільки необхідно використовувати фінансові дані компанії та дані про ринкові транзакції за попередній рік, необхідно виключити компанії, які щойно були включені в лістинг цього року; по-друге, оскільки необхідно використовувати фінансові дані компанії та дані про ринкові транзакції за попередній рік., виключаються компанії у фінансовій галузі та сфері нерухомості, а також компанії з неповними даними; та виключаються компанії з ST та \*ST. [86] Остаточна вибірка включає 511 компаній, включених до списку GEM, зі значенням спостереження 1233. Усі дані, що використовуються в дослідницькому інституті, отримані з CSMAR та Wind. Обробка даних та емпіричний аналіз у цьому розділі використовують Excel та Stata для обробки та аналізу. [87]

Що стосується того, як визначити, чи має компанія венчурне інвестування, у цій статті розглядаються методи, що використовуються Wu Chaopeng, Wu Shinong (2012) [75] – пошук за списком десяти найбільших акціонерів компанії. Якщо в назвах десяти найбільших акціонерів є слова “венчурний капітал” або “венчурне інвестування”, визначається, що компанія має венчурні інвестування. [88]

Ця стаття спирається на моделі вимірювання Річардсона (2006)[71], Сяо Міня (2010) [72] та Ву Чаопена (2012) [48] і будує нову модель вимірювання, що базується на фактичній ситуації цього дослідження, щоб виявити вплив венчурних компаній на інвестиційну поведінку стартапів після лістингу.

Крок 1, побудова моделі вимірювання, щоб оцінити рівень недостатніх або надмірних інвестицій компаній.

Перший крок: Модель оцінки очікуваної суми інвестицій компанії

$$InV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 Age_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Rets_{i,t-1} + \beta_7 Inv_{i,t-1} + YearDummy + IndustryDummy + \varepsilon_{i,t}$$

У моделі у якості пояснюючих змінних використовуються інвестиційні можливості, співвідношення активів та пасивів, активи валютних фондів, роки лістингу акцій, розмір компанії та прибутковість акцій (див. Таблицю 2.7), беручи до уваги, що ці фактори чинитимуть прямий вплив на обсяг інвестицій компанії. [89]

Метод розрахунку суми нової інвестиції  $InV_{i,t}$  виглядає так:

Нове інвестування

$$= \frac{\text{довгострокові інвестиції} + \text{чистий прирост нематеріальних активів} + \text{фіксовані засоби}}{\text{совокупний актив в началі року}}$$

Таблиця 2.7

Опис моделі 1

Тип	Символ	Назва
Пояснена змінна	$InV_{i,t}$	Обсяг нових інвестицій
	$Inv_{i,t-1}$	
Пояснювальна змінна	$Q_{i,t-1}$	Інвестиційні можливості
	$Lev_{i,t-1}$	Співвідношення активів та пасивів
	$Cash_{i,t-1}$	Активи валютного фонду
	$Age_{i,t-1}$	Роки лістингу акцій
	$Size_{i,t-1}$	Розмір компанії

	$Rets_{i,t-1}$	Прибутковість акцій
Control variables	$YearDummy$	YearDummy

Джерело: складено автором на основі [77]

Для моделі (1) для регресійної обробки використовується програмне забезпечення Stata, а для отримання вихідних результатів регресії використовується модель з фіксованим ефектом (див. Таблицю 2.8). Серед них, за винятком співвідношення активів і пасивів, яке не пройшло тест на значимість, решта незалежних змінних пройшли тест на значимість, це вказує на те, База даних – прийнятна [90].

Таблиця 2.8

### Результат регресії очікуваних інвестицій

Змінна	Коефіцієнт	t-значення	ймовірність
Const.	4.06	8.5	0.0000
Q	-0.0077	-2.15	0.0012
Lev	-0.0035	-0.06	0.9152
Cash	-0.1833	-2.98	0.0012
age	0.0561	6.46	0.0000
Size	-0.1165	-8.11	0.0000
Inv	-0.0795	-1.68	0.0598
$R^2$	0.5132		
F	25.11		

Джерело: складено автором на основі [76]

Крок 2. Використовуємо програмне забезпечення Excel та Stata для розрахунку ступеня недостатніх чи надмірних інвестицій у всіх компанії.

(1) На основі коефіцієнта регресії очікуваних інвестицій у таблиці 2.8 розрахуємо очікувану суму нових інвестицій компанії  $InV_{i,t,e}$ .

(2) Віднімемо очікувані нові інвестиції з нових фактичних інвестицій компанії, формулою  $InV_{i,t} - InV_{i,t,e}$ . Якщо результат негативний, це означає недоінвестування, позначене як  $Underinv_{i,t}$ , якщо результат позитивний, це

означає, що є переінвестування, позначене як  $Overinv_{i,t}$ , . Чим більше абсолютне значення  $Underinv_{i,t}$ , і  $Underinv_{i,t}$ , тим вища ступінь переінвестування і недоінвестування.

Побудуємо модель вимірювання впливу венчурних компаній на надмірні та недостатні інвестиції у стартапи.

Ми використовуємо значення переінвестування  $Overinv_{i,t}$ , отримане в моделі 1, в якості Explained Variable та використовуємо венчурний капітал  $VC_{i,t}$  та вільний грошовий потік  $FCF_{p,i,t}$  в якості Explanatory Variable для побудови моделі впливу від венчурних компаній на переінвестування (модель 2):

$$Overinv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{p,i,t} + \beta_2 VC_{i,t} FCF_{p,i,t} + \beta_3 VC_{i,t} + \beta_4 Controls_{i,t-1} FCF_{p,i,t} + \beta_5 Controls_{i,t-1} + YearDummy + \varepsilon_{i,t}$$

Ми використовуємо значення недостатніх інвестицій  $Underinv_{i,t}$ , в якості Explained Variable та використовуємо венчурний капітал  $VC_{i,t}$  та вільний грошовий потік  $FCF_{n,i,t}$  в якості Explanatory Variable для побудови моделі вимірювання впливу венчурного капіталу на недостатні інвестиції (модель 3):

$$Underinv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{n,i,t} + \beta_2 VC_{i,t} FCF_{n,i,t} + \beta_3 VC_{i,t} + \beta_4 Controls_{i,t-1} FCF_{n,i,t} + \beta_5 Controls_{i,t-1} + YearDummy + \varepsilon_{i,t}$$

Таблиця 2.9

Опис моделі 2 та 3

ТИП	СИМВОЛ	ВИЗНАЧЕННЯ
Explained Variable	$Overinv_{i,t}$	Надмірні інвестиції
	$Underinv_{i,t}$	Недостатні інвестиції

Explanatory Variable	$FCF_p_{i,t}$	Вільний грошовий потік(>0)
	$FCF_n_{i,t}$	Вільний грошовий потік(>0)
	$VC_{i,t}$	1 – є участь VC, 0 – без участі VC
Control variables	$YearDummy$	рік
	$Management_{i,t-1}$	Частка акції топ-менеджерів
	$SOE_{i,t-1}$	наявність державних акціонерів без державних акціонерів
	$Q_{i,t-1}$	Інвестиційні можливості
	$Size_{i,t-1}$	Розмір компанії

Джерело: складено автором на основі [Економічні дослідження.2012.ст.105-160][77]

У моделі (2), якщо коефіцієнт регресії  $FCF_p_{i,t} - \beta_1$  значно більше за нуль, це означає, що компанія і переінвестувала від вільного грошового потоку в t-й рік; якщо  $\beta_2$  значно менше нуля, це означає, що завдяки втручанню компаній венчурного інвестування, надмірні інвестиції від вільного грошового потоку певною мірою під контролем.

У моделі (3), якщо коефіцієнт регресії  $FCF_n_{i,t} - \beta_1$  значно більше нуля, це означає, що компанія і відчуває серйозну нестачу інвестицій через внутрішній дефіцит грошових коштів у t-й рік; якщо  $\beta_2$  значно менше нуля, тоді це означає, що завдяки втручанню компаній венчурного інвестування дефіцит внутрішнього грошового потоку має менший вплив на недостатні інвестиції компанії.

Таблиця 2.10

### Результат Множинної регресії

Змінна	Кількість	avg	se	min	max
Inv	2698	0.2882	0.1791	-0.0515	1.4897
Overinv	1053	0.1848	0.1451	0.0004	1.2126
Underinv	1645	-0.1148	0.0948	-0.4385	-0.0046
VC	2698	0.2408	0.4312	0	1
FCFp	1053	3.1634	0.8529	0.8212	6.3426
FCFn	1645	3.8263	0.7472	1.8366	6.3452

Managem ent	2698	0.2251	0.1654	0.0000	0.6245
SOE	2698	0.0641	0.4631	0	1
Q	2698	4.1645	2.7421	1.635	15.7242
Size	2698	20.1315	0.5274	16.66356	25.5675
Age	2698	3.2418	1.1729	0.6746	6.3637
Lev	2698	0.3627	0.2673	0.0852	0.7465

*Джерело: складено автором на основі[76]*

Відповідно до таблиці 2.10, по-перше, середньорічний обсяг нових інвестицій становить 28,82% від загального обсягу активів для стартапів;

по-друге, серед 2698 компаній, 1053 їх здійснює переінвестування (39%), а середнє переінвестування становить 18,48% від загального обсягу активів;

по-третє, серед 2698 компаній, 1645 їх здійснює недостатнє інвестування (61%), а середнє недостатнє інвестування становить 11,48% від загального обсягу активів. Можна сказати, що в Китаї поширені надмірні інвестиції та недостатні інвестиції в компанії стартапів.

Щоб перевірити вплив компаній венчурного капіталу на інвестиційну поведінку стартапів, 2698 спостережень було досліджено окремо відповідно до умов Overinv та Underinv. (переінвестування та недостатнє інвестування).

Відповідно до таблиці 2.10, 1645 спостереження за недостатніми інвестиціями та 1053 спостережень за надмірними інвестиціями. Потім два набори спостережень були рекласифіковані на основі фону венчурних інвестицій (VC=1) та фону відсутності венчурного капіталу (VC=0). Серед них ті, хто мав VC у групі Underinv, має 286 спостережень, а ті, хто не мав VC є 1359 спостереження; у групі Overinv було 197 спостережень з VC та 856 спостережень без VC.

Таблиця 2.11

## Порівняння VC і без VC

Змінна	VC=0			VC=1			Всього
	Avg	Med	N	Avg	Med	N	
FCFp	3.1011	3.1437	856	3.4341	3.1703	197	1053
Overinv	0.1860	0.1525	856	0.1796	0.1456	197	1053
FCFn	3.8024	3.8034	1359	3.9381	3.8871	286	1645
Underinv	-0.1188	-0.1353	1359	-0.0956	-0.1149	286	1645
Management	0.2251	0.1885	2215	0.2142	0.206	483	2698
SOE	0.0641	0.0000	2215	0.2364	0.0000	483	2698
Q	4.1645	3.5596	2215	3.6331	3.1243	483	2698
Size	20.1315	20.8561	2215	20.9160	20.8520	483	2698
Age	3.2418	2.8333	2215	2.4417	2.4167	483	2698
Lev	0.3627	0.2161	2215	0.2005	0.1883	483	2698

Джерело: складено автором на основі[76]

Два набори даних були регресійно проаналізовані за допомогою програмного забезпечення Stata, і результати наведені в таблиці 2.11. Судячи з середнього значення таблиці 2.11:

1. Вільний грошовий потік ( $> 0$ ) на фоні венчурного капіталу ( $VC=1$ ) більше, ніж без венчурного капіталу ( $VC=0$ ) ( $3.4341 > 3.1011$ ), але обсяг переінвестування з VC менший ніж обсяг без VC ( $0.1796 < 0.1860$ ), тобто ступінь переінвестування нижче. Результати експерименту показують, що компанії за допомогою ризикованих інвестицій можуть краще пригнічувати надмірні інвестиції вільного грошового потоку.

2. Вільний грошовий потік ( $< 0$ ) на тлі венчурного капіталу ( $VC=1$ ) більше, ніж без венчурного капіталу ( $VC=0$ ) ( $3.9381 > 3.8024$ ), але обсяг недостатнього інвестування з VC менший ніж обсяг без VC ( $0.0956 < 0.1188$ ), тобто ступінь недостатнього інвестування нижче. тим самим доводячи, що венчурні компанії можуть використати свою репутацію та переваги онлайн-

соціальних ресурсів для створення платформ фінансування для стартапів, щоб заповнити касові розриви та зменшити дефіцит інвестицій.

Таким чином, можемо зробити висновок, що залучення венчурного капіталу може придушити надмірну інвестиційну поведінку компаній. Компанії, які мають інвестиції від венчурного капіталу, повинні мати більше можливостей для вирішення дилеми недостатніх інвестицій, викликані нестачею коштів.

### 2.3 Аналіз проблеми недооцінки IPO у Китаї

Ми зібрали ціну акцій наприкінці першого дня IPO та використали цю формулу для розрахунку відсотка недооцінки:

$$IR = \frac{\text{first day close price} - \text{issue price}}{\text{issue price}}$$

Після отримання бази даних про ставку недооцінки кожної акції ми розрахували середню і медіанну ставку для порівняння з різними критеріями.[59]

У таблиці 2.12 ми порівняли рівень недооцінки акцій компаній з інвестиціями VC/PE та без інвестицій VC/PE. Як бачимо, більшість акцій-емітентів отримує інвестиції від VC/PE. Серед 300 досліджених акцій 246 із них з інвестиціями VC/PE. Середній рівень недооцінки акцій за всіма 300 акціями становить 107%. Показник для компаній із VC/PE вищий (113%), ніж для компаній без VC/PE (79%).

У таблиці 2.13 ми змінюємо критерії порівняння та намагаємося зрозуміти, чи вплинуть джерела VC/PE компаній на рівень недооцінки акцій. Що стосується компаній, що інвестуються VC/PE, то більшість компаній отримують інвестиції від місцевих VC/PE (194) і мають порівняно високий рівень недооцінки-120%, інші компанії з іноземними VC/PE (64) мають

нижчий рівень недооцінки-71%.

Таблиця 2.12

Відсоток недооцінки IPO с VC/PE та без VC/PE

	Кількість	Середнє зн. (%)	Медіана (%)
Всього	300	107	95
VC/PE	246	113	123
Без VC/PE	54	79	102

Джерело: складено автором на основі[<https://www.wind.com.cn/>][76]

Ми думаємо, що це не буде мати великого сенсу, якщо будуть додані інші критерії, такі як розмір компаній VC/PE, стаж роботи компаній VC/PE (більше п'яти років та менше п'яти років), тому що це призведе до того ж результату [60].

Таблиця 2.13

Відсоток недооцінки IPO з місцевого капіталу та з іноземного капіталу

	Кількість	Середнє значення (%)	Медіана (%)
Всього	246	113	123
Іноземні	62	71	69
Місцеві	194	120	109

Джерело: складено автором на основі[76]

У таблиці 2.14 ми порівнюємо акції гонконгських фондових бірж (GEM) та Китаю (STAR та ChiNext). Growth Enterprise Market (GEM) – це фондова біржа Гонконгу, відкрита в 1999 році для зростаючих компаній, які не відповідають вимогам до прибутковості або послужному списку для головної ради біржі. STAR, офіційно відома як Рада з науково-технічних інновацій Шанхайської фондової біржі, є китайським фондовим ринком, орієнтованим на науку та технології, створеним 22 липня 2019 року. [91] ChiNext – дочірня компанія Шеньчженьської фондової біржі, заснована на NASDAQ. Перша партія фірм почала торгувати на ChiNext 30 жовтня 2009 року. Причина порівняння цих трьох фондових ринків полягає в тому, щоб зрозуміти, чи

відрізняється ставка заниження вартості IPO у різних системах фондового ринку однієї і тієї ж країни, одних і тих самих людей і тих самих інвестиційних звичок [92].

Таблиця 2.14

Відсоток недооцінки IPO в Гонконзі і на Материковому Китаї

	Кількість	Середнє зн. (%)	Медіана (%)
Всього	400	84	79
Континент	300	107	95
Гонконг	100	14	22

*Джерело: складено автором на основі [76]*

З таблиці 2.12 ми можемо зробити висновок, що венчурний капітал позитивно впливає на недооцінку IPO, що можна пояснити теорією несприятливого відбору від Amity, Glosteii та Muller (1990) про те, що існує інформаційна асиметрія між венчурними капіталами та компаніями до етапу IPO, та при недостатній інформації венчурні капіталісти не можуть правильно оцінити реальну ціну компанії. В результаті вони запропонують низьку ціну випуску та призведуть до заниження цін [93].

Таблиця 2.13 показує, що підприємства, які отримували інвестиції від іноземних венчурних підприємств мають нижчий рівень недооцінки, ніж підприємства, інвестовані місцевими венчурними капіталістами. Це підтверджує широко поширену теорію про те, що молоді венчурні капіталісти, місцеві венчурні капіталісти та державні венчурні капіталісти прагнуть випустити нові акції якнайшвидше і якнайшвидше повернути свої інвестиції. Таким чином, вони можуть швидко зібрати гроші для інвестування в інші проекти та завоювати репутацію. Крім обліку репутації, іноземні венчурні капіталісти мають більше досвіду в оцінці вартості компанії і більш обережні в процесі IPO [94].

З таблиці 2.14 ми можемо бачити, що рівень недооцінки на акції Гонконгу є дуже низьким порівняно з рівнем недооцінки на китайські акції. Незважаючи на те, що на фондовому ринку Гонконгу та материкового Китаю є аналогічні акції, система регулювання на фондовому ринку Гонконгу порівняно зріла та добре розвинена. [95] А наявність варіантів надмірного розподілу збільшує ціни пропозиції IPO та знижує рівень недооцінки. Це також є основною причиною зниження цін після IPO. Більш того, інформаційна асиметрія, мабуть, не є великою проблемою на фондовому ринку Гонконгу, оскільки всі компанії є прозорими в процесі обміну інформацією [96].

Таким чином, ми можемо робити висновок, що венчурний капітал позитивно впливає на недооцінку IPO. За недостатньої інформації венчурні капіталісти неспроможні правильно оцінити реальну ціну підприємства. В результаті вони запропонують низьку ціну випуску та призведуть до заниження цін [97].

## РОЗДІЛ 3 НЕДОЛІКИ РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ КИТАЮ

### 3.1. Недоліки ринку венчурного інвестування в Китаї та рішення

В результаті проведеного дослідження ми прийшли до висновків, що варто говорити про наступні проблемні моменти та недоліки на ринку венчурного інвестування Китаю.

По-перше, організаційна форма венчурного капіталу обмежена через політику та закони Китаю. Венчурне інвестування вже давно практикується у Китаї, але досі не було законодавства щодо фондів венчурного капіталу. Через недосконалу побудову нормативних актів, незаконна діяльність зі збору коштів у суспільстві неодноразово забороняється [98].

За оподаткуванням, хоча держава проводить пільгову політику щодо 15% ставки податку на дохід для високотехнологічних підприємств, але для інвесторів, які інвестують у високотехнологічні галузі, таких пільг немає [99]. А також дивіденди та бонуси, отримані венчурними капіталістами від високотехнологічних підприємств, підлягають подвійному оподаткуванню. Ця відстала законодавча ситуація серйозно обмежила функціонування та розвитку ринку венчурного капіталу Китаї.

По-друге, масштаб венчурного капіталу невеликий, джерело та канал венчурного капіталу відносно єдині. Венчурний капітал Китаю все ще перебуває на стадії зростання, тому на даному етапі ринок потребує фінансової допомоги з боку уряду та пов'язаних установ. Проте нині держава не повною мірою надає фінансову підтримку галузі венчурного інвестування.

За закордонним досвідом, суб'єктом венчурного капіталу мають бути приватні особи та компанії, які готові та здатні йти на ризик. Однак без допомоги держави Китаю важко значно збільшити кількість та масштаби венчурних фондів.

По-третє, неправильний суб'єкт венчурного капіталу. Інститути та компанії венчурного капіталу повинні бути суб'єктом венчурного ринку, а не держава [41].

Венчурні компанії є професійними фінансовими менеджерами для стартапів. Венчурні компанії шукають, досліджують та перевіряють інвестиційні проекти, формулюють інвестиційні плани, контролюють, управляють та надають необхідну допомогу компаніям, а також виводять інвестиції у відповідний час та розподіляють реалізований прибуток інвесторам.

Ми маємо поступово змінити суб'єкт венчурного ринку з держави на інститути венчурного капіталу, щоб сформувати ринок венчурного капіталу, керованого приватним сектором [42].

По-четверте, вихід венчурного інвестування та реалізація прибутку ускладнені. В даний час у Китаї, як і раніше, немає зручних шляхів виходу венчурного інвестування, що в основному проявляється в наступних аспектах:

- високий поріг для лістингу на ринку A-share main board;
- відсутність надійного ринку торгівлі правами власності;

Ринок growth enterprise board (GEB), який спеціалізується на наданні зручного виходу для венчурних компаній, був створений у 2013 році, але оскільки поріг все ще надто високий, багато компаній пропустили відповідний час лістингу. Як результат, це призвело до збільшення витрат на вихід та ризиків для венчурних компаній. [100]

Наступний проблемний момент – бракує професійних талантів у сфері венчурного інвестування, і різні таланти не можуть бути ефективно об'єднані та розподілені. Венчурне інвестування – це особлива фінансова діяльність, яка охоплює дві основні галузі – науки та фінанси. Воно включає безліч дисциплін, таких як інвестиції, управління, аудит і високі технології. [43]

Венчурні капіталісти повинні бути висококваліфікованими фахівцями, які розуміються як на технічній теорії, так і на управлінських інноваціях;

розбираються як у виробничих операціях, так і в управлінні капіталом; і добре розуміються на правилах міжнародного венчурного інвестування. Високоякісні венчурні капіталісти – це душа венчурного інвестування, і це те, що Китаю найбільше не вистачає.

Внаслідок проведеного дослідження можемо запропонувати такі рішення:

(1) Створення інноваційної організаційної системи та утворення талантів венчурного інвестування.

Порівняно з іншими корпоративними організаційними формами фірма Товариства з обмеженою відповідальністю може ефективно знизити операційні витрати та агентські витрати, а також ефективно знизити агентські ризики.

Слід використовувати різні методи для навчання та залучення талантів, і на цій основі слід удосконалити механізм стимулювання та стримування.

(2) Збільшення загального обсягу венчурного інвестування та розвиток диверсифікованих суб'єктів ринку.

На основі успішного зарубіжного досвіду та тенденцій розвитку Китаю, джерела венчурних фондів можуть бути розширені за рахунок інституційних інвесторів, великих вітчизняних підприємств, приватного капіталу та державних фондів.[44]

(3) Створення інвестиційних механізмів для диверсифікації ризиків

Ризики можуть бути диверсифіковані таким чином: інвестування в підприємства на різних етапах, портфельні інвестиції, спільні інвестиції, контрактні обмеження, управлінські консультації та суворе виконання бізнес-планів.

(4) Вдосконалити відповідну правову систему

Внести зміни до "Закону про партнерство", щоб чітко вказати, що форма товариства з обмеженою відповідальністю є важливою організаційною формою корпоративного партнерства в Китаї. уточнити обмеження, законні

права партнерів; внести зміни до "Закону про комерційні банки", "Закону про страхування", "Заходи з управління пенсійними фондами". Послаблення інвестиційного обмеження для інституційних інвесторів, дозволяючи їм помірно брати участь у венчурному інвестуванні.[45]

Таким чином, в Китаї існують такі недоліки ринку венчурного інвестування: організаційна форма венчурного капіталу обмежена через політику та закони Китаю; масштаб венчурного капіталу невеликий, джерело і канал венчурного капіталу дещо єдині; неправильний суб'єкт венчурного капіталу; вихід венчурного інвестування та реалізація прибутку ускладнені; не вистачає професійних талантів у сфері венчурного інвестування.

Існують наступні рішення: створення інноваційної організаційної системи та освіта талантів венчурного інвестування; збільшення загального обсягу венчурного інвестування та розвиток диверсифікованих суб'єктів ринку; створення інвестиційних механізмів для диверсифікації ризиків; удосконалювати відповідну правову систему.

### **3.2 Рекомендації на запобігання неефективній інвестованій поведінці**

В процесі дослідження ринку венчурного інвестуванні в Китаї ми сформулювали наступні рекомендації стосовно запобігання неефективного інвестування:

#### **1. Рекомендації на урядовому рівні**

Венчурне інвестування має відігравати активну роль у сприянні розвитку високотехнологічних галузей та економічного зростання.

З одного боку, уряд має продовжувати збільшувати бюджет у фундаментальну науку, а з іншого, він має спрямовувати венчурний капітал на участь у розвитку фармацевтичної, нової енергетики, штучного інтелекту та

високотехнологічних інтелектуальних виробничих галузей за допомогою різних стратегій та заходів. Направляти венчурне інвестування на стартапи, щоб допомагати вирішувати проблеми з неефективними інвестуваннями.

По-друге, потрібно покращувати відповідне політичне середовище для ринку венчурного інвестування, заохочувати венчурний капітал збільшувати свою частку в компаніях, краще контролювати старших менеджерів компанії та приборкувати їхню надмірну інвестиційну поведінку [46].

Щодо політики фінансування стартапів, з одного боку, необхідно сприяти фінансовій підтримці від банків та інших фінансових інститутів, з іншого боку, необхідно допомагати компаніям залучати низки інститутів венчурного капіталу, знижувати рівень інформаційної асиметрії між компаніями і зовнішніми інвесторами і полегшувати їх труднощі із зовнішнім фінансуванням [47].

Зрештою, потрібно продовжувати сприяти створенню багаторівневого ринку капіталу та подальшої оптимізації методів участі та виходу венчурного капіталу. Рекомендується додатково оптимізувати процес випуску IPO в A-shares, провести пілотний CDR та прискорити впровадження нового board з науково-технічних інновацій, щоб створити більш диверсифіковані варіанти виходу венчурних капіталів.

## 2. Рекомендації на рівні компанії

По-перше, стартапи повинні покладатися лише на наглядову роль інститутів венчурного інвестування. Вони мають самі виявити недоліки власної системи управління та операційної системи компанії.[48] Стартапи можуть посилити наглядовий ефект старших менеджерів, пом'якшувати конфлікт принципала-агента та знижувати агентські витрати шляхом покращення корпоративної культури, стандартизації механізму внутрішнього нагляду компанії.

По-друге, стартапи мають підвищити якість розкриття інформації та прозорість інформації про компанії.[49] Розкриття інформації є важливим

каналом для зовнішніх інвесторів задля отримання відповідної інформації про компанію. Тому підвищення якості розкриття інформації може знизити ступінь інформаційної асиметрії між компанією та інвесторами, тим самим знизити недовіру інвесторів до компаній, але також посилити наглядову роль акціонерів компанії над керівництвом, що знизить обмеження на фінансування компанії та витрати на фінансування [61].

По-третє, компанії повинні звертати увагу на очікувану частку акції та якість інформаційної мережі при виборі венчурного капіталу. І повинні навчати та мотивувати професійні таланти у галузі венчурного інвестування [50]. Наприклад, потрібно організувати навчання для професійних талантів венчурного інвестування та впровадити механізм стимулювання для заохочення безперервних інновацій у галузі венчурного інвестування [51].

Таким чином, у нас є наступні рекомендації на запобігання неефективній інвестованій поведінці:

- на державному рівні: венчурне інвестування має відігравати активну роль у сприянні розвитку високотехнологічних галузей та економічного зростання [52]. Необхідно покращувати відповідне політичне середовище на ринку венчурного інвестування [53]. Необхідно продовжувати сприяти створенню багаторівневого ринку капіталу та подальшої оптимізації способів участі та виходу венчурного капіталу.
- на рівні підприємства: стартапи повинні самі виявити недоліки власної системи управління та операційної системи компанії. Стартапи повинні підвищити якість розкриття інформації та підвищити прозорість інформації про компанію. Стартапи повинні звертати увагу на очікувану частку акції та якість інформаційної мережі під час вибору венчурного капіталу [54].

## ВИСНОВКИ ТА РЕКОМЕНДАЦІЇ

На підставі проведеного дослідження впливу венчурного інвестування на інвестиційну діяльність корпорацій було зроблено відповідні висновки.

Венчурне інвестування це - капітал вкладників, призначений для фінансування нових підприємств, що ростуть або борються за місце на ринку підприємств і фірм (стартапів) і тому пов'язаний з високим або відносно високим ступенем ризику; довгострокові інвестиції, вкладені в ризиковані цінні папери або підприємства, для отримання високого прибутку.

Виділяють чотири типи венчурного інвестування в залежності від джерел його походження та напрямків інвестування: початковий капітал, стартові фонди, капітал розвитку и венчурний капітал злиття та поглинання.

Типове венчурне інвестування можна розділити приблизно на сім етапів, а саме: створення фонду для пошуку інвестиційних можливостей; вибір проекту, залучення венчурного капіталу для інвестицій, вибір проекту, аналіз ризиків, оцінка та укладення договору, співпраця та спільна робота, вихід.

Існують 4 теорії впливу венчурного інвестування на компанію. Теорія «принципал-агент», Теорія асиметричної, гіпотеза про вільне грошове, гіпотеза про фінансові обмеження.

Втручання венчурного капіталу може придушити надмірну інвестиційну поведінку компаній. Компанії, які мають інвестиції від венчурного капіталу, повинні мати більше можливостей для вирішення дилеми недостатніх інвестицій, спричинених нестачею коштів.

Венчурний капітал позитивно впливає на недооцінку IPO, при недостатній інформації венчурні капіталісти не можуть правильно оцінити реальну ціну компанії. В результаті вони запропонують низьку ціну випуску та призведуть до заниження цін.

Незважаючи на регулюючий тиск з боку уряду Пекіна, укладання венчурних угод у Великому Китаї протягом 2021 року продемонструвало стійкість, активність венчурних угод залишається високою.

Існують такі недоліки ринку венчурного інвестування у Китаї: Організаційна форма венчурного капіталу обмежена через політику та закони Китаю. Масштаб венчурного капіталу невеликий, джерело та канал венчурного капіталу відносно єдині. Неправильний суб'єкт венчурного капіталу. Вихід венчурного інвестування та реалізація прибутку ускладнені. Бракує професійних талантів у сфері венчурного інвестування, і різні таланти не можуть бути ефективно об'єднані та розподілені.

Для вирішення вказаної проблеми пропонуємо такі рішення: створення інноваційної організаційної системи та утворення талантів венчурного інвестування, збільшення загального обсягу венчурного інвестування та розвиток диверсифікованих суб'єктів ринку, створення інвестиційних механізмів для диверсифікації ризиків. Вдосконалити відповідну правову систему.

Щодо запобігання неефективній інвестованій поведінці можемо надати такі рекомендації на урядовому рівні: венчурне інвестування має відігравати активну роль у сприянні розвитку високотехнологічних галузей та економічного зростання, потрібно покращувати відповідне політичне середовище для ринку венчурного інвестування. Зрештою, потрібно продовжувати сприяти створенню багаторівневого ринку капіталу та подальшої оптимізації методів участі та виходу венчурного капіталу.

На рівні підприємства: стартапи повинні самі виявити недоліки власної системи управління та операційної системи компанії. Стартапи повинні підвищити якість розкриття інформації та підвищити прозорість інформації про компанії. Стартапи повинні звертати увагу на очікувану частку акції та якість інформаційної мережі під час вибору венчурного капіталу.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Baker Malcolm , Jeremy Stein, Jeffrey Wurgler. “When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity in Dependent Firms”, *Quarterly Journal of Economics*. 2003. Vol.118. No. 3. P. 969–1005.
2. Barry Christopher B. , Chris J. , Muscarella John W. , Peavy III Michael , R. Vetsuypens. “The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going-public Process”. *Journal of Financial Economics*. 1990.Vol. 27. Issue 2. P. 447–471.
3. Bottazzi Laura , Marco Da Rin, Thomas Hellmann. “Who are the Active Investors? Evidence from Venture Capital”. *Journal of Financial Economic*. 2008.Vol. 89. Issue 3. P.488–512.
4. Brander James A. , Raphael Amit , Werner Antweiler. “Venture-capital Syndication: Improved Venture Selection vs. the Venture-added Hypothesis”. *Journal of Economics and Management Strategy*.2002. Vol. 11. Issue 3. P. 423–452.
5. Seed Capital in China. URL: <https://www.simuwang.com/news/show-423-228408.html> (дата звернення: 13.05.2022). P.1-2  
<https://www.simuwang.com/news/show-423-228408.html>
6. Cumming Douglas , Na Dai. “Local Bias in Venture Capital Investments”. *Journal of Empirical Finance*. 2010. Vol. 17. Issue 3. P. 326—380.
7. Ellison , G. ,D. Fudenberg. “Word-of-mouth Communication and Social Learning”. *Quarterly Journal of Economics*. 1995. Vol. 110. Issue 1. P.93—125.
8. Hall Bronwyn H. , Adam Jaffe , Manuel Trajtenberg. “Market Value and Patent Citations”. *RAND Journal of Economic*. 2005. Vol. 36. No. 1. P.16—38.
9. Hellmann Thomas, Manju Puri. “Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence”. *Journal of Finance*. 2002. Vol. 57. Issue

1. P.169—197.
10. Hochberg Yeal V. , Alexander Ljungqvist, Yang Lu. “Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance”. *Journal of Finance*. 2007. Vol. 62. Issue 1. P.251—301.
11. Jensen Michael C. “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”. *American Economic Review*. 1986. Vol. 76, No. 2, P.323—329.
12. Kaplan Steven N, Per Strmberg. “Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts”. *Review of Economic Studies*. 2003. Vol. 70, No. 2. P. 281—315.
- 13.Цзян Л. 《金融学》(Финансы).2007. С.247.
- 14.Чжан С.В, 《中国资本市场投资词典》(Словарь рынка китайского инвестирования) .2014. С.103.
- 15.Чжан Д.С, 《中国外汇市场金融工具配置》(Китайский рынок Форекса и инструменты).2002. С.282.
16. Kortum Samuel , Josh Lerner. “Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation”. *RAND Journal of Economics*. 2000. Vol. 31. No. 4. P.674—692.
17. Ljungqvist A, Hochberg Y V, Lu Y. Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance. *Social Science Electronic Publishing*.2007. Vol.1. P.251-301.
18. Nahata R. Venture Capital Reputation and Investment Performance. *Journal of Financial Economics*. 2008. Vol.2.P.127-151.
19. Ning C, Xing H E. Can Social Networks Improve the Value-added Effect of VC? Based on the Relationship of Venture Capital Networks and Investment Efficiency. *Journal of Financial Research*. 2015.P.15-34.
20. Kindleberger.C, Aliber R. Manias. Panics, and Crashes. *A History of Financial Crises*, New York, 1978. P. 355.
21. Richardson S A. Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting*

*Studies*. 2006.P.159-189.

22. Lerner Josh. Venture Capitalists and the Decision to Go Public. *Journal of Financial Economic*. 1994. Vol. 35. Issue 3. P. 293—316.

23. Lerner Josh. Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. *Journal of Finance*. 1995. Vol. 50. No. 1.P.301—318.

24. Ломакин В.К. Мировая экономика. М.: ЮНИТИ-ДАНА.2007. С.29.

25. Malmendier U.,G Tate. CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance*. 2005. Vol. 60, Issue 6, P. 2661—2700.

26. Megginson William L. , Kathleen A Weiss. Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings. *Journal of Finance*. 1991. Vol. 46. No. 3. P. 879—903.

27. Modigliani Franco, Merton H Miller. The Cost of Capital , Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 1958. Vol. 48. No. 3. P. 261—297.

28. Myers Stewart C. ,Nicholas S. Majluf. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have . *Journal of Financial Economics*. 1984. Vol. 13. Issue 2. P. 187—221.

29. Nahata Rajarishi. Venture Capital Reputation and Investment Performance. *Journal of Financial Economics*. 2008. Vol. 90. Issue 2. P.127—151.

30. Richardson Scott. Over-investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*. 2006.Vol. 11. No. 2. P.159—189.

31. Андреюк Н.В. Венчурне фінансування як фактор зростання інноваційності підприємств малого бізнесу / Н.В. Андреюк, Л.А. Мартинюк, В.Л. Буняк // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. 2009. С. 162-165.

32. Бузаджи І.О., Венчурний капітал як джерело фінансування інвестиційних проєктів, Харківський національний університет радіоелектроніки, 2011.С.15-21.

33. Гладких И.В. Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций за 2005 год // СПб., РАВИ .2006. С. 110.
- 34.Дюгованець О.М. Особливості венчурного інвестування/ О.М. Дюгованець // Науковий вісник Ужгородського університету. – 2011.– Спецвипуск 33, частина 2. – С. 70-73.
35. Rosenbusch N, Brinckmann J, Verena Müller. Does acquiring venture capital pay off for the funded firms? A meta-analysis on the relationship between venture capital investment and funded firm financial performance. *Journal of Business Venturing*. 2013. Vol.3.P.335-353.
36. Sahlman W A. The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*. 1990. Vol.2.P.473-521.
37. Sapienza H J, Gupta A K. Impact of Agency Risks and Task Uncertainty on Venture Capitalist–CEO Interaction. *Academy of Management Journal*. 1994.Vol.6.P.1618-1632.
38. Кузнецова І.С. Інститут венчурних інвестицій: стан та перспективи розвитку в Україні / І.С. Кузнецова // Наука та інновації. – 2008. – № 1, Т. 4. – С. 87–95.
39. Мертенс А. Венчурные фонды и венчурные инвестиции как это работает .*Финансовый директор*. 2005. №1. С. 97–105.
40. Tian X. The Role of Venture Capital Syndication in Value Creation for Entrepreneurial Firms. *Review of Finance*.2012. Vol.16.P.245-283.
41. Чень Гунменг, Юй Синь, Коу Сянхе. 风险投资参与对中资企业首次公开发行折价的影响 (Вплив участі у венчурному капіталі на дисконт первинних публічних розміщень компаній, що фінансуються Китаєм). *经济研究 (економічні дослідження)*. 2011 .P.11-13.
42. Ху Цзяньпін, Цяньшендао. 钱多办“坏事”：自由现金流量与过度投资 (Занадто багато грошей, щоб робити "погані речі": вільний грошовий потік і надмірні інвестиції). *当代财经(сучасні фінанси)*.2007. P.46-51.

43. Цзян Фусю, Чжан Мін, Лу Чженфей, Чень Цайдун: 管理者过度自信、个体扩张与财务困境 (Надмірна самовпевненість менеджерів, особиста експансія і фінансові труднощі) .*经济研究(економічні дослідження)*.2009. P.51-55.
44. Цзян Фусю, І Чжихун, Су Фей, Хуан Лей: 管理者背景特征与企业过度投资行为(Фонові характеристики менеджерів і надмірна інвестиційна поведінка підприємств). *管理世界(керувати світом)*.2009. P.71-73.
45. Цзян Дуншен: 过度投资与企业价值(Надмірні інвестиції та корпоративна цінність).*管理世界(керувати світом)*.2011. P.56-59.
46. Цянь Пін, Чжан Вей: 我国创业投资的回报率及其影响因素 (Норма прибутковості венчурних інвестицій в нашій країні і впливають на неї фактори). *经济研究(економічні дослідження)*.2007. P.8-10.
47. Синь Цинцюань, Лінь Бінь, Ван Яньчао: 政府控制、经理薪酬与资本投资 (Державний контроль, винагорода менеджерів та капіталовкладення). *经济研究(економічні дослідження)*.2007. P.35-39.
48. У Чаопен, У Шинонг, Чен Цзінья, Ван Лу: 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究 (Емпіричне дослідження впливу венчурного капіталу на інвестиційну та фінансову поведінку компаній, що котируються на біржі).*经济研究(економічні дослідження)*.2012.P.26-36.
49. Пін Синь Цяо. 募股权与治理权价值 (Цінність залучення акціонерного капіталу та прав на управління). *经济学动态(Економіка Динаміка)*.2011. P.5-16
50. Тан І. 风险投资与创新(Венчурний капітал та інновації). 上海交通大学出版社.2015. P.36-43.
51. Хуан Фугуан, Пен Тао, Тянь Ліхуей. 风险资本对创业企业投资行为的影响 (Вплив венчурних компаній на інвестиційну поведінку стартапів). *金融研究(фінансові дослідження)*.2013. P.61-67.
52. У Чаопен, У Шинонг, Чен Цзінья, Ван Лу. 风险投资对上市公司投 融资行

- 为影响的实证研究(Емпіричне дослідження впливу венчурного капіталу на інвестиційну та фінансову поведінку компаній, що котируються на біржі). *经济研究(економічні дослідження)*. 2012. Р.11-15.
53. Ван Шенмін, Цзен Ен. 风险投资企业控制权和现金流权配置的研究 (Дослідження з контролю над компаніями з венчурним капіталом і розподілу прав на грошові потоки). *金融学季刊(Фінансовий кварталний)*. 2008. Р.51-64.
54. Ян Юнь, Цзоу Чжэнь. 风险投资公司对创业企业投资行为的影响 (Вплив венчурних компаній на інвестиційну поведінку стартапів). *金融发展研究(Дослідження фінансового розвитку)*. 2017 .Р.15-19.
55. Вишневський В.П. Почему Украина не инновационное государство: институциональный анализ. *Экономическая теория*. 2011. № 4. С. 88–92.
56. Михалків А. А., Косташ Т. В. Внутрішній контроль процесу господарювання: проблеми організації. *Економіка та держава*. № 1. С. 61–65.
57. Косташ Т. В. Михалків А. А. Місце управлінського обліку в системі інформаційного забезпечення менеджменту. *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука»*. Серія «Економічні науки». 2020. №5. Т.2. С. 51-58.
58. Серебров Є. Ю. Ініціативний аудит як ефективний метод управління підприємством. Актуальні проблеми економіки, обліку, фінансів і права: збірник тез доповідей міжнародної науково-практичної конференції (Полтава, 7 травня 2020 р.): у 10 ч. Полтава: ЦФЕНД, 2020. Ч. 3. 63 с. С.38-39.
59. Zhuoran Zh., Delas V. Venture capital and IPO underpricing in China. *International scientific journal "Internauka". Series: "Economic Sciences"*. .2021. №7. Р.11-15
60. Zhuoran Zh., Delas V. Influence of Venture Capital on IPO underpricing in China// *European Academic Science and Research*. 2021. No. XIII. P.8.
61. Любкіна О.В. Вплив фінансових інновацій на характер волатильності ринків фінансових активів. *Інвестиції: практика та досвід*. 2014. № 24 (грудень). С. 34-38.

62. European Private Equity and Venture Capital Association. URL: <https://www.eesc.europa.eu/en/policies/policy-areas/enterprise/database-self-and-co-regulation-initiatives/75> (дата звернення: 11.05.2022). Р.1-2.
63. Національна асоціація венчурного капіталу США. URL: <https://nvca.org/about-us/what-is-vc/> (дата звернення: 11.05.2022). Р.1-2.
64. Ніхтерлейн Дж. (Nuechterlein J.) International venture capital: The Role of Start-Up Financing in the United States, Europe, and Asia, U.S.A., NY, 2000, P. 1-5.
65. Дамянова Л. “Венчурний капітал як елемент інноваційної інфраструктури в Болгарії” // Економіка та математичні методи. 2002. № 3. С. 11
66. Tobin J. A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*. 1969.Vol.1.P.15-29.
67. Wei J, Zhang Y. Ownership structure, cash flow, and capital investment: Evidence from East Asian economies before the financial crisis. *Journal of Corporate Finance*. 2008. Vol.14.P.0-132.
68. Zheng Y, Xia J. Resource Dependence and Network Relations: A Test of Venture Capital Investment Termination in China. *Journal of Management Studies*, 2017.P.111-125.
69. Christopher B. Barry. The role of venture capital in the creation of public companies\*1: Evidence from the going-public process. *Journal of Financial Economics*. 1990. vol. 27. issue 2. P. 447-471.
70. Лі Яо. 我国创业板市场上风险投资的认证效应与市场力量 ( Сертифікаційний ефект і ринкова влада венчурних інвестицій на китайському ринку ) .*财经研究(фінансові дослідження)*.2015.P.5-8.
71. Richardson Scott Anthony. Over-investment of free cash flow. *Review of accounting studies*.2006.P.51-55.
72. Сяо Мін . 现金股利、内部现金流与投资效率 (Грошові дивіденди, внутрішній грошовий потік та ефективність інвестицій). *金融研究(фінансові дослідження)*.2010.Vol.10.P.13-20.

73. Liao M. Venture capital, corporate governance, and financial stability of IPO firms. *Emerging Markets Review*. 2014. P.19-33.
74. Greater China Venture Report. URL: <https://pitchbook.com/news/reports/h2-2021-greater-china-venture-report> (дата звернення: 12.05.2022).P.1-20.
75. Wu Chaopeng. Trust, Investment, and Business Contracting. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*. 2012.P.11-15.
76. Wind-постачальник фінансових даних та інструментів аналізу.URL: <https://www.wind.com.cn/NewSite/wft.html> (дата звернення: 12.05.2022).P.1-50
77. Wu Chaopeng. 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究(Емпіричне дослідження впливу венчурного капіталу на інвестиційну та фінансову поведінку компаній, що котируються на біржі). *经济研究(Економічні дослідження)*.2012.P.105-160.
78. Ishnan C.N.. Venture Capital Reputation, Post IPO Performance and Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2011. Vol. 05. P.1295-1333.
79. Guo D, Jiang K. Venture Capital Investment And The Performance Of Entrepreneurial Firms: Evidence From China. *Journal of Corporate Finance*. 2013. Vol.3. P. 375-395.
80. Bottazzi L. Who are the active investors?: Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics*. 2008. Vol. 3.P. 488-512.
81. Bertoni F. The Effect of Venture Capital Financing on the Sensitivity to Cash Flow of Firm's Investments. *European Financial Management*. 2010. Vol. 4. P. 528-551.
82. Цай Вейвей, Ху Чжіін, Хе Фен. 政治关系、风险投资与 IPO 机会——基于创业板申请上市公司的经验分析(Політичні відносини, венчурний капітал і можливості IPO-аналіз, заснований на досвіді подачі заявок на лістинг компаній на GEM). *财经研究(Фінансові дослідження)*. 2013. Vol. 05. P.51-61.

83. Хуан Фугуан, Пен Тао, Тянь Ліхуей. 风险资本对创业企业投资行为的影响 (Вплив венчурного капіталу на інвестиційну поведінку стартапів). *财经研究 (Фінансові дослідження)*. 2013. Vol. 08. P.180-191.
84. Лі Синь. 股权结构、自由现金流与企业过度投资——基于中国上市公司的实证研究 (Структура акціонерного капіталу, Вільний грошовий потік і корпоративні надмірні інвестиції-Емпіричне дослідження, засноване на китайських компаніях, що котируються на біржі). *新疆社会科学(Соціальні науки Сіньцзяну)*. 2008. Vol. 01. P.33-38.
85. Лю Куйфу, Мао Нін. 风险投资会提高新创公司的董事会社会资本吗?( Чи збільшить венчурний капітал соціальний капітал ради директорів стартапів? Економіка та управління бізнесом). *商业经济与管理(Економіка та управління бізнесом)*. 2016. Vol. 10. P. 45-56.
86. Пен Тао, Хуан Фугуан, Сюн Лін'юнь. 地理邻近对风险资本参与公司治理的影响 (Вплив географічної близькості на участь венчурного капіталу в корпоративному управлінні). *管理科学(Наука управління)*. 2015. Vol. 04. P.46-58.
87. Пен Тао, Хуан Фугуан, Лі Шаоюй. 风险资本对企业代理成本的影响: 公司治理的视角(Вплив венчурного капіталу на витрати корпоративного агентства: перспективи корпоративного управління). *管理科学(Наука управління)*. 2018. Vol. 04. P. 62-78.
88. Цянь Пін, Чжан Вей. 我国创业投资的回报率及其影响因素 (Норма прибутковості венчурних інвестицій в нашій країні і впливають на неї фактори). *财经研究(Фінансові дослідження)*. 2007. Vol. 05. P. 79-91.
89. Цинь Лохань, Чжен Цзяньмін. PE 入股与 IPO 前后盈余管理行为——来自创业板上市公司的证据(Поведінка акціонерів PE і надлишкового менеджменту

- до і після IPO-дані компаній, що котируються на біржі GEM). *经济与管理研究 (Економічні та управлінські дослідження)*. 2016. Vol. 03. P.137-144.
90. Чжоу Чжуаньмэй. 风险资本、公司治理与融资效率 (Венчурний капітал, Корпоративне управління та ефективність фінансування). *审计与理财 (Аудит і фінансове управління)*. 2016. Vol.03. P. 36- 38.
91. Чжоу Чуньмей. 国有上市公司投资行为异化：投资过度抑或投资不足——基于政府干预角度的实证研究 (Відчуження інвестиційної поведінки державних компаній, що котируються на біржі: надмірні або недостатні інвестиції-Емпіричне дослідження, засноване на перспективі державного втручання). *宏观经济研究 (Макроекономічні дослідження)*. 2011. Vol.11. P.59-106.
92. Чжен Цзюньцзюнь, Хань Сяо, Цзоу Цзусю. IPO 市场中风险投资家策略的演化博弈分析 (Еволюційний ігровий аналіз стратегій венчурного капіталіста на ринку IPO). *管理科学学报 (Журнал науки про управління)*. 2012. Vol.2. P.11-25.
93. Инь Гоцзюнь, Се Чжисянь. 我国风险投资的创新创业友好度及其对策分析 (Аналіз сприятливості венчурного капіталу для інновацій та підприємництва в нашій країні та його протидії). *生产力研究 (Дослідження продуктивності)*. 2018. Vol.12. P.9-18.
94. Сюй Хао Ван Дифан, Сюй Цзінь. 风险投资背景、持股比例与初创企业研发投入 (Досвід роботи з венчурним капіталом, співвідношення частки участі та інвестиції в НДДКР стартапів). *科学研究 (Наукові дослідження)*. 2015. Vol.10. P. 1547-1554.
95. Сюй Чансінь, Сон Мін. 风险投资中资本与技术的博弈 (Гра капіталу і технологій у венчурному капіталі). *财经研究 (Фінансові дослідження)*. 2003. Vol.11. P. 56-60.

96. Ван Яньчао. 融资约束、现金持有与过度投资(Фінансові труднощі, запаси готівки та надмірні інвестиції). *财经研究(Фінансові дослідження)*. 2009. Vol.1. P.121-133.
97. Тун Пан, Лу Чжэнфэй. 负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据(Боргове фінансування, джерела боргу та корпоративна інвестиційна поведінка-емпіричні дані китайських компаній, зареєстрованих на біржі). *经济研究(Економічні дослідження)*. 2005. Vol.5.P. 75-126.
98. Тан Сюэсун, Чжоу Сяосу, Ма Рудзин. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究 (Емпіричне дослідження надмірної інвестиційної поведінки компаній, зареєстрованих на біржі, і механізму їх обмеження). *会计研究(Бухгалтерські дослідження)*. 2007. Vol. 07. P. 46-98.
99. Цюй Венъчжоу, Се Ялу, Е Юмей. 信息不对称、融资约束与投资—现金流敏感性-基于市场微观结构理论的实证研究(Інформаційна асиметрія, фінансові обмеження та інвестиції-чутливість до грошових потоків-Емпіричне дослідження, засноване на теорії мікроструктури ринку). *经济研究(Економічні дослідження)*. 2011. Vol.2. P. 106-118.
100. Лю Венъся, Сюй Хун. 风险投资中的风险识别(Ідентифікація ризиків у венчурному капіталі). *经济研究(Економічні дослідження)*. 2005. Vol.1. P. 37-42.