

ИСТОЧНИКИ И ФОРМЫ РАЗВИТИЯ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА

Сергей Мять

Венчурный капитал как экономическая категория является недостаточно изученной областью экономики. В мировой науке нет единого подхода к его определению. По этой причине в европейской практике и практике США к венчурному капиталу относятся абсолютно разные виды инвестиций.

В предлагаемой статье предпринята попытка уточнения его сути и отличия от прямых инвестиций. Кроме того, рассматриваются основные механизмы, благоприятствующие созданию, функционированию и росту венчурного капитала.

При подготовке данной статьи автор опирался на наиболее известные исследования индустрии венчурного капитала [6–8] и работы белорусских экономистов в этой области (Т. Н. Кондратьева [3] и др.).

В указанных исследованиях венчурный капитал в основном рассматривается как форма инвестиций для создания новых или расширения существующих предприятий или реализации отдельных новаторских проектов [7, с. 21]. При этом отмечается, что подобные мероприятия обеспечивают быстрый рост производства и, соответственно, большую прибыль, значительно превышающую среднюю. Поэтому авторы сходятся на том, что венчурный капитал обеспечивает больший успех, особенно при создании, росте малых и средних фирм при их высокой деловой активности как получателей этого капитала [5, с. 12]. Такой подход позволяет не только дать характеристику венчурному капиталу как инвестиции, но и увязывает его с совокупностью некоторых предпосылок, при которых капитал превращается в свою особую разновидность — венчурный капитал.

С середины 1980-х гг. некоторые исследователи обратили внимание на более сложную экономическую природу венчурного капитала, представив его как сочетание, комбинацию менеджментного ноу-хау и финансовой поддержки, которая предоставляется той или иной фирме в фазе высокого риска ее развития. При этом венчурный капитал опять-таки связан с условием высоких темпов роста фирмы (выше среднего по отрасли, региону, макроэкономике), с небольшой долей использования собственного капитала, а также с возможностью реализации новаторской идеи, направленной на создание нового продукта или услуги.

В этом аспекте венчурный капитал в значительной мере отражал процессы, протекающие в малых предпринимательских структурах с их особой инновационной и деловой активностью и совокупностью факторов, под воздействием которых осуществляется наиболее динамичное производство новых продуктов и услуг.

С теоретической и методологической точек зрения представляет также интерес рассмотрение венчурного капитала в качестве разновидности финансового, вырастающего из обособления, обобществления и слияния на базе монополий старых традиционных форм общественного капитала — промышленного, банковского, торгового. Действительно, финансовая форма содействует мобильности капитала, усиливает его стремление перетекать из стагнирующих отраслей экономики в технологически передовые и быстро растущие. Однако финансовый капитал одновременно усиливает монополистические тенденции в национальном экономическом организме, что может служить тормозом обновления производительных сил, научно-технологической динамики. Подобное положение чуждо природе венчурного капитала, отличающегося особой инновационностью, гибкостью, мобильностью, ликвидностью и разновидностью форм. Поэтому рассмотрение последнего в качестве особой функциональной формы финансового капитала еще недостаточно для раскрытия сложного экономического содержания «венчура». Тем более, что в ходе воспроизводственных процессов венчурный капитал проявляет способность к особой интеграции с другими видами ресурсов, выступающими в качестве факторов экономической динамики, что трудно объяснить с позиции только его финансовой природы.

Анализ особенностей и функций венчурного капитала, их сравнение с экономическим содержанием капитала вообще, раскрытым классиками экономической теории, позволяют охарактеризовать экономическую сущность венчурного капитала как разновидность финансового капитала, выполняющего роль особого инвестиционного фактора-ресурса в общественном воспроизводстве, имеющего преимущественную направленность действия на активизацию научно-технической и инновационной деятельности, сочетающего высокие риски и неопределенность конечного совокупного рыночного эффекта со сверхвысокой доходностью вложенных в новые или развивающиеся фирмы средств [7, с. 23].

В английском языке слово «венчур» имеет множество значений. Его можно перевести как рискованное, смелое предприятие (опасная затея), а также как предприятие, фирма. Употребляя данный термин применительно к экономической сфере, можно толковать его как «фирма, предприятие, рискованное начинание» [4, с. 657]. «Большой экономический словарь» под ред. А. Н. Азрилияна разъясняет термин «венчурный» как рискованный [1, с. 115].

Автор:

Мять Сергей Болеславович — аспирант Института экономики Национальной академии наук Беларуси

Рецензенты:

Медведев Виталий Федосович — доктор экономических наук, профессор, член-корреспондент Национальной академии наук Беларуси, руководитель Центра мировой экономики и международных экономических отношений Института экономики Национальной академии наук Беларуси

Семак Елена Адольфовна — кандидат экономических наук, доцент кафедры международных экономических отношений факультета международных отношений Белорусского государственного университета

Таким образом, в составе словосочетаний слово «венчур» означает «рисковый, высокорисковый» (например, венчурное финансирование — высокорисковое финансирование). Используемое же отдельно (не в словосочетании) слово «венчур» означает новое предприятие.

Понятия «венчур», «венчурный капитал», «венчурное финансирование», «венчурная деятельность» неразрывно связаны с изобретательской деятельностью, а также с созданием и функционированием предприятия по внедрению результатов данной изобретательской деятельности в коммерческое производство. Поэтому для более точного определения понятия «венчурный капитал», необходимо рассмотреть его по стадиям развития предприятия.

Известно, что полный цикл жизни предприятия состоит из нескольких этапов.

1. Предстартовый:

— зарождение (*seed*) — разработка новых технологий, продукции, услуг (это только проект или бизнес-идея, которую необходимо профинансировать для проведения дополнительных исследований или создания пилотных образцов продукции перед выходом на рынок);

— начальный этап — оформление технической документации (получение патента и прочая защита прав интеллектуальной собственности), выпуск опытного образца.

2. Стартовый (*start up*) — недавно образованная компания (обычно нуждается в дополнительном финансировании для проведения научно-исследовательских работ и организации начала продаж).

3. Начальная стадия (*early stage*) — компания, имеющая готовую продукцию и находящаяся на самой начальной стадии ее коммерческой реализации. Такие компании могут не иметь прибыли и, кроме того, могут требовать дополнительного финансирования для завершения научно-исследовательских работ.

4. Расширение (*expansion*) — компании, которым требуются дополнительные вложения для финансирования своей деятельности. Инвестиции могут быть использованы ими для расширения объемов производства и сбыта, проведения дополнительных маркетинговых изысканий, увеличения основных фондов или рабочего капитала.

5. Зрелость.

6. Угасание.

7. Ликвидация предприятия.

Финансировать предприятия на первых четырех этапах деятельности (на профессиональной основе) — значит осуществлять венчурное финансирование. Инвестиции в данной отрасли и являются венчурным капиталом (*venture capital*).

Венчурный капитал — инвестиции в новый, только создаваемый бизнес с привлекательными перспективами роста, который не имеет доступа на фондовый рынок [6, с. 889].

Источники финансов венчурной деятельности подразделяются на собственные, заемные и привлеченные [3, с. 23].

Собственные — это финансовые ресурсы, принадлежащие предприятию. Их удельный вес варьируется на разных стадиях развития предприятия (венчура). На стадии формирования предстарто-

вого и стартового капитала собственные средства инициаторов проекта составляют основную долю финансовых ресурсов (80 %) [3, с. 23].

На последующих стадиях удельный вес собственных средств венчура незначительный. На стадии выкупа акций владельцами венчура собственные средства вновь могут составить основную долю финансовых ресурсов.

К собственным средствам относятся: взносы учредителей в уставный капитал предприятия; прибыль, полученная от реализации продукции, оказания услуг; средства, полученные от сдачи в аренду имущества.

Источниками собственных финансовых ресурсов выступают:

— личные сбережения инициаторов венчурного проекта (учредителей);

— выручка от реализации продукции, оказания услуг;

— основной капитал венчура, представление которого в пользование другим хозяйствующим субъектам приносит доходы;

— продажа активов, сокращение оборотного капитала;

— товарный кредит;

— дебиторская задолженность [3, с. 47].

Заемные финансовые ресурсы привлекаются инициаторами венчурного проекта на кредитной основе. На разных этапах становления венчура могут использоваться разные по своему содержанию заемные ресурсы. На стадии формирования предстартового и стартового капитала удельный вес заемных средств, по мнению Т. Н. Кондратьевой, составляет около 20 % [3, с. 49]. В качестве займодателей выступают в таком случае родственники, знакомые, друзья учредителей венчура. На последующих этапах займодателями могут выступать профессиональные инвесторы — банки, страховые, финансовые компании и др.

Основными же источниками заемных средств являются кредитные ресурсы банков, финансовые ресурсы других инвесторов, имущество, привлекаемое на основе инвестиционного лизинга.

Привлеченные финансовые ресурсы — это ресурсы, как правило, привлекаемые на паевой или акционерной основе.

Заемные (на профессиональной основе) и привлеченные финансовые ресурсы в совокупности образуют венчурный капитал — особую форму децентрализованных финансовых ресурсов.

Исходя из изложенного можно отметить, что венчурный капитал как источник финансирования деятельности новых предприятий существует тогда, когда имеется конкретное предприятие. Иначе говоря, он возникает вместе с зарождением товарно-денежных отношений. Начиная с 1950-х гг. для финансирования молодых предприятий, а также просто бизнес-идей начали создаваться фонды (т. е. появился институциональный венчурный капитал), в которые инвесторы стали вкладывать свои финансовые ресурсы, а управляющие данными фондами — искать перспективные проекты и изобретателей-предпринимателей и производить инвестирование. При этом финансировались в основном инновационные (высокотехнологичные) молодые предприятия. Благодаря ряду факторов в

этот период (технологическая революция, наличие свободного капитала, предпринимательских талантов, стабильная экономическая ситуация, умело проводимая государствами инновационная политика), венчурный капитал сыграл значительную роль как в развитии новых технологий, обогащении венчурных капиталистов, так и в росте количества рабочих мест, увеличении доли высокотехнологичной инновационной продукции в ВВП и в экспорте государства.

Например, в США компании, получившие венчурное финансирование, обеспечивали в общей сложности около 12,5 млн рабочих мест. По приблизительным оценкам, компании, основанные в США с помощью венчурного капитала, производят ежегодно около 1,1 трлн дол. США товаров и услуг, что составляет 11 % ВВП страны [7, с. 27].

В финансовой сфере роль венчурного капитала состоит в следующем:

- аккумуляция финансовых ресурсов как юридических, так и физических лиц. Это дает возможность, во-первых, привлечь дополнительные инвестиции в перспективные, наукоемкие отрасли; во-вторых, изъять из обращения часть наличных денежных средств и таким образом снизить давление на товарный и денежные рынки, стабилизировать курс национальной валюты;

- норма прибыли в венчурном бизнесе выше, чем средняя по экономике. Это позволяет привлечь в эту сферу иностранный капитал, денежные средства отечественных инвесторов, что значительно улучшает положение на финансовом рынке страны;

- субъекты венчурной деятельности участвуют в формировании доходов бюджета. С развитием венчурной деятельности, ростом доходов участников венчурной деятельности увеличиваются и доходы бюджета (в форме налогов) от этой деятельности;

- наряду с бюджетным венчурный механизм становится еще одним способом перераспределения финансовых ресурсов в масштабах экономики благодаря определенным преимуществам: оперативность, отсутствие лоббирования, субъективистских подходов в распределении финансовых ресурсов (в большинстве случаев – это финансирование инновационных производств).

Организационное оформление венчурного капитала датируется 1958 г., когда Конгресс США принял решение о начале реализации программы *Small Business Investment Company (SBIC)*. В рамках этой программы правительство США через *SBIC* предоставляло доступ к государственному финансированию молодым растущим компаниям при условии одновременного привлечения средств со стороны частных инвесторов в соотношении 2:1 или 3:1, т.е. две или три части капитала должны были происходить из частных источников. Деятельность *SBIC* регулировалась Администрацией по малому бизнесу (*SBA*). В рамках программы *SBIC* были частными компаниями, но, принимая на себя обязательства по совершению ограниченных типов инвестирования, в обмен они получали правительственные субсидии, выпуская гарантированные *SBA* облигации. В процессе развития *SBIC* параллельно стали появляться неза-

висимые частные венчурные фонды и компании, со временем превратившиеся в то, что сегодня известно как источники венчурного капитала. По состоянию на конец сентября 2000 г., 336 компаний по программе *SBIC* имели в управлении 10 млрд дол. США. В 1972 г. Конгресс расширил программу *SBIC*, создав *Minority Enterprise Small Business Investment Companies (MESBIC)*, позднее переименованную в *Specialized Small Business Investment Companies (SSBIC)*. Всего к настоящему времени существуют 59 компаний по программе *SSBIC*; средний размер капитала под управлением составляет 1,7 млн дол. США [9].

Американская программа *SBIC* – самая ранняя по времени возникновения инициатива смешанного государственно-частного финансирования малого бизнеса. Как свидетельствует опыт США и европейских стран, обязательной предпосылкой становления национальной системы венчурного инвестирования как альтернативного источника финансирования малого, в первую очередь технологического, бизнеса является наличие государственной финансовой поддержки. В период 1958–1969 гг. через программу *SBIC* правительство США прямо или косвенно обеспечило финансирование малых технологических фирм в размере более 3 млрд дол. США, что в 3 раза превышало объемы венчурных инвестиций, совершенных в компаниях этого типа за аналогичный период [9].

Одновременно с федеральной поддержкой финансирование венчурного капитала предполагалось также и администрациями отдельных штатов. Данная программа была запущена в начале 1970-х гг. До этого времени традиционное воздействие администраций штатов на экономическое развитие заключалось в использовании налоговых послаблений, преференций и дотаций. Впервые программа по финансированию венчурного капитала (созданию фондов) была реализована в штатах Коннектикуте и Массачусетсе. Во второй половине 1970-х – начале 1980-х гг. апробированная ими схема распространилась на всю страну. По состоянию на конец 2000 г. более чем 30 штатов способствовали открытию таких фондов и дополнительно 19 штатов предполагали дополнительные льготы для инвесторов. В конце 2000 г. правительством США была запущена новая программа *The Markets Tax Credit Program*, направленная на стимулирование 15 млрд дол. США инвестиций в прогрессивные предприятия [9].

На основе изучения 530 компаний Массачусетса было обнаружено, что «на самом деле, компании, поддержанные венчурным капиталом, патентуют значительно больше, чем компании, не привлекавшие рисковое финансирование. Кроме того, разные оценочные коэффициенты, разработанные в ходе применения различных методик оценки, дают основание утверждать, что 1 дол. венчурных инвестиций, затраченный на НИОКР, производит в 10 раз более стимулирующий эффект на патентные разработки, чем 1 дол., затраченный на эти же цели по статье корпоративных расходов. Венчурный капитал, составляя менее 3 % суммарных корпоративных расходов на НИОКР, дает не менее 15 % всех промышленных инноваций США [2, с. 93].

Анализ указанных выше программ и деятельности фондов показал, что для успешного зарождения и развития индустрии венчурного капитала необходимо наличие таких структурных элементов, как изобретатели, владеющие перспективными разработками; менеджеры-предприниматели, способные организовать венчурный процесс; инвесторы, заинтересованные в участии в венчурном проекте своими капиталами, и т. п.

К субъективным факторам, способствующим успешному развитию венчурной деятельности (а следовательно, и венчурного капитала), следует отнести состояние экономики — уровень инфляции, транспарентности; долю малых и средних предприятий в ВВП страны, процент трудоспособного населения, занятого в малом и среднем бизнесе; соотношение государственного и частного секторов экономики; наличие инновационной инфраструктуры и ее состояние; наличие и качество законодательной базы, которая будет регулировать сферу финансов венчурной деятельности; предпринимательская культура населения [3, с. 8].

Как показывает анализ зарубежной практики рискованного инвестирования, для решения задачи по построению национальной системы венчурного инвестирования у государства имеется ряд возможностей.

Прежде всего, необходимо учесть использование государственного имущества и государственной интеллектуальной собственности для ресурсного обеспечения венчурного предпринимательства, развития венчурной системы. Это может быть результатом только в режиме софинансирования, ибо венчурные инвестиции, осуществляемые в нефинансовой форме, должны обязательно подкрепляться финансовыми ресурсами в пропорциях, зависящих от специфики каждого инновационного проекта и условий его осуществления. Использование указанной возможности государства может происходить в разных формах. Например, в форме передачи помещений для венчурных фондов, предоставления ценных бумаг и различных видов интеллектуальной собственности в качестве залога банкам при их кредитовании венчурных проектов, выступления соучредителем венчурных фондов с внесением своей доли в виде различных видов имущества и имущественных прав и т. п. Кроме того, для решения подобной задачи государство, судя по опыту многих стран, может активно использовать различные стимулы для побуждения разнообразных владельцев капитала к участию в деятельности венчурных фондов или прямом инвестировании инновационных предпринимательских проектов. К тому же в арсенале данных форм и методов у государства имеются разнообразные налоговые льготы, в том числе налоговые кредиты, государственные гарантии под кредиты малым инновационным венчурным предприятиям, гарантии под инвестиции в пакеты акций малых венчурных фирм, правительственные гарантии для по-

нижения риска, связанного с частными акционерными инвестициями в высокотехнологичные венчурные фирмы, и пр.

Действия государства по развитию и активизации деятельности источников венчурного капитала должны быть системными: по направлениям, набору форм и методов. В противном случае надежда на эффект в виде роста венчурного капитала не будет.

Наиболее ярким примером взвешенной государственной политики в сфере развития индустрии венчурного капитала является практика деятельности голландского агентства по технологиям и экспорту *SENTER*, созданного в 1998 г. Этому агентству была передана функция реализации технологической политики Министерства экономических дел. В 2001 г. *SENTER* реализовывало 50 инновационных программ с общим бюджетом около 1 млрд евро. На содержание агентства расходуется всего 4 % финансовых средств проходящих через него финансовых потоков (примерно 38 млн евро). Основными инструментами поддержки агентством инновационных предприятий являлись:

- субсидии для исследований (процент субсидии зависит от стадии разработки. Шансы заявителя получить субсидию в среднем около 50 %); рискованные кредиты для внедрения технологических инноваций (кредит возвращается в случае коммерческого успеха проекта, в противном случае кредит прощается. При этом *агентство SENTER выступает в роли венчурного фонда*);

- налоговые льготы инновационным компаниям в виде скидки с налога на зарплату каждому работнику, занимающемуся НИОКР (скидка достигает 40 %, а для начинающих инновационных фирм — до 60 %);

- информационные услуги по поиску партнеров как внутри страны, так и за рубежом;

- помощь инновационным фирмам в подготовке предложений и заявок в научно-технические фонды Европейского союза [3, с. 27].

Подводя итог изложенному, отметим следующее: определение институционального венчурного капитала как экономической категории должно рассматриваться как разновидность финансового капитала, имеющего преимущественную направленность действия на активизацию научно-технической и инновационной деятельности и включающего в себя наряду с финансовыми рычагами интеллектуальный управленческий ноу-хау; источники венчурного капитала должны дифференцироваться по отдельным группам.

История возникновения и развития венчурного капитала в США и государственные программы, повлиявшие на ускорение данного процесса, показывают, что для развития индустрии венчурного капитала необходимы целая совокупность предпосылок, а также системный государственный подход к построению индустрии венчурного капитала.

ЛИТЕРАТУРА

1. Большой экономический словарь / под ред. А. Н. Азриляна. 5-е изд., доп. и перераб. М.: Ин-т новой экономики, 2002.
2. Енин, А. В. Конкурентоспособность белорусской экономики и инновационная политика / А. В. Енин, С. Б. Мять, В. М. Руденков // Гуманитарно-экономический вестник. 2006. № 2. С. 83–99.
3. Кондратьева, Т. Н. Финансы венчурной деятельности. Минск: Мисанта, 1998.
4. Новый большой англо-русский словарь: в 3 т. Т. 3. М.: Рус. яз., 1998.
5. Толковый словарь терминов венчурного финансирования. СПб.: РАВН, 1999.

6. Фабозци, Ф. Дж. Управление инвестициями. М.: Инфра-М, 2000.
7. Фоломьев, А. Н. К вопросу о концепции национальной системы венчурного инвестирования / А. Н. Фоломьев, А. Т. Каржаув // Инновации. 2002. № 8. С. 21–30.
8. Perm, G. W. The Economics of the Private Equity Market / G. W. Perm, N. Prowse, S. Prowse. Washington, 1995
9. SBA Statistics [Electronic resource] // United States Small Business Administration. Mode of access: <http://www.sba.gov/aboutsba/sbastats.html>. Date of access: 27.10.2006.

«Источники и формы развития венчурного капитала» (Сергей Мять)

В данной статье дано краткое определение институционального венчурного капитала как экономической категории. Данное определение необходимо рассматривать как разновидность финансового капитала, имеющего преимущественную направленность на активизацию научно-технической и инновационной деятельности и включающего в себя наряду с финансовыми рычагами интеллектуальный управленческий ноу-хау. Подробно рассмотрены источники венчурного капитала, произведена их дифференциация на категории. Перечислены основные функции, которые выполняет венчурный капитал в финансовой сфере. Автор раскрыл основные механизмы, влияющие на создание и развитие индустрии венчурного капитала. Были выделены структурные элементы экономики страны, состояние которых влияет на данные процессы; представлены государственные программы США и Нидерландов, направленные на создание и развитие сферы венчурного капитала; перечислены основные инструменты поддержки инновационных предприятий; кратко рассмотрены результаты воздействия венчурного капитала на состояние и развитие экономики США, а также деятельность голландского агентства по технологиям и экспорту SENTER.

«Sources and Forms of Venture Capital Development» (Sergey Myat)

The article gives a short definition of institutional venture capital as an economic category. This definition should be considered as a form of financial capital aimed primarily at intensification of scientific and technological as well as innovative activities including also intellectual administrative know-how along with financial instruments. The author explores the sources of venture capital, makes their differentiation into categories. He also outlines the main functions realized by venture capital in the financial sphere, reveals the main mechanisms influencing foundation and development of venture capital industry. The author also identifies the structural elements of a country's economy that affect these processes; reviews the state programmes of the USA and Netherlands aimed at creation and development of this sphere; lists the basic instruments of the support of innovation-based production; gives a brief description of the results of influence of venture capital on the state and development of the US economy, as well as considers the activities of the Dutch agency for technology and export SENTER.

Научное издание

**ЖУРНАЛ МЕЖДУНАРОДНОГО ПРАВА
И МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ 2006 № 4 (39)
октябрь — декабрь**

Подписано в печать 27.12.2006. Формат 60x84¹/₈. Гарнитура PeterburgCTT.
Печать офсетная. Усл. печ. л. 11,16. Тираж 300 экз. Заказ № 1537.
Отпечатано с готового оригинала-макета заказчика в ЧУП «Асобны».
ЛП № 02330/0131686 от 02.05.2005 г.
220030, г. Минск, ул. Октябрьская, 19/М, тел.: +375 17 222 47 92.