

ні і виробничі підприємства, впроваджуючи результати науково-практичних досліджень та розробок у промисловість, технопарки забезпечують технологічне оновлення економіки нашої країни, прискорене зростання обсягів виробництва, зміцнення національної конкурентоспроможності та підвищення експортного потенціалу. І якщо Україна дійсно обрала курс на інноваційну економіку, то технопарки мають стати базовими компонентами розбудови.

Література

1. Дацій О.І. Розвиток ринку інновацій в Україні // Соціально – економічні та аграрні трансформації в Україні і Польщі в контексті Європейської інтеграції. Зб.наук. праць – НАН України. Об'єднаний інститут економіки: Ред. кол. В.М. Трегубчук (відп. ред.) та інші. – К.: 2004. – С. 46 – 52.

2. Корецький М.Х. Інтенсивність

інноваційних процесів у народному господарстві // Соціально – економічні та аграрні трансформації в Україні і Польщі в контексті Європейської інтеграції. Зб.наук. праць – НАН України. Об'єднаний інститут економіки: Ред. кол. В.М. Трегубчук (відп. ред.) та інші. – К.: 2004. – С. 40 – 45.

3. Корецький М.Х., Дацій О.І., Огаренко В.М. Інноваційно – інвестиційний вектор діяльності підприємств // Сб. научн. трудов ученых России и Украины „ Проблемы экономики переходного общества”. – Запорожье: Гуманитарный университет „ЗИГМУ”. -2004. – с. 248 – 250.

4. Гринев В.Ф. Инновационный менеджмент. – К.: МАУП. 2000 – 142 с.

5. Крупка М.І. Фінансово – кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України. – Львів.: Видавничий центр ЛНУ ім. І.Франка. 2001 – 608 с.

Статья поступила в редакцию 05.07.2005

І.С. ГРОЗНИЙ,

Макіївський економіко-гуманітарний інститут

МОДЕЛЬ ВЗАЄМОДІЇ ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛІСТА І ПІДПРИЄМЦЯ НА ІННОВАЦІЙНОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

Основна умова одержання компанією інвестицій - заможність бізнес-ідеї і можливості менеджменту компанії для втілення її в прибутковому виробництві. Оцінка проекту виробляється на основі бізнес-плану, у виді резюме проекту, що надається венчурному капіталісту для попереднього аналізу.

Особливості поведінки венчурного капіталіста в тому, що тільки в рідких випадках його можуть зацікавити дивіденди, такий підхід типовий для фінансових холдингів, але не для венчурних фондів. Насамперед, фонд цікавить ціна придбаних їм акцій, точніше, приріст цієї ціни.

У центрі будь-якого інвестиційного проекту завжди знаходиться підприємець.

Він спілкується ні з деяким знеособленим "венчурним капіталістом", а з таким же, як і він сам, підприємцем, що керує венчурним фондом. В основі цього бізнесу в більшому ступені, чим будь-де, ще лежать людські відносини. Взаємини між двома підприємцями на сленгу, прийнятому в середовищі венчурних капіталістів, називаються "people chemistry" (букв. "людська хімія"). Угода між цими людьми будується за принципом "виграш-виграш". Особиста симпатія і спільність поглядів на подальший розвиток бізнесу інвестора і підприємця при цьому мають навряд чи не більше значення, чим висновки, отримані в ході фінансового чи ринкового аналізу.

© І.С. Грозний, 2005

В Україні лише формуються умови для розвитку венчурного капіталу, тому нечисленними, в силу своєї складності та суперечності, є дослідження українських економістів теоретично-методологічних проблем становлення та адаптації венчурного фінансування інноваційної діяльності в умовах перехідної економіки.

А більшість досліджень західних вчених акцентує увагу на проблемах конкретної вартісної оцінки венчурного фінансування. Більш важливим є обґрунтоване розуміння основних рис венчурного капіталу, його комплексного широкого впливу на процес фінансування інноваційної діяльності та його взаємодії з підприємствами на ринку інновацій, що сприяє економічному розвитку України як високо розвинутої держави.

В цілому зазначені проблеми залишаються недостатньо вивченими як в українській, так і в світовій науці.

Слід зважати на те, що венчурний капітал як явище ринкової економіки, що виникло в період суттєвих якісних змін у механізмах її відтворення, багато в чому знаходиться ще в стані формування. Через це багато аспектів проблеми розвитку венчурного капіталу та його взаємодії з підприємствами на ринку інновацій потребують подальшого дослідження.

Існує безліч визначень того, що таке венчурне фінансування, але усі вони так чи інакше зводяться до його функціональної задачі: сприяти росту конкретного бізнесу шляхом надання визначеної суми коштів в обмін на частку в статутному капіталі чи деякий пакет акцій.

На думку Пікуліної Н. - венчурне фінансування являє собою форму прояву венчурного капіталу, що утворює нову форму переплетіння капіталів в інноваційному процесі у вигляді венчурного фінансування [1, с. 12].

Тому метою статті є теоретичне обґрунтування необхідності взаємодії венчурного капіталіста і підприємця, та пропозиція моделі цієї взаємодії на інноваційному ринку України.

Російський дослідник Коршун О.В.

вважає, що у разі венчурного фінансування необхідні кошти можуть надаватися під перспективний проект, без будь-яких гарантій, тільки йде розподіл усієї відповідальності і фінансового ризику разом з підприємцем [2, с. 121].

Венчурний капіталіст, який керує фондом чи компанією, не вкладає власні кошти в компанію, акції яких він здобуває. Венчурний капіталіст - це посередник між синдикованими (колективними) інвесторами і підприємцем. У цьому полягає одна із самих принципових особливостей цього типу інвестування. З одного боку, венчурний капіталіст самостійно приймає рішення про вибір того чи іншого об'єкта для внесення інвестицій, бере участь у роботі ради директорів і всіляко сприяє росту і розширенню бізнесу цієї компанії. З іншого боку - остаточне рішення про виробництво інвестицій приймає інвестиційний комітет, що представляє інтереси інвесторів. В остаточному підсумку одержуваний венчурним інвестором прибуток належить інвесторам, а не йому особисто. Він має право розраховувати тільки на частину цього прибутку.

Аналіз стану світового ринку венчурного капіталу свідчить про те, що, як і на будь-якому продуктовому ринку, зміни в пропозиції капіталу і попиті на нього впливають на активність даного ринку, яка виражається кількістю проектів і обсягами венчурного інвестування. Ці ж зміни є причиною коливань прибутковості венчурних інвестицій. На рис. 1. показана динаміка показників активності на міжнародному ринку IPO [3].

Як видно з графіків на рис. 1, останнім часом в світі чітко простежується тенденція до зниження активності венчурного фінансування. Більшість фондових ринків була закрыта для IPO. Підвищення активності на ринку IPO в останньому кварталі 2003 р. і першому кварталі 2004 р. вказує на відновлення довіри інвесторів. За цей період було зареєстровано 639 IPO на загальну суму 53 млрд. дол. США проти 332 IPO на суму 23 млрд. дол. США за попередні шість місяців.

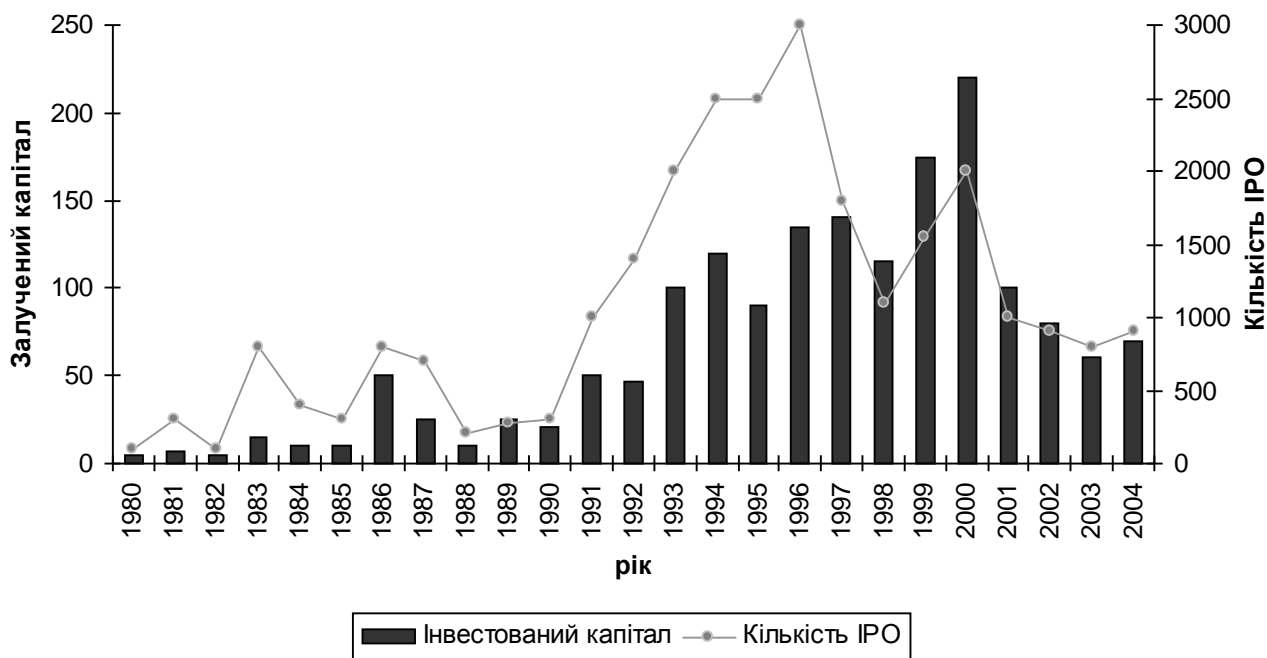


Рисунок 1. Динаміка показників активності на міжнародному ринку IPO

В даний час прогнозується новий виток розвитку даного ринку.

Пропозиція венчурного капіталу визначається бажанням інвесторів надати кошти для фінансування венчурних проєктів. Таке бажання, у свою чергу, залежить від очікуваного рівня прибутковості вен-

чурних інвестицій порівняно з альтернативними способами використання капіталу. Очікуване зростання прибутковості інвестицій – зсув по вертикальній осі вгору (рис. 2) – викликає зростання пропозиції інвестиційних ресурсів – зсув праворуч по горизонтальній осі [4, с. 86].

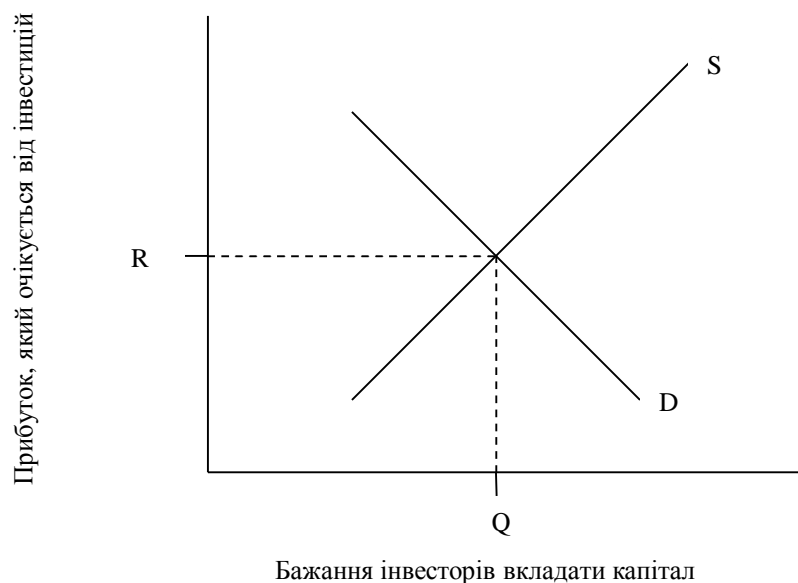


Рисунок 2. Рівноважний стан на ринку венчурного капіталу

Кількість підприємців, які ведуть пошук коштів венчурних фондів і інвесторів, визначає попит на капітал. Попит також має тенденцію до зміни. Він багато в чому залежить від змін в очікуваній прибутковості інвестицій. Із зростанням прибутковості венчурних інвестицій, яке, справедливо чи ні, сприймається інвесторами як об'єктивна реальність, все менш підприємницьких фірм і запропонованих ними проектів спроможні забезпечити порогові значення прибутковості, що склалася.

Попит починає знижуватися. Пояснюється це тим, що більш висока прибутковість інвестицій припускає більш високу винагороду для венчурного інвестора за наданий ним капітал і чим вище ставка, тим менше інноваційних проектів можливо ним забезпечити.

Рівноважна кількість капіталу, який пропонується для інвестування у венчурні проекти, визначається точкою перетину ліній попиту (S) і пропозиції (D) (рис. 2). Інакше кажучи, рівноважний стан – це така кількість капіталу (Q), який призначений для венчурного фінансування, при якому може бути забезпечений певний рівень доходу (R).

Криві пропозиції і попиту не є фік-

сованими, наприклад, останні дослідження в галузі генної інженерії ведуть до зсуву кривої попиту праворуч.

Кількість пропонованого венчурного капіталу і прибутковість інвестицій не завжди можуть бути швидко приведені у відповідність, оскільки на відміну від продуктивних ринків, ринок венчурних інвестицій не здатний оперативно реагувати і змінювати кількість пропонованих фінансових коштів. Процес врівноваження попиту і пропозиції часто відбувається дуже повільно і нерівномірно, що спричиняє значну і тривалу диспропорцію. Коли ринок інвестицій все ж таки відреагує на зміну умов фінансування, то зсув в пропозиції може привести до перевищення рівноважної кількості капіталу і, як наслідок, виникнення різних проблем.

При аналізі подібних проблем на ринку венчурного капіталу, використовуючи теорію попиту і пропозиції, дуже важливо розрізняти довгострокові і короткострокові криві. Тоді як довгострокова крива (SL) може мати позитивний нахил, то короткострокова крива пропозиції (SS), як правило, знаходиться поряд з перпендикуляром до осі абсцис (рис. 3) [4, с. 87].

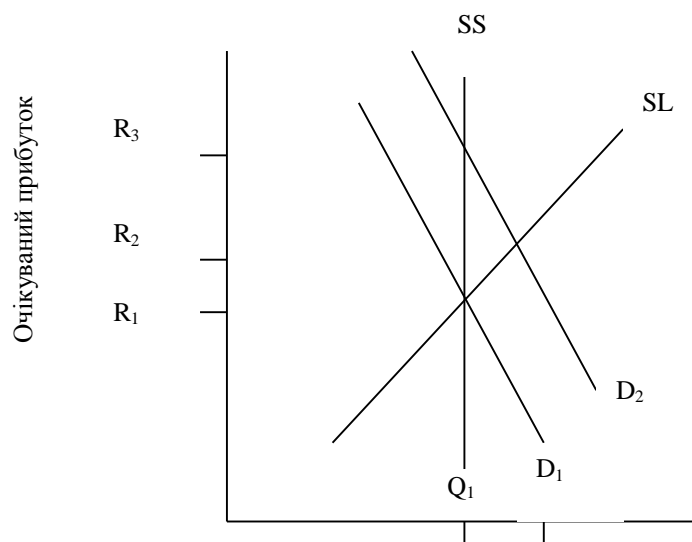


Рисунок 3. Зміна стану ринку венчурних інвестицій в результаті збільшення попиту на капітал

На рис. 3 графічно показаний вплив різкої позитивної зміни в попиті. Окрім того, існує різниця в реакції підприємств на такі зміни. Великі компанії, через їх інертність, повинні докласти величезних зусиль, щоб пристосуватися до нових технологічних умов. Водночас для великої кількості невеликих фірм такі зміни відкривають сприятливі можливості для нового, більш потужного розвитку. Таким чином, для будь-якого рівня прибутковості, який венчурний капіталіст вважає нормою, знайдеться багато охочих вкладати кошти.

У середньостроковій перспективі (до 1 року) обсяг венчурного капіталу збільшиться з Q_1 до Q_2 при одночасному підвищенні прибутковості капіталу з R_1 до R_2 . Не дивлячись на стійке зростання числа проінвестованих компаній при незмінному Q_2 , надходження від інвестицій стрибкоподібно підвищуватимуться до значення R_3 . Через деякий проміжок часу унаслідок регулювання венчурного капіталу на ринку норма прибутку почне спадати.

Лаг реагування венчурних капіталістів і фондів на ситуацію на ринку, викликану зміною попиту, обумовлений, принаймні, двома чинниками, – різновидом інвестиційних проектів і низькою інтенсивністю зворотного інформаційного потоку.

Успішна реалізація венчурного фінансування і завершення проекту зі створення і упровадження інноваційного продукту залежить від ефективності взаємодії основних учасників венчурного проекту – венчурного капіталіста (фінансового донора) і підприємця – "імітатора" або "акцептора" інновації. Природно, що переговори, які передують вкладенню коштів, повинні викликати довіру інвестора до підприємця.

На етапах зародження проекту підприємця готовий поступитися істотною часткою свого контролю над створюваною фірмою венчурному капіталісту. Після здійснення перших фінансових трансфер-

тів підприємець прагне ефективно використовувати залучені кошти і майже не надає уваги отриманню повного контролю над венчурною фірмою. З наближенням до моменту виходу венчурного капіталіста з проінвестованої фірми, посилюється бажання підприємця повернути собі всю повноту контролю над бізнесом.

Успішна реалізація венчурного фінансування і завершення проекту зі створення і упровадження інноваційного продукту залежить від ефективності взаємодії основних учасників венчурного проекту – венчурного капіталіста (фінансового донора) і підприємця – "імітатора" або "акцептора" інновації. Природно, що переговори, які передують вкладенню коштів, повинні викликати довіру інвестора до підприємця.

Венчурний інвестор потребує отримання права контролю, щоб забезпечити себе від ризику вірогідної відмови підприємця від управління фірмою або отримання ним особистої вигоди.

Одним зі способів вирішення цієї проблеми є первинне публічне розміщення акцій створеної венчурної фірми. На фондовому ринку для підприємця і венчурного капіталіста існують рівні можливості реалізувати свою мету. Венчурний капіталіст може вигідно продати приналежний йому пакет акцій у фірмі, а підприємець – розподілити великі частки власності між численними акціонерами, тим самим відновивши контроль над розпочатим ним свого часу бізнесом.

У країнах з нормально працюючою ринковою економікою емітент є стороною, зацікавленою в наданні венчурному інвестору максимального сприяння в дослідженні рівня інвестиційної привабливості. Емітент не може зробити ці дослідження за інвестора, тому що останній просто не повірить результатам такого аналізу. Однак емітент може і повинний надати інвесторам необхідну інформацію саме в тих формах, що будуть зручні різним категоріям інвесторів, а особливо венчурним, для проведення їхнього власного дослідження. Потрібно не просто розкрити інформацію, а професійно і чесно показати існуючі ри-

зики, слабкі і сильні сторони емітента.

Тільки при цієї умові можуть бути досягнуті основні три мети, що ставляться при реалізації програми взаємин з венчурними інвесторами:

§ переконання бажаного кола потенційних інвесторів у тім, що цінні папери даного емітента є для них привабливими;

§ досягнення найбільш сприятливої ціни цінних паперів;

§ створення сприятливого середовища для операцій з цінними паперами даного емітента і майбутніх капітальних вкладень;

§ створення сприятливого середовища для операцій з цінними паперами даного емітента і майбутніх капітальних вкладень.

На рис. 4 показані основні елементи процесів взаємодії учасників венчурного проекту.

Венчурні капіталісти є, у першу чергу, підприємцями і вже потім - фінансистами. Вони, як правило, вивчають кілька сотень інвестиційних можливостей у рік і вибирають трохи найбільш перспективних проектів. Вони відіграють активну роль у діяльності профінансованих фірм, беручи участь у поточному керуванні і стратегічному плануванні цих фірм. Вони не тільки фінансують, але "пестують" і "зрощують" фірми [5].

Сприяння встановлення плідних взаємовідносин між венчурними інвесторами і підприємцями є Investor Relations.

Investor Relations- це використання інформаційних каналів і публічної комунікаційної діяльності для досягнення необхідної відповідної реакції інвесторів. Як правило, необхідною відповідною реакцією є підвищення уваги інвесторів до цінних паперів даного емітента. Ця діяльність припускає осмислення стратегічного плану розвитку компанії і розуміння того, як емітент сприймається інвестиційним співтовариством.

В основі Investor Relations лежить заглиблений аналіз інвестиційних настроїв українського і загальносвітового венчур-

ного співтовариства і їхнє використання для реалізації потреб емітента.

Для взаємодії венчурного капіталу з підприємствами на ринку інновацій потрібно:

§ По-перше, у компанії повинен бути добре продуманий і якісно оформлений пакет документів, що розповідають про підприємство і його проекти, особливо важливо показати стратегію розвитку компанії. У цей пакет може входити річний звіт, брошура про компанію й інші документи. Дуже важливо, щоб ці документи були зроблені в єдиному змістовному стилі;

§ по-друге, компанія повинна бути добре підготовлена до проведення зустрічей із представниками українських і закордонних інвестиційних компаній, банків, фондів і т.д., тобто з інвестиційним співтовариством. Добре проведена зустріч з потенційними інвесторами здатна дати набагато більший ефект, чим вивчення стандартизованої інформації.

§ по-третє, робота емітента з інвестиційним співтовариством повинна супроводжуватися професійно підготовленою кампанією в засобах масової інформації.

Сукупність перерахованих дій при їхньому професійному виконанні здатна вирішити задачу встановлення нормальних відносин емітента з інвестиційним (венчурним) співтовариством і сформулювати імідж надійного об'єкта для інвестицій.

Аналізуючи вимоги венчурних капіталістів до проектів, які інвестуються, можна відзначити наступні тенденції в оцінках американських і європейських інвесторів.

Американські венчурні капіталісти шукають бізнес з наступними характеристиками:

§ високо прибутковий (чи потенційно прибутковий);

§ домінуючий у промисловості;

§ високе співвідношення ціни і прибутковості акцій;

§ наявність звітності про керування;

§ власні якості продукту зі стійкою конкурентною перевагою;

§ великий обсяг ринку.

Сфера інтересів учасників венчурного проекту

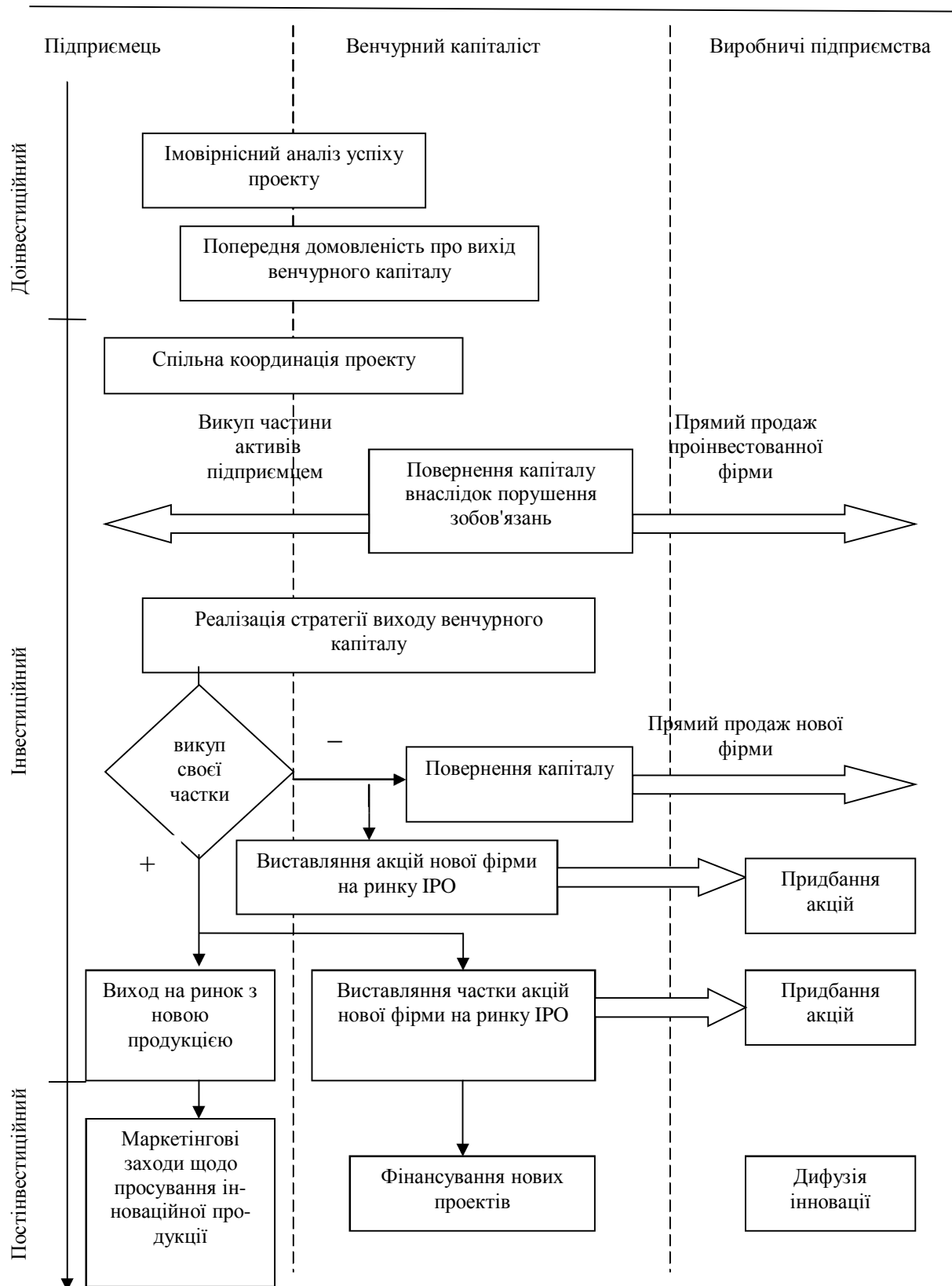


Рисунок 4. Основні елементи процесів взаємодії учасників венчурного проекту

Подібний список характеристик надається британськими венчурними капіталістами:

§ сильний і досвідчений менеджмент;

§ бачення і прагнення до стійкого росту;

§ великий потенційний ринок;

§ гарні ринкові можливості;

§ високі технології.

Говорячи про стимулювання активності підприємництва і залученні венчурних інвестицій, необхідно згадати:

§ підтримку політики сприяння малим підприємствам;

§ забезпечення фінансової підтримки;

§ реалізацію відповідних принципів оподаткування.

Важливо також відзначити значимість для фірм - реципієнтів інвестицій репутації венчурних капіталістів. Факт одержання інвестиції від них створює імідж для фірми: для неї відразу стають доступними інші послуги. "Венчурні юристи" погоджуються працювати майже безкоштовно, у надії на високий дохід у майбутньому. Бухгалтерські фірми працюють з новими малими фірмами за низькими розцінками. "Венчурні лендлорди" здають приміщення в оренду з великими знижками. І навіть традиційні банкіри підвищують кредитний рейтинг таких фірм. Навіть після того, як венчурний капіталіст продає свій пакет акцій, він продовжує відігравати активну роль у керуванні фірмою протягом багатьох літ.

Отже, крім капіталу, венчурні капіталісти, надають новим фірмам наступні послуги:

§ фінансові консультації;

§ консультації з питань корпоративної і маркетингової стратегії;

§ нові ідеї щодо розвитку фірми і протидія застою;

§ контакти й інформація про ринок;

§ підбор управлінського персоналу для фірми.

У венчурному бізнесі прийнята наступна класифікація компаній, що претендують на одержання інвестицій [6]:

§ Seed - (букв. - "компанія для посіву")

По суті, це - тільки проект чи бізнес-ідея, яку необхідно профінансувати для проведення додаткових досліджень чи створення пробних зразків продукції перед виходом на ринок.

§ Start up - (букв. - "тільки виникла компанія")

Недавно утворена компанія, що не має тривалої ринкової історії. Фінансування для таких компаній необхідно для проведення науково-дослідних робіт і початку продажів.

§ Early stage (початкова стадія)

Компанії, що мають готову продукцію і знаходяться на самій початковій стадії її комерційної реалізації. Такі компанії можуть не мати прибутку, і, крім того, можуть вимагати додаткового фінансування для завершення науково-дослідних робіт.

§ Expansion (розширення)

Компанії, яким необхідні додаткові вкладення для фінансування своєї діяльності. Інвестиції можуть бути використані ними для розширення обсягів виробництва і збуту, проведення додаткових маркетингових вишукувань, збільшення основних фондів чи робочого капіталу.

Крім перерахованих вище, інвестиції венчурних фондів і компаній можуть бути використані для:

§ Bridge financing (букв. - "наведення моста")

Цей тип фінансування призначений для компаній, утворених з приватних у відкриті акціонерні товариства, що намагаються зареєструвати свої акції на фондовій біржі.

§ Management Buy-Out (букв. - "викуп керуючими")

Інвестиції, надані керуючим і інвесторам існуючої компанії для придбання ними діючих виробництв чи бізнесу в цілому.

§ Management Buy-In (букв. - "викуп керуючими з боку")

Фінансові ресурси, надані венчурним інвестором керуючому чи групі сторонніх керуючих для придбання ними компанії.

§ Turnaround (букв. - "переворот")

Фінансування компаній, що мають ті чи інші проблеми у своїй торговій діяльності з метою знаходження стабільності і більш міцного фінансового положення.

§ Replacement Capital (букв. - "капітал, що може замінити") чи Secondary Purchase (букв. - "вторинна покупка")

Придбання акцій діючої компанії іншим венчурним інститутом чи іншим акціонером/акціонерами.

Сьогодні в Україні інвестиції здійснюються переважно в компанії першої групи. Останні п'ять типів фінансування практично не представлені на венчурному ринку.

Одна з найцікавіших особливостей організації ризикових капіталовкладень полягає в діючому механізмі поетапного фінансування нововведень. Поява такого механізму продиктована необхідністю залучення додаткових коштів по мірі освоєння того чи іншого нововведення та становлення інноваційної фірми. Разом з тим механізм поетапного фінансування дозволяє інвесторам знизити ступінь ризику шляхом розподілу витрат на різних стадіях

освоєння нововведень, а також дає можливість диференціювати розміри отриманого в кінцевому рахунку прибутку.

Механізм надання фінансових коштів включає систему моніторингу і контролю над діяльністю одержувача капіталу, координації ділової активності. Сфера управління взаємодіями учасників венчурного проекту представлена на рис. 5 [7].

Венчурний капітал, як джерело альтернативного фінансування, пред'являє свої особливі вимоги до об'єкта інвестування. Переваги і стиль роботи різних венчурних фондів можуть значно відрізнятися між собою. Тому перш, ніж приступати до складання бізнес-плану, підприємцю треба якнайкраще зрозуміти, чого чекає від нього інвестор, і тільки після цього приступати до його написання. Єдиною і незмінною вимогою будь-якого венчурного інституту до укладача бізнес-плану є чесний і відвертий виклад того, що відбувається в компанії і навколо її. Краще продемонструвати межі своїх можливостей, чим змушувати людей витратити час і сили, щоб згодом випробувати розчарування.

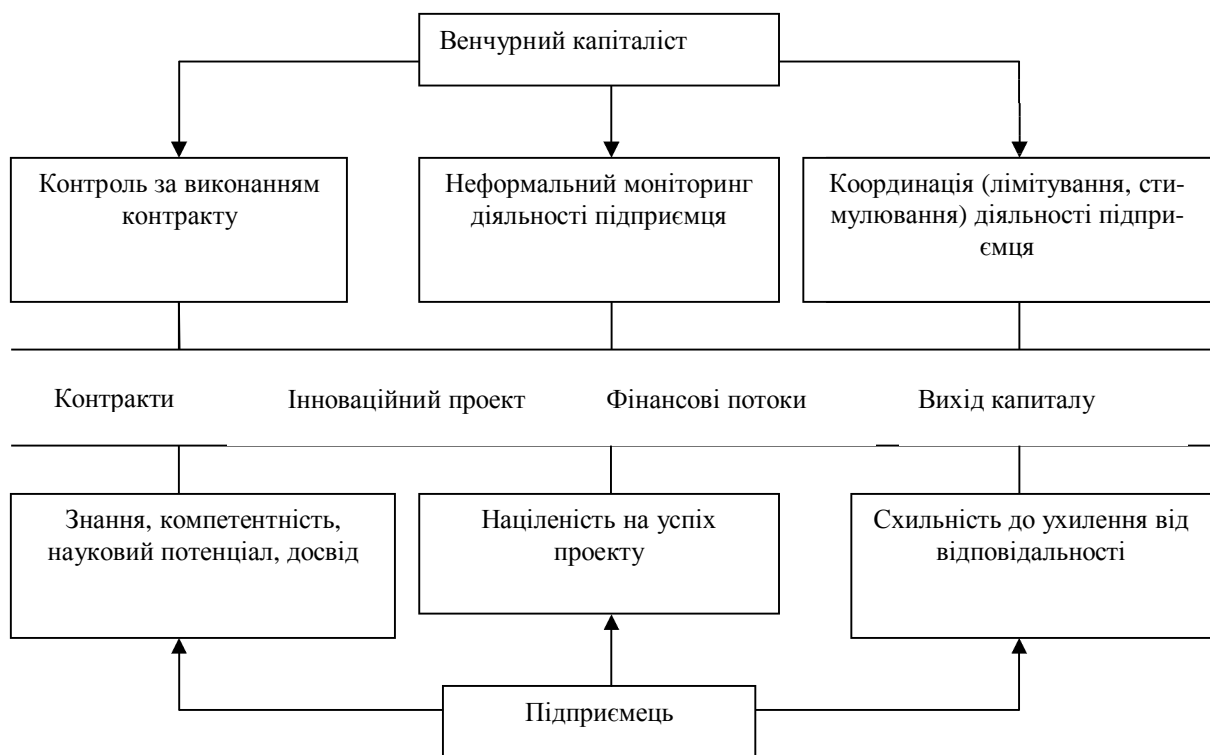


Рисунок 5. Сфера управління взаємодіями учасників венчурного проекту

Таким чином підприємець і венчурний капіталіст підходять один одному лише в тому випадку, якщо перший має (хоча б потенційно) дуже ефективний бізнес, хоче істотно розвинути його і не боїться впустити в нього венчурного капіталіста на правах співвласника.

Організаційно-економічний механізм використання венчурного капіталу є посередником між двома ринками: ринком інновацій та ринком венчурного капіталу, їх взаємодія відбувається за рахунок його чіткого функціонування, що є основою концепції вдосконалення використання венчурного капіталу на ринку інновацій. Налягоджує цей зв'язок венчурне підприємництво, задачами якого на ринку венчурного капіталу є: пошук джерел інвестування (за інституціональними ознаками національний ринок венчурних капіталів складається з операцій приватних кредитно-фінансових інститутів, перш за все венчурних фондів і ринку цінних паперів у тій його частині, де здійснюється позабіржовий обіг); надання венчурного капіталу ринку інновацій, на якому інноваційні підприємці пропонують до реалізації свої проекти.

Отже в статті теоретично обґрунтована необхідність взаємодії венчурного капіталіста і підприємця та запропонована модель цієї взаємодії на інноваційному ринку України, що дає можливість венчурним інвесторам отримати надприбутки, а інноваційним підприємцям – реалізувати проекти, за рахунок кваліфікованої роботи венчурних підприємців та удосконаленого організаційно-економічного механізму використання венчурного капіталу.

Література

1. Пікуліна Н. Про підходи до вичення венчурного капіталу // Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету імені Володимира Гнатюка. Серія: економіка. - 2001. - № 8. - С. 10-14.
2. Коршун О.В. Венчурный бизнес России: Сборник статей – СПб: Питер, 2000. – С.119-123.
3. Международное исследование "Эрнст энд Янг" по вопросам IPO. – М.: "Эрнст энд Янг". – 2004. – 28 с.
4. Грозный И.С. Трансформация экономики Украины в развитый рынок: перспективный анализ процессов венчурного финансирования инновационных проектов в условиях НТП // Обліково-аналітичні системи суб'єктів господарської діяльності в Україні. Науковий збірник / За ред. В.Є. Швеця. – Львів: Інтереко, 2005. – (Формування ринкової економіки в Україні). – Спецвип. 15 (частина 1)). – С. 85-92
5. Доклад Банка Англии «Финансирование высокотехнологических малых фирм» (Bank of England, «The Financing of Technology-Based Small Firms», London, 1996).
6. Singer John. Introduction to venture capital: Private Equity Guidebook./ EVCA. – 1999.
7. Gompers P.A. Resource allocation, incentives and control: The importance of venture capital in financing entrepreneurial firms / In Entrepreneurship, SMEs, and the Macroeconomy. – Cambridge University Press, 1998

Статья поступила в редакцию 19.09.2005