

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
**«БЕЛГОРОДСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ
ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»**
(Н И У « Б е л Г У »)

ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ
КАФЕДРА МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

**ВЕНЧУРНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ ИННОВАЦИОННЫХ
КОМПАНИЙ В РЕГИОНАХ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ:
ПРОБЛЕМЫ И ПУТИ ИХ РЕШЕНИЯ**

Магистерская диссертация
обучающегося по направлению подготовки 38.04.01 Экономика
очной формы обучения, группы 06001515
Терентьевой Ирины Анатольевны

Научный руководитель:
доктор педагогических наук,
профессор кафедры мировой
экономики
Камышанченко Е.Н.

Рецензент:
доктор экономических наук,
доцент, профессор кафедры
гуманитарных и
социально-экономических наук
БУКЭП
Соловьева Л.В.

АННОТАЦИЯ

к диссертации на соискание академической степени магистра экономики
Терентьевой Ирины Анатольевны
на тему: «Венчурное инвестирование инновационных компаний в регионах
Российской Федерации: проблемы и пути их решения»
Научный руководитель доктор педагогических наук, профессор кафедры
мировой экономики Камышанченко Е.Н.

Магистерская диссертация на тему «Венчурное инвестирование инновационных компаний в регионах Российской Федерации: проблемы и пути их решения» посвящена исследованию специфики венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ, а также выявлению проблем и разработки путей их решения. Автором было исследовано современное состояние и тенденции развития венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ и за рубежом. Проведенное исследование позволило выявить проблемы венчурного инвестирования инновационных компаний и разработать пути их совершенствования в регионах РФ. Для регионов РФ, а именно для Белгородской области были разработаны перспективные направления решения проблем венчурного инвестирования инновационных компаний и предложена модель инновационного развития Белгородской области.

ABSTRACT

Master's thesis on "Venture capital investing in innovative companies in the Russian regions: problems and ways of their solution" devoted to the study of the specifics of venture investment of innovative companies in the regions of the Russian Federation, as well as to identify problems and develop solutions. The author has investigated the current state and tendencies of development of venture investment of innovative companies in the Russian regions and abroad. The conducted research allowed to identify the problems of venture investment of innovative companies and to develop ways to improve them in the regions of the Russian Federation. For regions of the Russian Federation for the Belgorod region was developed promising directions of solution of problems of venture investment of innovative companies and the proposed model of innovative development of the Belgorod region.

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	4
Глава 1. Теоретико-методологические аспекты венчурного инвестирования инновационных компаний	11
1.1. Особенности венчурного инвестирования инновационных компаний как основа экономического роста	11
1.2. Классификация факторов развития венчурного инвестирования инновационных компаний	22
1.3. Методология и методы оценки эффективности венчурного инвестирования инновационных компаний.....	28
Глава 2. Государственное регулирование и оценка эффективности венчурного инвестирования инновационных компаний: зарубежный опыт и российская практика.....	41
2.1. Государственное регулирование венчурного инвестирования инновационных компаний в Российской Федерации и за рубежом ..	41
2.2. Современное состояние и тенденции развития венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах Российской Федерации и за рубежом.....	49
2.3. Роль венчурных фондов в венчурном инвестировании инновационных компаний в регионах Российской Федерации.....	64
2.4. Оценка эффективности венчурного инвестирования инновационной компании/проекта «Интернет-Издательство».....	76
Глава 3. Проблемы и перспективы развития венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах Российской Федерации	87
3.1. Зарубежный опыт венчурного инвестирования инновационных компаний как основа экономического роста российской экономики	87
3.2. Проблемы венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах Российской Федерации и пути их решения	95
3.3. Перспективные направления решения проблем венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах Российской Федерации (на примере Белгородской области)	107
Заключение	120
Список использованных источников	126
Приложения	141

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Современная экономика характеризуется вхождением в качественно новую стадию развития, что обусловлено глобализацией социально-экономических процессов, высокими темпами научно-технического прогресса, потому экономический рост во многом зависит от интенсивных факторов. Основой интенсивного экономического роста является внедрение и широкое распространение новых технологий, а также развитой инновационной сферой. Инновации помогают преобразовывать и улучшать не только производимые товары и оказываемые услуги, но и систему управления организацией.

Наиболее распространенной и эффективной в последние два десятилетия формой интенсификации инновационной деятельности в условиях рыночной экономики является венчурное инвестирование инновационных компаний.

Венчурное инвестирование инновационных компаний в России находится на стадии становления и нуждается в создании специализированных организационных элементов, механизмов их функционирования и взаимодействия. Как показывает зарубежный опыт, венчурное инвестирование является уникальным механизмом, который в свою очередь позволяет сконцентрировать ограниченные финансовые ресурсы в наиболее перспективных инновационных проектах и обеспечить быстрый возврат средств за счет эффективного внедрения разработок. Новые институциональные структуры, формируемые в рамках развивающейся венчурно-инновационной системы, способны обеспечить продуктивный симбиоз новых научных знаний, методов управления и финансовых технологий.

Сегодня в России становление венчурного инвестирования инновационных компаний является одним из приоритетных направлений государственной инновационной политики, а также необходимым условием активи-

зации инновационной деятельности и повышения конкурентоспособности отечественной промышленности.

Однако, не смотря на то, что одной из главных задач государства является развитие инновационной модели экономического роста, на практике сохраняется очень низкий уровень инновационной активности. Он практически не изменился даже во время экономического подъема. Начиная с 2011 по 2015 гг., инновационная активность предприятий снижалась незначительными темпами. Так, в 2015 г. инновационная активность предприятий составила 9,3 % против 10,4% в 2011г. Тем не менее, в настоящее время нет оснований говорить о крупномасштабных технологических прорывах в промышленности, интенсивном освоении результатов исследований и инноваций. Экономический рост в развивающихся странах, влечет за собой структурные изменения в венчурном инвестировании. Однако в России этого пока не происходит.

Проблема недостаточности исследования отдельных теоретических, методологических и практических аспектов венчурного инвестирования инновационных компаний в современных условиях экономического развития с учетом новых условий хозяйствования, определили актуальность темы исследования.

Степень научной разработанности проблемы. Проблеме инвестирования инновационной деятельности посвящены работы отечественных экономистов: Р.А. Абрамова, В.Н. Алексеева, В.Р. Атояна, В.Ю. Лопухин, В.В. Волошина, А.Э. Живица, Н.В. Казаковой, Б.Н. Кузыка, И.П. Литвинцева, О.М. Олейник, А.Н. Плотникова, К.К. Покровского, И.Н. Пчелинцевой, А.Н. Тюриной, М.А.Федотова, Р.Р. Хажиева, З.Ф. Шарифьянова, Ю.В. Яковца и др. В то же время значительный вклад в разработку теоретических и методических проблем венчурного инвестирования инновационной деятельности помимо отечественных авторов внесли и зарубежные авторы, такие как: М. Аоки, А. Кляйнкнехт, С. Кортума, Р. Ланглуи, Д. Лернера, Р.Пюри, П. Робертсона, Б. Санто.

Несмотря на достаточно большое количество исследований, посвященных вопросам инвестирования инновационной деятельности, разработке теоретических и методических аспектов венчурного инвестирования, проблема развития венчурного инвестирования инновационных компаний/проектов в современной экономике не изучены в полной мере. При наличии многочисленных публикаций по данной проблеме, остаются вопросы по выявлению проблем и научному обоснованию перспектив развития венчурного инвестирования в регионах РФ (с учетом зарубежного опыта) в целом, и для отдельного региона, в частности, что и повлекло за собой выбор темы исследования.

Цель и задачи исследования. Цель диссертационной работы заключается в выявлении проблем венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ и разработка путей их решения (с учетом зарубежного опыта).

Для достижения цели исследования были определены задачи исследования:

1. Изучить теоретико-методологические аспекты венчурного инвестирования инновационных компаний.
2. Раскрыть особенности государственного регулирования венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ и за рубежом.
3. Исследовать современное состояние и тенденции развития венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ и за рубежом.
4. Дать оценку эффективности венчурного инвестирования инновационной компании/проекта «Интернет-Издательство».
5. Выявить проблемы венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ и разработать пути их решения.
6. Исследовать перспективные направления решения венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ (на примере Белгородской области).

Объектом исследования является инвестиционная деятельность.

Предметом исследования является выявление проблем венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ и разработка путей их решения.

Теоретической и методологической базой исследования являются труды российских и зарубежных авторов в области инновационного менеджмента, венчурного предпринимательства, экономического анализа, оценки инвестиционных проектов, а также нормативно-правовые акты, регламентирующие венчурную деятельность, инновационную деятельность, публикации периодической печати и в сети Интернет. В качестве статистических источников выступали официальные материалы Российской венчурной компании (ОАО РВК), Российской ассоциации венчурных инвестиций (РАВИ), аналитико-статистические обзоры Федеральной службы государственной статистики, а также отчеты National Venture Capital Association (NVCA).

Методологическая основа исследования базируется на таких методах научного исследования как: методы классификации, обобщения, сравнительного анализа и синтеза, логико-структурный, аналитический, математико-статистические, динамические (дисконтированные) методы, интерпретация данных, методы системного анализа, графический.

Теоретическая и практическая значимость работы.

Теоретическая значимость результатов исследования заключается в том, что основные теоретические положения и выводы могут быть использованы для совершенствования управления венчурной инвестиционной деятельностью в инновационной сфере, а также в качестве теоретической базы при разработке методических рекомендаций по созданию условий для венчурного инвестирования инновационных компаний /проектов в регионах РФ.

Практическая значимость результатов исследования заключается в применении на практике разработанных методических рекомендаций (с учетом зарубежного опыта) органами государственной власти и управления при разработке региональной политики в области венчурного инвестирования

инновационных компаний/проектов, а также в использовании модели инновационного развития в регионах РФ. Основные положения диссертационного исследования могут быть использованы при подготовке учебных занятий для бакалавров и магистров по проблеме венчурного инвестирования инновационных компаний/проектов в регионах РФ.

Научная новизна исследования заключается:

- предложен инновационный (венчурный) проект «Интернет-Издательство», на основе которого была проведена комплексная оценка эффективности венчурного инвестирования инновационной компании/проекта, посредством динамических и статистических методов расчета;
- разработана структурно-функциональная модель инновационного развития регионов РФ (на примере Белгородской области), которая способствует развитию венчурного инвестирования инновационных компаний/проектов в регионе.

Апробация результатов диссертационного исследования.

Основные положения и результаты магистерской диссертации, сформированные в процессе исследования, прошли апробацию в форме публикаций в научных сборниках, научных конференциях, научном журнале, а именно: сборник научных трудов «Актуальные проблемы развития национальной и региональной экономики», VI Международная научно-практическая заочная конференция (2015 г.); сборник научных трудов «Конкурентоспособность экономики в эпоху глобализации: российский и зарубежный опыт», V Международная научно-практическая конференция (2016 г.); сборник научных трудов «Современные проблемы социально-экономических систем в условиях глобализации», IX Международная научно-практическая конференция (2016г.); сборник научных трудов «Современные проблемы социально-экономических систем в условиях глобализации», X Международная научно-практическая конференция (2017; научный журнал рекомендованный ВАК «Современная экономика: проблемы и решения» (2017г.).

Структура и объем работы. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников и приложений.

Во введении обоснована актуальность темы исследования, определена степень изученности проблемы, выявлены цель, задачи объект, предмет и методы исследования, описаны источники получения информации и статических данных. Также во введении представлены теоретическая и практическая значимость исследования, научная новизна исследования и апробация результатов исследования.

В первой главе «Теоретико-методологические аспекты венчурного инвестирования инновационных компаний» определяются особенности венчурного инвестирования инновационных компаний как основа экономического роста, рассматривается классификация факторов развития венчурного инвестирования инновационных компаний, а также методология и методы оценки эффективности венчурного инвестирования инновационных компаний.

Во второй главе «Государственное регулирование и оценка эффективности венчурного инвестирования инновационных компаний: зарубежный опыт и российская практика» рассматривается государственное регулирование венчурного инвестирования инновационных компаний в РФ и за рубежом, проводится исследование современного состояние и тенденций развития венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ и за рубежом, раскрывается роль венчурных фондов в венчурном инвестировании инновационных компаний в регионах РФ, и дается оценка эффективности венчурного инвестирования инновационной компании/проекта «Интернет-Издательство».

В третьей главе «Проблемы и перспективы развития венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах Российской Федерации» рассматривается зарубежный опыт венчурного инвестирования инновационных компаний как основа экономического роста российской экономики, вы-

являются проблемы венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ и предлагаются перспективные направления решения проблем венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах Российской Федерации (на примере Белгородской области).

В заключении обобщены результаты исследования и изложены основные выводы, отвечающие задачам, которые были поставлены во введении работы.

В приложениях представлена информация о нормативно-правовом регулировании, о состоянии и тенденциях развития венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ и за рубежом.

Содержание работы изложено на 160 страницах, включающих 14 таблиц, 22 рисунка и 19 приложений.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННЫХ КОМПАНИЙ

1.1. Особенности венчурного инвестирования инновационных компаний как основа экономического роста

Современная экономическая система России сегодня не может считаться конкурентоспособной так, как до сих пор, функционирует на базе экономики СССР, адаптированной к рыночным условиям. В российской экономике утвердился устойчивый экстенсивный тип экономического роста, но на современном этапе развития основным фактором экономического роста выступают инновации.

Австрийский ученый Й. Шумпетер в 30-е годы 20-го века ввел понятие инновации, понимая под ними изменение с целью внедрения и использования новых видов потребительских товаров, новых производственных и транспортных средств, рынков и форм организации в промышленности [105, с. 131-137].

Формирование и эффективное использование инноваций в экономике ускоряет экономический рост, обеспечивает технологическое и социально-экономическое развитие, тем самым, повышая конкурентоспособность экономической системы страны в целом. Инновационный путь развития российской экономики признается в качестве наиболее перспективного и экономически эффективного направления

Возникновение инноваций происходит в рамках осуществления инновационного процесса.

Инновационный процесс представляет собой подготовку и осуществление инновационных изменений и складывается из взаимосвязанных фаз, образующих единое, комплексное целое. В результате этого процесса появляется реализованное, использованное изменение – инновация [55, с. 21-26].

Сама по себе созданная инновация не принесет никого положительного экономического эффекта, поэтому возникает необходимость ее реализации (продвижения), т.е. осуществление инновационной деятельности.

Инновационная деятельность включает в себя не только преобразования научного знания в новые виды продуктов, технологий и услуг, но и маркетинговые исследования рынков сбыта товаров, их потребительских свойств, конкурентной среды, а также комплекс технологических, управленческих и организационно-экономических мероприятий, которые в своей совокупности приводят к эффективному продвижению и внедрению инноваций на практике [17, с. 26-32].

Решение задачи инновационного развития невозможно в рамках использования фирмами классических источников финансирования, таких как займы и кредиты, поэтому инновационные компании являются потенциальными источниками быстрого роста.

Инновационная компания – это такая компания, в основе которой лежит инновация, внедрение которой осуществляется, путем реализации инновационных (венчурных) проектов. В отличие от других структур инновационные компании имеют свои характерные особенности. К критериям отнесения компании к инновационной, относятся:

- в основе лежит инновация;
- права на инновацию документально защищены;
- право на инновацию принадлежит фирме или учредителю;
- инвестирование осуществляются раундами;
- риск неудачи компенсируется высокой доходностью инновации.

Как следует из определения, инновация осуществляется с помощью инновационных (венчурных) проектов, т.е. проекты являются главной составляющей инновационной компании [28, с. 7-12].

Инновационный (венчурный) проект представляет собой сложную систему взаимообусловленных и взаимоувязанных по ресурсам, срокам и ис-

полнителям мероприятий, направленных на достижение конкретных целей и задач на приоритетных направлениях развития науки и техники [18, с. 9-12].

Вложение ресурсов в инновационный проект для достижения конкретных целей осуществляют инвесторы.

Инвестор – лицо, которое инвестирует свои временно свободные финансовые ресурсы (инвестиции) в инновационные/инвестиционные проекты для извлечения прибыли.

Инвестирование – механизм размещение финансовых ресурсов (инвестиций) в инновационные/инвестиционные проекты для извлечения прибыли [51, с. 18-24].

По сравнению с инвестиционными проектами, инновационные (венчурные) проекты имеют высокую долю риска. Для них также свойственны специфические риски, не характерные другим проектам. Риски инновационного (венчурного) проекта делятся на:

- риски ошибочного выбора инновационного проекта;
- риски, связанные с не обеспечением необходимым объемом финансирования;
- риски несоблюдения сроков проекта;
- маркетинговые риски текущих обеспечений по инновационному проекту;
- маркетинговые риски сбыта по проекту;
- риски, которые связаны с предоставлением прав интеллектуальной собственности по инновационному проекту [57, с. 379-380].

Наиболее эффективной и распространенной в последние два десятилетия формой инновационной деятельности в условиях рыночной экономики является венчурное инвестирование инновационных проектов.

Венчурное инвестирование - инвестирование в рискованные проекты. Например, инвестиция в наукоемкие технологические проекты или интернет стартапы является венчурной. Само слово «venture» в переводе с английского означает «рискованное начинание», в настоящее время под венчуrom пони-

мают механизм взаимодействия молодой инновационной компании на этапе ее развития и венчурных фондов, являющихся инвесторами. Научно-технологические проекты обычно рассчитаны на несколько лет и требуют большой подготовительной работы и инвестиций, которые в отличие от торговых операций смогут принести доход не сразу, а обычно после нескольких лет напряженной работы в этом направлении, поэтому инновационные компании испытывают значительный недостаток инвестиций. В этих условиях именно венчурные инвестиции (венчурный капитал) являются потенциально одними из эффективных источников финансирования инновационной деятельности [24, с. 62-67].

Венчурный капитал – капитал инвесторов, предназначенный для инвестирования новых инновационных компаний на всех этапах развития, сопряженный с высокой степенью риска, целью которого является получение высокой прибыли [95, с. 115-126].

Необходимо отметить, тот факт, что устоявшегося научного определения, что такое венчурные инвестиции в экономической литературе, пока не существует. Анализ научных трудов, наиболее известных авторов в данной области, представлен в таблице 1.1.

Таблица 1.1

Подходы авторов к определению термина «венчурные инвестиции»

Автор	Определение венчурных инвестиций
1	2
Попов С.А., Суркова Т.В.	источник внебюджетного финансирования научных исследований, прикладных разработок и инновационной деятельности
Семенков Е.В.	операции, связанные с кредитованием и финансированием научно-технических разработок и изобретений, характеризующиеся повышенной степенью риска
Аскинадзи В.М. Жданова О.А.	долгосрочное (свыше пяти лет) вложение частных инвестиций в акционерный капитал либо вновь создаваемых, либо уже существующих малых высокотехнологических предприятий, ориентированных на разработку и выпуск наукоемкой продукции, с целью развития этих предприятий и получения в последующем прибыли от прироста стоимости вложенных средств
Переверзева М.Н.	один из наиболее эффективных способов решения задачи мотивации инвесторов к финансированию рискованных и инновационных проектов

Окончание табл. 1.1

1	2
Процко Е.С.	основной источник финансирования инновационных проектов, один из основных инструментов модернизации экономики России, способствующих развитию высокотехнологичных компаний
Думнова Н.А.,	способ стимулирования малых инновационных предприятий, и источник ускоренного формирования научно-технического прогресса, материальной основы благосостояния и социальной стабильности страны
Каширин А. И.	выделение прямых инвестиций малым и средним предприятиям, активно применяющим интеллектуальные ресурсы, разрабатывающим и производящим преимущественно наукоемкую продукцию

Источник: [53, с. 12-19].

Анализируя определения, приведенные в таблицы 1.1, можно заметить два разных подхода к определению венчурных инвестиций. Согласно первому подходу, под венчурными инвестициями понимают денежные средства, вкладываемые в инновационные компании и проекты. В этом случае средства вкладываются в проекты с высоким уровнем риска, в обмен на долю в компании. Во втором подходе эксперты понимают под венчурными инвестициями способ, инструмент стимулирования научно-технической и инновационной деятельности, направленной на повышение благосостояния страны. В этом случае венчурные инвестиции рассматриваются как финансовое обеспечение инновационного процесса. В целом, эти два подхода не противоречат друг другу [53, с. 12-19].

Следовательно, венчурные инвестиции (VC-инвестиции) – это денежные средства, вложенные в компанию, а не одолженные компании с целью обеспечить ее необходимым капиталом для запуска и/или роста. В данном случае инвестор, как правило, не стремится приобрести контрольный пакет акций компании (во всяком случае, при первичном инвестировании), и в этом его главное отличие от «партнера» или «стратегического инвестора». Партнер, например, изначально желает установить контроль над компанией, интересующей его по тем или иным соображениям. Инвестор не требуют гарантированных ежемесячных выплат по установленной процентной ставке, но и не предоставляет инвестиции без дополнительных условий [39, с. 278].

Следовательно, венчурное инвестирование имеет принципиальное отличие от других видов финансирования (кредит, заем). Отличие венчурного инвестирования от других видов финансирования представлены в таблице 1.2.

Таблица 1.2

Отличие венчурного инвестирования от других видов финансирования

Вид финансирования Особенность	Кредит	Заем	Венчурное финансирование
Инвестиции в уставной капитал	-	+	+
Долгосрочное вложение	-	+	+
Рисковый бизнес	-	-	+
Участие инвестора в управлении бизнесом	-	+	+
Стремление к операционной прибыли	+	+	-

Источник: [76, с. 152].

Из таблицы 1.2 видно, что фактически венчурное инвестирование может быть охарактеризовано как источник долгосрочных инвестиций, предоставляемых обычно на 5-7 лет. Также как и заем, венчурные инвестиции направляются в покупку доли в компании, т.е. в уставной капитал, и этим обусловлено желание инвестора участвовать в управлении компанией. Однако, в отличие от кредита и займа, венчурные инвестиции не нацелены на получение операционной прибыли. Если для банка и стратегического партнера такая прибыль является дополнительным подтверждением и гарантией возврата средств и стабильности бизнеса, то для инвестора в данном случае, операционная прибыль является дополнительным источником дальнейшего развития бизнеса с целью получения прибыли при выходе из него [76, с. 152].

В качестве инвесторов осуществляющих вложение венчурных инвестиций (VC-инвестиции), выступают венчурные фонды.

Венчурные фонды (VC-фонды) являются временными организационными структурами. Они создаются на договорной основе на средства, полученные путем объединения денежных ресурсов одного или (чаще) несколь-

ких юридических и физических лиц. Направляемые из венчурных фондов (VC-фонды) денежные потоки (венчурные инвестиции) на поддержку малоизвестных, но потенциально привлекательных для инвесторов новых инновационных компаний, стали своего рода катализаторами технического прогресса, позволив трансформировать личные сбережения в инновационные (венчурные) проекты, доходность от которых не могла возникнуть за короткое время [22, с. 254-256].

Процесс вложения денежных средств (венчурных инвестиций) в новые инновационные компании происходит не одновременно, а поэтапно тем самым помогает защитить инвестиции от размывания. Этапы венчурного инвестирования в новые инновационные компании представлены в таблице 1.3.

Таблица 1.3

Этапы венчурного инвестирования инновационных компаний

Название этапа	Описание
Seed «Посевная стадия»	На первоначальной стадии происходит формирование компании, предлагаются и рассматриваются проекты или бизнес-идеи, создается управленческая команда, ведутся работы НИОКР, создаются опытные образцы, разрабатывается основная бизнес-концепция организации.
Start-up (только возникшая компания)	Компания сформирована. Наличие опытных образцов. Организуется серийное производство. Продукция представляется на рынке. Первоначальные маркетинговые исследования.
Early stage (ранний рост)	Производится выпуск и коммерческая реализация готовой продукции. Данная стадия характеризуется отсутствием устойчивой прибыли. Компания выходит на «точку безубыточности». Растут объемы необходимых оборотных средств.
Expansion (расширение)	Компания занимает определенные позиции на рынке, получает устойчивую прибыль от основного бизнеса, расширяет производство продукции и сбыт, проводит маркетинговые исследования, увеличивает основные фонды и объем оборотных средств. На этой стадии необходимы крупные инвестиции в дальнейшее развитие.
Exit - «выход».	Компания, находящаяся на этапе продажи доли инвестора другому стратегическому инвестору. Иногда перед «выходом» выделяют промежуточную стадию, на которой привлекаются дополнительные инвестиции для улучшения краткосрочных показателей компании, что влечёт общее повышение её капитализации

Источник: [62, с. 21-27].

Каждому этапу развития инновационной компании соответствует раунд венчурных инвестиций, которые отличаются сроками и объемами инве-

стиций. Раунд венчурных инвестиций – период возврата венчурных инвестиций в форме какого-либо результата – интеллектуальной собственности, промышленного образца или партии продукта, созданных при помощи венчурных инвестиций [62, с. 21-27].

На начальных стадиях – от «посевной» до «раннего развития» фирма зачастую терпит убытки и только потом выходит на рост прибыли. Данная ситуация представлена на рисунке 1.1.



Рис. 1.1. Стадии развития инновационной компании

Источник: [69, с. 57-63].

На ранней стадии развития инновационная компания может привлечь инвестиции венчурных фондов или бизнес - ангелов. Бизнес-ангел - это частный инвестор (физическое или юридическое лицо), который инвестирует свои средства в инновационные проекты на этапе создания компании в обмен на возврат вложений и долю в капитале. В свою очередь бизнес-ангелы имеют существенные отличия от венчурных фондов (VC-фонды), представленные в таблице 1.4.

Таблица 1.4

Отличие бизнес-ангелов от венчурных фондов (VC-фонды)

Критерии сравнения	Бизнес-ангелы	Венчурные фонды
Источники средств	Собственные средства	Привлеченный капитал
Объем инвестиций	До 1 млн. долл.	От 1 до 5 млн. долл.
Управленческий стиль	Неформальный	Формальный

Источник: [101, с. 143-149].

Из таблицы 1.4 видно, что бизнес-ангелы в отличие от венчурных фондов (VC-фонды) предоставляют собственные средства для инвестирования и объем данных средств не превышает 1 млн. долл. США, по сравнению с венчурными фондами (VC-фонды), у которых объем инвестиций может достигать до 5 млн. долл. США [101, с. 143-149]. На ранних стадиях развития инновационных компаний, требующих значительный объем инвестиций, исходя из таблицы 1.3, предпочтительнее использовать в качестве источника получения средств венчурные фонды (VC-фонды).

Последняя стадия развития компании является выход инвестора из инновационной компании/проекта. Существуют следующие способы выхода инвестора из инновационных компаний/проектов: первичное размещение на фондовом рынке (IPO); продажа доли стратегическому партнеру (стратегия M&A); выкуп менеджером компании (MBO). В соответствии со сложившейся практикой и в зависимости от стратегии развития, инвесторы ориентируются на осуществление «выхода» из инновационных компаний в течение 3 - 7 лет с момента первой инвестиции [69, с. 57-63].

На практике наиболее распространенным способом выхода инвестора из инновационных компаний/проектов является первичное размещение акций на фондовом рынке (IPO) так, как позволяет руководству компании при сохранении прежних позиций получить значительную прибыль. Реальные возможности и результаты данного способа зависят от законодательства, регламентирующего работу акционерных компаний, развитости фондового рынка и рынков, на которых действует инвестируемая компания.

Следующим способом выхода инвестора из инновационных компаний/проектов, который наиболее часто применяется на практике после способа первичного размещения акций на фондовом рынке, является продажа доли стратегическому партнеру (стратегия M&A). Стратегический инвестор заинтересован в приобретении контрольного пакета акций для участия в управлении или получении контроля над «выходящей» на рынок венчурной компании, чья деятельность связана с бизнесом стратегического инвестора и

тем самым создает синергетический эффект в процессе слияния, при этом увеличивая долю инвестора на рынке. Синергетический эффект проявляется в том, что деятельность компаний, образованных путём слияния, оказывается более эффективной, чем деятельность каждой компании по отдельности. Иными словами, две компании, которые образовали единую мощную систему, в результате совместной деятельности получают больше прибыли, чем получила бы каждая из компаний до объединения [53, с. 12-19]. Такой способ выхода инвестора из инновационных компаний/проектов, как выкупа компании менеджером (МВО) используется в том случае, когда иные способы выхода невозможны. В этой ситуации менеджеры устанавливают низкую цену продажи для инвестора, поэтому данный способ применяется крайне редко [37, с. 62-65]. Для того чтобы система способов выхода инвесторов из инновационных компаний/проектов эффективно функционировала на практике и приносила положительный результат необходимо, чтобы модель венчурного инвестирования была хорошо отлажена.

Модель венчурного инвестирования – это совокупность институтов и механизмов, целью которых является создание оптимальных финансовых, организационных, нормативно-правовых условий для обеспечения эффективного функционирования венчурного инвестирования [32, с. 137].

Исследование теоретических аспектов венчурного инвестирования инновационных компаний позволило выявить основные преимущества и недостатки данного вида инвестирования инновационных компаний. Преимущества и недостатки венчурного инвестирования инновационных компаний представлены в таблице 1.5.

Таблица 1.5

**Преимущества и недостатки венчурного инвестирования
инновационных компаний**

Преимущества	Недостатки
1	2
позволяет привлечь необходимые средства для реализации высокорисковых, но перспективных и потенциально высокодоходных проектов, когда другие источники недоступны	возможность неожиданного выхода инвестора из проекта либо реализации им своей доли сторонним субъектам

Окончание таб.1.5

1	2
не требует залогов и прочих видов обеспечения	сложность привлечения (поиска инвесторов)
как правило, не предусматривает промежуточных выплат (процентов, дивидендов)	необходимость выделения доли в капитале
	возможность вмешательства инвестора в управление проектом или компанией

Источник: [74, с. 29-37].

Исходя из таблицы 1.5, видно, что, как и любой другой вид финансирования, венчурное инвестирование имеет как преимущества, так и недостатки. Инвестирование осуществляется в высокорисковые инновационные проекты, данный факт, с одной стороны, является преимуществом, с другой стороны недостатком, так как процесс поиска инвесторов достаточно сложен. Также венчурное инвестирование не предусматривает промежуточную выплату процентов и не требует залогов, но существует риск неожиданного выхода инвестора из инновационного проекта или вмешательства в управление компанией/проектом. Однако, не смотря на все недостатки, венчурное инвестирование является одним из механизмов привлечения инвестиций в высокотехнологичную сферу и реализации наукоемких инновационных проектов.

Таким образом, исследование особенностей венчурного инвестирования инновационных компаний как основы экономического роста выявило следующие: в основе экономического роста лежат инновационные компании, которые осуществляют продвижение инновации посредством реализации инновационных (венчурных) проектов. Инновационные (венчурные) проекты связаны с большим риском. Венчурное инвестирование, в свою очередь, - это инвестирование в рискованные проекты. В основе венчурного инвестирования лежат венчурные инвестиции (VC-инвестиции). Основными инвесторами, которые осуществляют вложения венчурных инвестиций (VC-инвестиции), являются венчурные фонды.

Основное отличие венчурного инвестирования от других видов финансирования, заключается в том, что данный вид инвестирования не нацелен на получение операционной прибыли. При этом вложения венчурных инвестиций в высокорисковые проекты осуществляется поэтапно.

1.2. Классификация факторов развития венчурного инвестирования инновационных компаний

Модель венчурного инвестирования сегодня неспособна эффективно функционировать, так как существуют проблемы, которые сдерживают ее развитие. Проблемам венчурного инвестирования посвящен ряд работ как отечественных, так и зарубежных ученых. В своих статьях, например, Каржаув А.Т., Фоломьев А.Н. [41], Вишняков А.А. [29], рассматривали теоретические и практические аспекты венчурного инвестирования. Сытник А.А., Антоничев А.В. [81] в своей работе исследовали факторы, которые способны оказывать влияние на эффективное развитие венчурного инвестирования, именно основные положения данной работы легли в основу данного исследования. Факторы, которые способны влиять на развитие венчурного инвестирования, представлены в таблице 1.6.

Таблица 1.6

Факторы развития венчурного инвестирования инновационных компаний

Общэкономические	Региональные
Внешнеэкономические риски	Высокий уровень доходности регионального бюджета
Благоприятный налоговый режим	Уровень развития региональной инновационной инфраструктуры
Природно-ресурсный потенциал страны и ее геополитическое положение	Наличие государственной финансовой поддержки
Уровень развития фондового рынка	

Источник: [81, с. 27-31].

Из таблицы 1.6 видно, что совокупность факторов, под воздействием которых формируется и развивается система венчурного инвестирования, состоит из общэкономических и региональных факторов. К общэкономическим факторам развития венчурного инвестирования инновационных компаний относятся: внешнеэкономические риски; благоприятный налоговый режим; природно-ресурсный потенциал страны и ее геополитическое положение, и уровень развития фондового рынка. Рассмотрим каждый из факторов более подробно.

Активность венчурного инвестирования зависит от тех факторов, которые формируют стабильность социально-экономической ситуации в стране. Если в стране существуют острые социальные проблемы, проявляющиеся, в повышенном уровне политической активности со стороны населения (например, забастовки) то эти факторы снижают активность венчурного инвестирования и несут внешнеэкономические риски осуществления инновационной деятельности. Помимо рассмотренного внешнего фактора, влияющего на развитие венчурного инвестирования инновационных компаний, существует также внутренний фактор, оказывающий достаточно сильное влияние на развитие, а именно, благоприятный налоговый режим. Данный фактор предусматривает изменение условий налогообложения, позволяет сформировать налоговые стимулы для инвесторов. К таким стимулам можно отнести: снижение налогов на дивиденды, получаемые на акции венчурных фондов или компании, освобождение от уплаты налога на доход, полученный от продажи акций венчурных структур, а также этот фактор предусматривает изменение условий страхования инвестиций и вкладов, создания свободных экономических зон или режима наибольшего благоприятствования.

Природно-ресурсный потенциал страны и ее геополитическое положение оказывает значительное влияние на развитие венчурного инвестирования инновационных компаний так, как инвестиционная привлекательность государства увеличивается при условии, если через ее территорию проходят транспортные пути, есть морские порты, которые предоставляют возможность осуществления внешнеэкономических операций. Также инвестиционная привлекательность зависит от наличия собственной сырьевой и ресурсной базы, поскольку данные условия уменьшают транспортные издержки и зависимость страны от внешнеэкономической конъюнктуры [81, с. 27-31].

При этом необходимо учитывать тот факт, что венчурные инвестиции размещаются на фондовом рынке. Для инвестора привлекательна та страна, которая имеет не только транспортные пути и морские порты, но и развитую производственную, инновационную инфраструктуру с возможностями

мобилизации финансовых ресурсов, доступными инструментами фондового рынка, а также наличие доступных рыночных ниш.

Наряду с рассмотренными общеэкономическими факторами оказывающие влияние на развитие венчурного инвестирования следует также выделить региональные факторы. К ним относят: высокий уровень доходности регионального бюджета; уровень развития региональной инновационной инфраструктуры; наличие государственной финансовой поддержки.

Высокий уровень доходности регионального бюджета, обеспечивает государственную поддержку инновационной активности и тем самым способствует развитию венчурных инвестиций в регионах РФ. В регионах с небольшим уровнем дохода бюджета, есть опасность невыполнения основных обязательств, и проблемы инновационного развития не являются приоритетными [106, с. 22-38].

Помимо уровня доходности регионального бюджета на развитие венчурного инвестирования инновационных компаний оказывает влияние наличие региональной развитой инновационной инфраструктуры, которая способствует созданию новых быстрорастущих инновационных компаний с перспективой в будущем стать объектом венчурного финансирования.

Государственная финансовая поддержка является неотъемлемым фактором развития для инновационных (венчурных) проектов, которые находятся на ранних стадиях развития. Финансовая поддержка государством может осуществляться в формах грантов, субсидий или иных формах. Эффективность определяет развитие венчурных инвестиций, а не объемы предоставляемых государственных инвестиций, то есть целью не является освоение объемов средств государственного бюджета, а обеспечение долговременной стабильной работы и рост прибыли предприятий, которым была оказана поддержка [29, с. 82].

На основе рассмотренных факторов оказывающих влияние на развития венчурного инвестирования, можно выделить основные направления развития венчурного инвестирования инновационных компаний (рис. 1.3).



Рис. 1.2. Основные направления развития венчурного инвестирования инновационных компаний с учетом факторов влияющих на его развитие

Источник: [81, с.27-31].

Исходя из рисунка 1.2 видно, что на основе каждого фактора как общеэкономического, так и регионального, оказывающего влияние на развитие венчурного инвестирования инновационных компаний можно определить направления развития венчурного инвестирования с учетом данного фактора. Итак, например, основным направлением развития венчурного инвестирования инновационных компаний с учетом такого фактора как, уровень развития фондового рынка является диверсификация финансовых инструментов.

Диверсификация финансовых инструментов – различие (разнообразие) финансовых инструментов на фондовом рынке с целью повышения доходности и снижения финансового риска.

Основным направлением развития венчурного инвестирования инновационных компаний с учетом фактора благоприятного налогового режима

является предоставление налоговых льгот инновационным компаниям осуществляющие венчурное инвестирование.

В регионах Российской Федерации направлением развития венчурного инвестирования инновационных компаний на основе рассмотренных факторов является повышение доходности регионального бюджета и развитие региональной инновационной инфраструктуры. Для того, чтобы развивать эффективное венчурное инвестирования инновационных компаний, как на региональном, так и на федеральном уровне необходимо уменьшить влияние внешнеэкономических рисков на развитие венчурного инвестирования за счет установления международного сотрудничества.

Наряду с рассмотренными выше факторами, влияющие на развитие венчурного инвестирования существует еще одна классификация факторов, предложенная профессором А.Т. Каржаув в своем исследовании «К вопросу о концепции национальной системы венчурного инвестирования». В своей работе профессор А.Т. Каржаув рассматривает не только общеэкономические и региональные факторы, способные оказывать влияние на развитие венчурного инвестирования, но и выделяет особую форму факторов. К типу таких факторов с особыми формами, определяющими результативность использования венчурного капитала, можно отнести:

- потенциальный спрос на инновации производственного назначения, в том числе на прорывные;
- рыночный спрос на долговременные рискованные инвестиции инновационной направленности;
- квалифицированный инновационный менеджмент как особый управленческий ресурс в цикле венчурного инвестирования;
- развитый комплексный информационный ресурс, обеспечивающий связи всех элементов венчурной системы, их бесперебойный информационный обмен;

- динамичный финансовый отечественный капитал и развитая национальная финансовая система с рыночными распределительно-обменными отношениями;
- научно-технологический комплекс, воспроизводящий инновации с высоким коммерческим потенциалом и высокой степенью новизны;
- стабильная нормативно-правовая база, создающая ряд преимуществ для самовозрастания венчурного капитала в реальном секторе экономики по сравнению с другими видами инвестирования.

Существуют и другие факторы оказывающие влияние на развития модели венчурного инвестирования, но профессор А.Т. Каржаув считает, что данный перечень факторов является определяющим. С учетом перечисленных факторов, влияющих на развитие модели венчурного инвестирования, А.Т. Каржаув считает, чтобы сформировать эффективную модель венчурного инвестирования, следует, ориентироваться на ряд методологических правил. К ним можно отнести:

- модель венчурного инвестирования должна создать такие условия, которые смогли бы обеспечить эффективное взаимодействие таких процессов как, венчурное инвестирование, инновационное предпринимательство, инвестиционное проектирование;
- модель венчурного инвестирования в ходе формирования должна приобрести такие свойства как: самоорганизация, относительная устойчивость, пропорциональность, способность воспроизводить внутренние факторы саморазвития, целостность, способность к автономному функционированию, информационность;
- сформировать модель венчурного инвестирования можно путем объединения функциональных элементов (например, инновационно-производственный) через выявление и оформление их зависимости друг от друга [41, с. 135-138].

Таким образом, были предложены две классификации факторов, которые оказывают влияние на развитие венчурного инвестирования инноваци-

онных компаний. Одна классификация факторов была предложена Сытник А.А., и Антоничев А.В. Они разделяют факторы на общеэкономические и региональные, и на их основе определяют направления развития венчурного инвестирования инновационных компаний. Вторая классификация представлена профессором А.Т. Каржаув, который выделяет факторы с особыми формами, определяющими результативность использования венчурного капитала. При этом профессор А.Т. Каржаув, с учетом данных факторов определяет методологические правила, на основе которых можно создать эффективную модель венчурного инвестирования.

1.3. Методология и методы оценки эффективности венчурного инвестирования инновационных компаний

Успешность инновационного проекта, реализуемого на условиях венчурного инвестирования, зависит от многих факторов, в том числе и от уровня расходов на создание, освоение и использование инновационных разработок.

Эти расходы включают в себя затраты на проведение НИОКР, на информационное и патентное обеспечение научных разработок, маркетинговых исследований, а также на производство и сбыт новой продукции. Оценка конечных результатов венчурного инвестирования основывается на оценке эффективности выполнения инвестиционного проекта в целом, в котором инновационная стадия рассматривается как составляющая [38, с. 30-34].

Венчурный бизнес отличается тем, что в классическом варианте проекта с обеих сторон присутствуют предприниматели. Поэтому часто при оценке предполагаемых результатов реализации проекта применяются различные подходы.

Методология оценки эффективности инновационных (венчурных) проектов аналогична методологии оценки эффективности инвестиционных проектов [35, с. 54-61].

Исследованием методологии оценки эффективности инновационных (венчурных) проектов занимались такие ученые, как: М.В. Кангро [10], В.Ф. Максимова [13], В.Р. Атонян [20], И.Н. Пчелинцева [64]. В своих работах авторы разрабатывали алгоритм оценки проектов с помощью методов, которые позволят инвестору осуществить выбор из существующих альтернативных вариантов инвестирования, при этом оценить эффективность проекта в условиях неопределенности.

Эффективность инновационного (венчурного) проекта характеризуется системой экономических показателей и методами его оценки, отражающих соотношение связанных с проектом затрат и результатов, и позволяющих судить об экономической привлекательности проекта для его участников, об экономических преимуществах одних проектов над другими. [13, с. 47].

Выбор методов оценки эффективности инвестиций зависит от конкретного инновационного (венчурного) проекта, они не могут быть едиными. Инновационные (венчурные) проекты различаются по величине затрат, сроку полезного использования, а также по продуктивности результатов. Все существующие методы оценки эффективности инвестиций можно разделить на две основные группы:

1. Методы оценки эффективности инвестиций, не включающие дисконтирование (статистические).
2. Методы оценки эффективности инвестиций, включающие дисконтирование [10, с. 131].

Рассмотрим более подробно каждую из групп методов оценки эффективности инновационных (венчурных) проектов.

1. Статистические (учетные) методы оценки эффективности проектов (Payback Period PP, Accounting Rate of Return, ARR)

При использовании статистических методов в отдельных случаях прибегают к такому статистическому методу, как расчет среднегодовых данных о затратах и результатах (доходах) за весь срок использования проекта. Дан-

ный прием используется в тех случаях, когда затраты и результаты неравномерно распределяются по годам проекта. В результате такого методического приема не в полной мере учитывается временной аспект стоимости денег, факторы, связанные с инфляцией и риском [12, с. 247].

1.1. Срок окупаемости инвестиций (Payback Period, PP)

Срок окупаемости инвестиций – данный коэффициент показывает период, за который окупятся первоначальные инвестиции (затраты) в инновационный (венчурный) проект. Экономический смысл данного показателя заключается в том, что бы показать срок, за который инвестор вернет обратно свои вложенные деньги (капитал).

$$PP = \sum_{i=1}^n CF_i > IC, \quad (1.1)$$

где IC (*Invest Capital*) – инвестиционный капитал, первоначальные затраты инвестора в объект вложения. В формуле в иностранной практике иногда используют понятие не инвестиционный капитал, а затраты на капитал (*Cost of Capital, CC*), что по сути несет аналогичный смысл;

CF (*Cash Flow*) – денежный поток, который создается объектом инвестиций. Под денежным потоком иногда в формулах подразумевают чистую прибыль (NP , *Net Profit*).

Формулу расчета срока (периода) окупаемости можно расписать по-другому, такой вариант тоже часто встречается в отечественной литературе:

$$PP = \frac{\text{Затраты на инвестиции}}{\text{Денежный поток}} \quad (1.2)$$

Следует отметить, что затраты на инвестиции представляют собой все издержки инвестора при вложении в инновационный (венчурный) проект. Денежный поток необходимо учитывать за определенные периоды (неделя, месяц, год). В результате период окупаемости инвестиций будет иметь аналогичную шкалу измерения [63, с. 97-100].

Срок окупаемости инвестиций (PP) имеет свои достоинства и недостатки. К достоинствам данного показателя относятся его скорость и простота

расчета. Недостаток данного коэффициента состоит в том, что в его расчете используется постоянный денежный поток. В реальных условиях достаточно сложно спрогнозировать устойчивые будущие денежные поступления, поэтому период окупаемости может существенно измениться. Для того чтобы снизить возможные отклонения от плана окупаемости следует обеспечить надежность источников поступления денежного потока инновационного (венчурного) проекта. К тому же срок окупаемости инвестиций (PP) не учитывает влияние инфляции на изменение стоимости денег во времени [11, с. 164-165].

1.2. Рентабельность инвестиционного проекта (Accounting Rate of Return, ARR)

Коэффициент рентабельности инвестиций – показатель, отражающий прибыльность объекта инвестиций без учета дисконтирования.

$$ARR = \frac{CF_{cp}}{IC}, \quad (1.3)$$

где CF_{cp} – средний денежный поток (чистая прибыль) объекта инвестиций за рассматриваемый период (месяц, год);

IC (Invest Capital) – инвестиционный капитал, первоначальные затраты инвестора в объект вложения.

Существует также следующая разновидность формулы рентабельности инвестиций отражающая случай, когда в проект в течение рассматриваемого периода вносят дополнительные инвестиционные вложения. Поэтому берется средняя стоимость капитала за период. Формула при этом имеет вид:

$$ARR = \frac{CF}{\frac{1}{2}(IC_0 + IC_1)}, \quad (1.4)$$

где IC_0 – стоимость инвестиций (затраченного капитала) на начало отчетного периода;

IC_1 – стоимость инвестиций (затраченного капитала) на конец отчетного периода.

Данный показатель используется для сравнения различных альтернативных инновационных проектов. Чем выше рентабельность проекта (ARR),

тем выше привлекательность данного проекта для инвестора. Как правило, данный показатель используется для оценки уже существующих проектов, где можно проследить и статистически оценить эффективность создания денежного потока данной инвестиции [15, с. 183-185].

Рентабельность проекта (ARR), также как предыдущий показатель, имеет свои достоинства и недостатки. Достоинства коэффициента в его простоте расчета и получения и на этом его достоинства заканчиваются. К недостаткам данного коэффициента можно отнести сложность прогнозирования будущих денежных поступлений/доходов от проекта. К тому же если проект венчурный, то данный показатель может сильно исказить картину восприятия проекта. Рентабельность инновационного (венчурного) проекта (ARR), как правило, используется для внешней демонстрации успешного проекта. Показатель в своей формуле не учитывает изменения стоимости денег во времени.

Статистические методы оценки, не включающие дисконтирование, наиболее рационально применять в тех случаях, когда затраты и результаты равномерно распределены по годам реализации проектов и срок их окупаемости охватывает небольшой промежуток времени – до пяти лет [77, с. 29-39].

Далее рассмотрим ряд динамических методов оценки инновационных (венчурных) проектов, данные показатели используют дисконтирование, что является несомненным преимуществом по отношению к статистическим методам.

2. Динамические (дисконтированные) методы оценки эффективности (Net Present Value NPV, Internal Rate of Return IRR, Profitability index PI, Discounted Payback Period DPP)

Динамические методы оценки эффективности инновационных проектов основаны на модели дисконтированного денежного потока. Дисконтирование – это приведение разновременных доходов и расходов, осуществляемых в рамках инновационного (венчурного) проекта, к единому (базовому)

моменту времени. Методы оценки эффективности инвестиций, основанные на дисконтировании, применяются в случаях крупномасштабных проектов, реализация которых требует значительного времени.

2.1. Чистый дисконтированный доход (Net Present Value, NPV)

Чистый дисконтированный доход (NPV) – показатель, отражающий изменение денежных потоков и показывает разность между дисконтированными денежными доходами и расходами [66, с. 39-42].

В методе чистой приведенной стоимости учитывается временная стоимость денег. Чистый дисконтированный доход (NPV) используют для того, чтобы отобрать наиболее привлекательный инновационный (венчурный) проект для вложений.

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - CF_0, \quad (1.5)$$

где NPV – чистый дисконтированный доход проекта;
 CF_t – денежный поток в период времени t ;
 CF_0 – денежный поток в первоначальный момент. Первоначальный денежный поток равняется инвестиционному капиталу ($CF_0 = IC$);
 r – ставка дисконтирования (барьерная ставка).

Данный показатель имеет как положительное, так и отрицательное значение. На основе знака, соответственно, оценивается и принимается решение. Оценка инновационного (венчурного) проекта на основе чистого дисконтированного дохода (NPV) представлена в таблице 1.7.

Таблица 1.7

Оценка инновационного проекта на основе критерия NPV

Критерии оценки NPV	Принимаемое решение по проекту
$NPV < 0$	Инновационный проект, имеющий отрицательное значение NPV следует исключить из рассмотрения
$NPV > 0$	Инновационный проект привлекателен для вложения
$NPV = 0$	Инновационный проект обеспечит уровень безубыточности, когда все доходы равны расходам
$NPV_1 > NPV_2^*$	Сравнение NPV одного проекта с NPV^* другого, показывает большую инвестиционную привлекательность первого

Источник: [121].

Для использования показателя чистого дисконтированного дохода (NPV) необходимо соблюсти ряд условий:

1. Денежные потоки инновационного проекта должны быть оценены для всего периода и соотнесены во временные интервалы.
2. Необходимы денежные потоки, связанные только с реализацией данного проекта.
3. Используемый при расчете NPV принцип дисконтирования, подразумевает возможность неограниченного привлечения и вложения финансовых средств по ставке дисконта.
4. При сравнении эффективности нескольких проектов используется одинаковая для всех проектов ставка дисконтирования и единый период времени [121].

Несмотря на то, что критерий NPV, является наиболее точным показателем оценки эффективности инновационных (венчурных) проектов, теоретически обусловленным, все же имеет недостатки. Во-первых, данный показатель не применим при сравнении проектов с большими первоначальными затратами и с меньшими при равной стоимости. Во-вторых, при выборе между проектом с большей реальной стоимостью и длительным периодом окупаемости и проектом с меньшей реальной стоимостью и коротким периодом окупаемости. Это означает, что чистый дисконтированный доход (NPV) не определяет границу рентабельности и финансовую прочность проекта. При этом достаточно сложно определить процентную ставку [23, с. 75-83].

Следующим методом оценки эффективности инновационного (венчурного) проекта является метод внутренней нормы доходности /прибыли (IRR).

2.2. Метод внутренней нормы доходности /прибыли (Internal Rate of Return IRR)

Внутренняя норма доходности/прибыли (IRR) – это ставка дисконтирования, при которой чистая приведенная стоимость инвестиций равна нулю.

Иначе говоря, при такой ставке сумма инвестированных средств будет окупаться в течение всего инновационного (венчурного) проекта [16, с.110].

$$0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} - CF_0, \quad (1.6)$$

где CF (*Cash Flow*) – денежный поток, который создается объектом инвестиций;

IRR – внутренняя норма прибыли;

CF_0 – денежный поток в первоначальный момент. В первом периоде, как правило, денежный поток равняется инвестиционному капиталу ($CF_0 = IC$).

Как и метод чистой приведенной стоимости (NPV), метод внутренней нормы доходности/прибыли (IRR) также учитывает временную стоимость денег. Данное условие является одним из достоинств данного метода. Также к достоинствам можно отнести:

- возможность сравнения проектов между собой, имеющих разный горизонт инвестирования;
- возможность сравнения не только проектов, но и альтернативных инвестиций, например банковский вклад. Если IRR проекта составляет 25%, а банковский вклад равен 15%, то проект более инвестиционно привлекателен.
- экспресс-оценка проекта на его целесообразность дальнейшего развития.

К недостаткам метода внутренней нормы доходности /прибыли (IRR) относятся:

- не отражен абсолютный рост стоимости инновационно (венчурного) проекта;
- денежные потоки часто имеют не систематическую структуру, что затрудняет правильный расчет данного показателя [99, с. 202-2010].

Внутреннюю норму доходности/прибыли (IRR) оценивают со средневзвешенной стоимостью привлеченного капитала, что позволяет сделать оценку целесообразности дальнейшего развития инновационного (венчурно-

го) проекта. Оценка инновационного проекта на основе критерия (IRR) представлена в таблице 1.8.

Таблица 1.8

Оценка инновационного проекта на основе критерия (IRR)

Оценка значений коэффициента IRR	Принимаемое решение
$IRR > WACC$	Вложенный в инновационный проект капитал будет создавать доходность выше, чем стоимость вложенного капитала. Такой проект является инвестиционно привлекательным
$IRR = WACC$	Проект не принесет ни убытков, ни дохода в будущем периоде и такой проект не является инвестиционно привлекательным
$IRR < WACC$	Такой проект будет создавать отрицательный дисконтированный денежный поток в будущем

Источник: [79, с. 610-619].

Исходя из данных таблицы 1.8 показатель WACC - средневзвешенная стоимость капитала показывает минимальный возврат средств предприятия на вложенный в его деятельность капитал, или его рентабельность, т.е. это общая стоимость капитала, рассчитанная как сумма доходности собственного капитала и заемного капитала, взвешенных по их удельной доле в структуре капитала. Впервые показатель WACC был введен в научно-практическое применение Ф. Модильяни и М. Миллером в 1958 г. [79, с. 610-619].

Наряду с рассмотренными выше показателями оценки эффективности инновационных (венчурных) проектов также немаловажным показателем оценки эффективности является индекс прибыльности инвестиций (PI).

2.3. Индекс прибыльности инвестиций (Profitability index, PI)

Индекс прибыльность инвестиций (PI) – показатель эффективности инвестиций, показывающий отдачу (доходность) вложенного капитала. Индекс прибыли представляет собой отношение дисконтированной стоимости будущих денежных потоков к стоимости первоначальных инвестиций. Экономический смысл данного коэффициента заключается в оценки дополнительной ценности на каждый вложенный рубль [66, с. 39-42].

$$PI = \frac{NPV}{IC} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{IC}, \quad (1.7)$$

где NPV – чистый дисконтированный доход;
 n – срок реализации проекта;
 r – ставка дисконтирования (%);
 IC – вложенный (затраченный) инвестиционный капитал

Если вложения в проект осуществляются не одновременно, а на протяжении всего времени реализации, то необходимо инвестиционный капитал (IC) привести к единой стоимости, т.е. дисконтировать его, тогда формула будет иметь следующий вид:

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t=0}^n \frac{IC}{(1+r)^t}} \quad (1.8)$$

Чем выше коэффициент прибыльности инвестиций (PI), тем большую отдачу на вложенный капитал приносит данная инвестиция. На практике большой индекс прибыли не всегда показывает эффективность инновационного (венчурного) проекта, ведь в таком случае оценка будущих доходов могла быть завышена или периодичность их получения не правильно оценена. Оценка эффективности инновационных проектов на основе показателя индекса прибыльности инвестиций (PI) представлена в таблице 1.9.

Таблица 1.9

Оценка эффективности инновационных проектов
на основе критерия PI

Критерий оценки PI	Принимаемое решение
$PI < 1$	Инновационный проект не сможет возместить в полном размере вложенные в него капитальные затраты
$PI > 1$	Проект инвестиционно привлекателен для вложения, так как сможет обеспечить дополнительную отдачу капитала.
$PI = 1$	Инновационный проект имеет доходность равную выбранной ставке дисконтирования

Источник: [75, с. 201-203].

Как и любой другой финансовый коэффициент, рассматриваемый показатель имеет как плюсы, так и минусы. К достоинствам индекса прибыльности инвестиций (PI) можно отнести:

- сравнить несколько вариантов для вложений, которые различаются по масштабу;
- возможность применить ставку дисконтирования для учета показателей при определении доходности проекта, которые трудно формализовать.

К недостаткам индекса прибыльности инвестиций (PI) при его использовании можно отнести:

- сложность определения уровня влияния нематериальных факторов на возможные денежные потоки;
- сложность точного расчета нормы дисконта для разных проектов;
- сложность расчета планируемых потоков средств в проект.

Также еще одним немало важным показателем среди методов оценки эффективности инвестиций, включающие дисконтирование является дисконтированный срок окупаемости (DPP) [75, с. 201-203].

2.4. Дисконтированный срок окупаемости (Discounted Payback Period, DPP)

Дисконтированный срок окупаемости (DPP) – показатель, отражающий период, через который окупятся первоначальные инвестиционные затраты. Формула расчета коэффициента аналогична формуле оценки периода окупаемости инвестиций, только используется дисконтирование [13, с. 47].

$$DPP = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} > IC, \quad (1.9)$$

где IC (*Invest Capital*) – инвестиционный капитал, первоначальные затраты инвестора в объект вложения;

CF (*Cash Flow*) – денежный поток, который создается объектом инвестиций;

r – ставка дисконтирования;

t – период оценки получаемого денежного потока

Как и все показатели, рассмотренные выше, дисконтированный срок окупаемости (DPP) также имеет свои достоинства и недостатки.

Достоинством показателя дисконтированного срока окупаемости (DPP) является возможность использовать в формуле свойство денег изменять свою стоимость со временем за счет инфляционных процессов. Это повышает точность оценки периода возврата вложенного капитала. Сложность использования данного показателя заключается в точном определении будущих денежных поступлений от инвестиции и оценке ставки дисконтирования. Ставка может изменяться на всем жизненном цикле инвестиции из-за действия различных экономических, политических, производственных факторов [23, с. 75-83].

Выводы по первой главе. Исследуя, теоретико-методологические аспекты венчурного инвестирования инновационных компаний нами были сделаны следующие выводы: в основе экономического роста лежат инновационные компании, которые осуществляют продвижение инновации посредством реализации инновационных (венчурных) проектов. Инновационные (венчурные) проекты связаны с большим риском. Венчурное инвестирование, в свою очередь, - это инвестирование в рискованные проекты. В основе венчурного инвестирования лежат венчурные инвестиции (VC-инвестиции). Основными инвесторами, которые осуществляют вложения венчурных инвестиций (VC-инвестиции), являются венчурные фонды.

Основное отличие венчурного инвестирования от других видов финансирования, заключается в том, что данный вид инвестирования не нацелен на получение операционной прибыли и вложения инвестиций осуществляется в высокорисковые проекты. При этом венчурное инвестирование в инновационную компанию/проект осуществляется не одновременно, а поэтапно. Последним этапом является выход инвестора, из инновационной компании/проекта который может осуществляться следующими способами: первичное размещение на фондовом рынке (IPO), продажа доли стратегическому партнеру (стратегия M&A), или выкуп менеджером (MBO).

Исследование теоретических аспектов венчурного инвестирования инновационных компаний выявило факторы способные оказывать влияние на развитие венчурного инвестирования. Данные факторы были рассмотрены на основе двух предложенных классификациях. Одна классификация факторов была разработана Сытник А.А., и Антоничев А.В. Они разделяют факторы на общеэкономические и региональные, и на их основе определяют направления развития венчурного инвестирования инновационных компаний. Вторая классификация представлена профессором А.Т. Каржаув, который выделяет факторы с особыми формами, определяющими результативность использования венчурного капитала. При этом профессор А.Т. Каржаув, с учетом данных факторов определяет методологические правила, на основе которых можно создать эффективную модель венчурного инвестирования.

В ходе исследования методологических аспектов венчурного инвестирования инновационных компаний было установлено, что методология оценки эффективности инновационных (венчурных) проектов аналогична методологии оценки эффективности инвестиционных проектов. При этом выбор методов оценки эффективности инвестиций зависит от конкретного проекта.

В настоящем исследовании были рассмотрены две основные группы методов, а именно: статистические и динамические методы оценки эффективности инвестиций. Первая группа методов подходит для отражения общей характеристики объекта, тогда как вторая группа методов оценки эффективности инвестиций позволяет более точно оценить параметры инвестиции. Использование коэффициентов оценки инновационных (венчурных) проектов позволяет выбрать наиболее привлекательные объекты для вложения.

ГЛАВА 2. ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ И ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННЫХ КОМПАНИЙ: ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ И РОССИЙСКАЯ ПРАКТИКА

2.1. Государственное регулирование венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах Российской Федерации за рубежом

Российское государство играет значительную роль в развитии инновационной экономики. На ранних этапах становления российского венчурного рынка, главным образом в 2004-2009 годах, правительство РФ создало несколько государственных институтов развития (ОАО «РВК», ОАО «РОСНАНО» и Фонд «Сколково»), которые повысили интерес к новой экономике, инновациям и предпринимательству. Но, несмотря на это, венчурная деятельность в нашей стране еще не имеет должного правового регулирования. Единого законодательного акта, определяющего понятие и порядок осуществления венчурной деятельности, пока еще не существует. Федеральный закон от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ (ред. от 23.05.2016) «О науке и государственной научно-технической политике» регулирует отношения между субъектами научной и (или) научно-технической деятельности, органами государственной власти и потребителями научной и (или) научно-технической продукции (работ, услуг). Данный закон определяет правовой статус субъектов научной и (или) научно-технической деятельности, принципы ее регулирования, формирование и порядок реализации государственной научно-технической политики [3].

Правовой базой инновационной деятельности в настоящее время является законодательство в области интеллектуальной собственности. Нормативно-правовыми актами являются Конституция РФ статья 71 и Гражданский Кодекс РФ статья 1246 «Государственное регулирование отношений в сфере интеллектуальной собственности». В соответствии со статьей 71 Конституции РФ правовое регулирование интеллектуальной собственности находится в ведении Российской Федерации. Многие ученые считают, что

венчурное инвестирование, как один из важнейших способов решения проблемы нехватки средств для инновационных предприятий, сегодня является законодательно неурегулированным [1,2].

Несмотря на то, что еще нет единого законодательного акта регулирующего венчурное инвестирование в РФ, государство в свою очередь оказывает поддержку венчурному бизнесу с помощью методов прямого и косвенного регулирования. Методы прямого и косвенного государственного регулирования венчурного инвестирования в РФ представлены в приложении 1. Рассмотрим более подробно каждый из методов государственного регулирования. Как мы можем заметить из приложения 1, методов прямого государственного регулирования всего два, - субсидирование и предоставление грантов и метод бюджетного инвестирования

Грант является своеобразным аналогом субсидии, который применяется за рамками бюджетного процесса. Он может предоставляться, некоммерческими организациями, физическими лицами, а также иностранными и международными институтами на безвозвратной, безвозмездной основе [32, с137].

Далее, нами рассмотрены различные виды грантов и субсидий, которые предоставляются в качестве поддержки венчурной деятельности.

Средства, предоставляемые государственными институтами развития, осуществляющими субсидирование субъектов венчурной деятельности, среди которых можно выделить: фонд развития центра разработки и коммерциализации новых технологий (Фонд «Сколково»); фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере (Фонд Бортника) [89, с.188-193].

Инновационные проекты «Сколково», согласно ФЗ РФ «Об инновационном центре «Сколково» от 28.09.2010 N 244-ФЗ финансирует, предоставляя безвозвратные и безвозмездные гранты при условии достижения определенных результатов проекта. Фонд финансирует проекты масштабного характера, средний размер гранта составляет примерно 25 млн. руб. [6].

Фонд Бортника, согласно постановлению Правительства РФ от 26.10.2000 № 811 ежегодно получает 1,5 % средств, предусмотренных в федеральном бюджете на финансирование науки. Данный фонд в отличие от фонда «Сколково» финансирует небольшие проекты. Общий объем финансирования не больше 6 млн. руб. Однако Фонд Бортника ежегодно выделяет более 2000 грантов, в то время как Фонд Сколково всего 120 грантов [73, с.86].

Такой метод прямого регулирования как бюджетное инвестирование в венчурные проекты на федеральном уровне не применяется. Средства вкладываются только в институты развития. Но на уровне субъектов Российской Федерации осуществление государством функции венчурного инвестора применимо. Если в качестве инвестора выступает субъект Российской Федерации, он контролирует использование вложенных средств и оказывает при необходимости организационную поддержку [90, с.56-61].

Наиболее распространенной формой государственного регулирования венчурной деятельности в России являются инвестиции, осуществляемые государственными институтами развития, которые в свою очередь делятся на два типа:

- вклад в уставный капитал венчурного инвестора (повышение капитализации венчурных фондов);
- вклад в уставный капитал компании - получателя венчурного капитала (государство выступает в роли венчурного инвестора).

На инвестициях первого типа специализируется ОАО «Российская венчурная компания (РВК) [73, с. 86].

РВК - государственный фонд фондов и институт развития Российской Федерации, один из ключевых инструментов государства в деле построения национальной инновационной системы. Компания играет системообразующую роль в процессе развития венчурного рынка в России. Это своего рода координатор процесса инновационного развития, место встречи всех участников инновационного процесса: государства, как непосредственного учре-

дителя РВК и как регулятора процесса модернизации России, научных площадок, венчурных фондов, инвесторов, бизнес-ангелов, а также стартапов и инфраструктурных компаний, которые обслуживают инновационную сферу.

Возрастающая роль нефинансовых инструментов определяет миссию РВК - осуществить с учетом приоритетов государства увеличение объема, ускорение темпов роста и коррекцию направлений развития венчурного рынка РФ с целью, повышения конкурентоспособности инновационного сектора экономики страны в международном масштабе. Через канал РВК государством стимулируются венчурные инвестиции посредством увеличения капитала частных фондов [112].

На инвестициях второго типа специализируется ОАО «Роснано». Данный институт инвестирует проекты на этапах их раннего роста. Но финансирование осуществляется лишь в объемах, необходимых для создания привлекательных условий для частных инвесторов. Выход института из проекта происходит, как только частный капитал готов к самостоятельному финансированию проекта, а возврат инвестиций осуществляется на заранее определенных условиях.

Наряду с методами прямого регулирования венчурного инвестирования существуют так же, как уже было сказано выше, методы косвенного государственного регулирования венчурного инвестирования, которые включают: предоставление налоговых льгот; финансирование имущественной инфраструктуры; информационная, организационная и административная поддержка; возможность ускоренной амортизации основных средств; поддержка спроса на инновационную продукцию (см. прил. 1).

Одним из таких методов является, метод предоставления налоговых льгот. Налоговые льготы, которые применяются в отношении венчурного инвестирования можно разделить на две группы, а именно: льготы, которые применяются в рамках специальных налоговых режимов (например, Инновационного центра «Сколково»), и льготы которые применяются в отноше-

нии всех организаций. Резиденты Инновационного центра «Сколково» обладают следующими льготами:

- возможность освобождения от НДС;
- совокупная ставка по страховым взносам, которая устанавливается на уровне 14 % для компаний, годовая выручка которых не превышает 1 млрд. руб;
- налоговые каникулы сроком на 10 лет по налогу на прибыль организаций, земельному налогу и налогу на имущество.

К льготам, которые применимы ко всем организациям можно отнести:

- освобождение от НДС при реализации прав на результаты интеллектуальной деятельности;
- освобождение от НДС при реализации НИОКР, относящихся к созданию новых или усовершенствованию существующих технологий;
- пониженная ставка обязательных страховых взносов;
- инвестиционный налоговый кредит, который имеет форму отсрочки уплаты налога на прибыль сроком до пяти лет [115].

Одним из основных методов косвенного регулирования венчурной деятельности является метод финансирования имущественной инфраструктуры. Имущественные комплексы, соединяющие в себе элементы инфраструктуры, необходимой для развития малых инновационных предприятий, имеют вид бизнес-инкубаторов, технопарков, или технополисов [94, с. 119].

Метод информационной и административной поддержки венчурной деятельности (см. прил.1) подразумевает финансирование институциональной инфраструктуры инновационного бизнеса. Например, Фонд «Сколково» оказывает различные виды поддержки инновационным компаниям, а именно: бухгалтерское сопровождение, помощь в подготовке документации для получения гранта, подбор персонала, а также оказывает административную и кадровую поддержку.

Еще одним важным методом является возможность ускоренной амортизации основных средств. Суть данного метода заключается в том, что ускоренная амортизация основных средств осуществляется посредством амортизационной премии - немедленного списания на расходы до 10 % первоначальной стоимости основных средств и расходов капитального характера [85, с.76-79].

И последним среди косвенных методов государственного регулирования является метод поддержки спроса на инновационную продукцию. Существенную часть возможного спроса на инновационную продукцию формируют крупные государственные компании. Некоторые компании, в настоящее время, составляют системообразующую часть своей отрасли. Так, например, государственная корпорация «Росатом» фактически является единственным отечественным потребителем на рынке инноваций в сфере атомной энергетики.

В России основными источниками финансирования венчурной деятельности являются институты развития, некоторые из них мы уже рассмотрели выше. Источники венчурного инвестирования в РФ делятся на две группы, а именно, финансовые и нефинансовые институты развития.

К финансовым институтам развития относятся: ОАО «Российская венчурная компания (РВК) – государственный фонд венчурных фондов Российской Федерации»; Государственная корпорация «Внешэкономбанк»; Инвестиционный фонд РФ; Научные фонды – Фонд содействия развитию малых форм предприятия научно-технической сфере (см. прил.2).

ОАО «Российская венчурная компания (РВК) – государственный фонд венчурных фондов Российской Федерации», также является одним из главных источников венчурного инвестирования на территории РФ.

Государственная корпорация «Внешэкономбанк» также оказывает финансовую поддержку венчурного инвестирования, при этом одновременно являясь одним из учредителей Фонда «Сколково». «Внешэкономбанк» создал Фонд оператор программы финансового содействия инновационными

проектам Фонда «Сколково». Основные задачи фонда это оказание финансовой и информационной поддержки инновационным (венчурным) проектам Фонда «Сколково».

Инвестиционный Фонд и научные фонды - Фонд содействия развитию малых форм предприятия научно-технической сфере также как, и предыдущие институты способствуют развитию венчурному инвестированию, предоставляя льготные кредиты, а также организовывая на конкурсной основе получение грантов для реализации инновационных (венчурных) проектов.

К нефинансовым институтам относят: Государственная корпорация ОАО «Российская корпорация нанотехнологий» (ОАО «РОСНАНО»); Государственная корпорация «Ростехнологии»; Особые экономические зоны и ОАО «Особые экономические зоны»; Технопарки, промышленные парки (см. прил. 2)

Государственная корпорация ОАО «Российская корпорация нанотехнологий» (ОАО «РОСНАНО») относится к нефинансовым институтам развития и по принципам своих инвестиций близка к венчурной компании, которая вкладывает средства в проекты с использованием наноматериалов и нанотехнологий, разделяя риски с партнерами.

Государственная корпорация «Ростехнологии» также относится к нефинансовым институтам развития, которая оказывает помощь при осуществлении экспертизы инновационных (венчурных) проектов.

ОАО Особые экономические зоны являются механизмом внедрение новой налоговой и инновационной политики. Вложения в проекты особых экономических зон являются высокорисковыми. Инвестированию в проекты особых экономических зон присущи практически все признаки венчурного инвестирования, что позволяет идентифицировать его как механизм привлечения венчурного капитала.

Технопарки в России начали создаваться в соответствии с государственной программой «Создание в Российской Федерации технопарков в сфере высоких технологий». Технопарки должны представлять собой взаи-

модополняемые элементы одной системы, которая позволяет пройти все стадии инновационного проекта - от научно-исследовательских работ до мелко-серийного производства. Технопарки создаются как объекты полного цикла. Предполагается, что инновационные проекты, отобранные экспертными советами в технопарках, будут получать статус резидентов проекта «Сколково» и финансовую поддержку на первом этапе развития [72, с.16].

Если рассматривать источники финансирования проектов за рубежом, то здесь основными источниками также будут являться институты развития, которые в свою очередь делятся на два типа финансовые и нефинансовые.

К финансовым институтам развития за рубежом относятся: агентства развития, экспортно-импортные банки, экспортные, страховые и долговые агентства, финансовые корпорации, инвестиционные, венчурные и суверенные фонды. Всего в мире их насчитывается свыше 750 [72, с.16].

Еще более многочисленным (более 50 тыс.) является нефинансовый тип институтов развития: специальные (свободные, особые) экономические зоны, технополисы, технопарки и кластеры, научно-внедренческие инновационные, образовательные и экспертно-аналитические центры, научные фонды, промышленные союзы.

Сложившиеся в мировой практике формы и методы государственной поддержки, используемые для развития венчурного инвестирования, многообразны. В обобщенном виде они могут быть представлены в двух основных группах - прямые и косвенные (прил. 3).

Некоторые эксперты полагают, что во многих случаях прямое участие государства в венчурном капитале не всегда является оптимальным решением. Зачастую оптимальный подход заключается в том, чтобы улучшить макроэкономическую и правовую среду для преодоления некоторых финансовых препятствий к осуществлению высокорисковых инвестиций. Другими словами, следует использовать косвенные методы государственного воздействия на венчурный капитал.

Таким образом, исследование государственного регулирования венчурного инвестирования инновационных компаний в РФ и за рубежом показало, что на территории РФ нет единого законодательного акта регулирующего область венчурного инвестирования. Однако правовой базой инновационной деятельности в настоящее время является законодательство в области интеллектуальной собственности, а также нормативно-правовые акты: Конституция РФ и Гражданский Кодекс РФ. При этом на территории РФ, как и за рубежом, применяются методы прямого и косвенного регулирования венчурного инвестирования. Помимо методов были рассмотрены основные источники финансирования, как в РФ, так и за рубежом. К ним относят финансовые и нефинансовые институты развития.

2.2. Современное состояние и тенденции развития венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах Российской Федерации и за рубежом

В последние годы на фоне медленного восстановления мировой экономики и нестабильной ситуации на фондовых рынках, а также на фоне неблагоприятной мировой конъюнктуры, наблюдаются изменения на венчурном рынке, как России, так и на мировом рынке.

В данном параграфе рассмотрены современное состояние и тенденции развития венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ и за рубежом.

Сложившиеся в 2014-2015 гг. макроэкономическая и геополитическая ситуация только усугубила положения на рынке венчурных инвестиций. Так, введение экономических санкций, ограничение доступа к зарубежным источникам финансирования, а также сужение внутреннего рынка капитала в условиях экономического спада привели к сокращению расходов частных инвесторов на инвестиционные проекты в РФ [31, с. 68-75]. Одним из итогов стало снижение валовых инвестиций до уровня 19,8% ВВП. Данные прироста российского и мирового ВВП представлены в приложении 4, исходя из кото-

рых видно, что в России ряд показателей имеет тенденцию к сокращению. Итак, в 2013 г. валовые инвестиции в России составили 21,6% ВВП против 23,6% ВВП в 2012 г., а в 2014 г. по сравнению с 2013 г. валовые инвестиции составили 19,8% ВВП, т.е. наблюдается отрицательная тенденция. При этом объем венчурных инвестиций в России также имеет отрицательный прирост, а именно: в 2013 г. прирост объема венчурных инвестиций составил -28,4%, по сравнению с 22,2% в 2012 г.. В 2014 г. также как, и в 2013 г. наблюдается отрицательный прирост данного показателя -26%. При этом необходимо отметить, тот факт, что в 2012 г. объем российского венчурного рынка, вывел нашу страну на второе место в Европе и на пятое место в мире. Однако на протяжении анализируемого периода времени произошло сокращение прироста объема российского ВВП в постоянных ценах. Так, в 2013 г. прирост объема российского ВВП составил 1,3% против 3,4% в 2012 году, а в 2014 г. данный показатель составил 0,6% против 1,3% в 2013 г.

На снижение темпов роста российской экономики существенное влияние оказал ряд факторов - как внешних, так и внутренних, в т.ч. снижение мировых цен на энергетические ресурсы, а также обострение геополитической обстановки.

Если рассматривать ситуацию в мире, то здесь наблюдается совсем иная тенденция, а именно: прирост объема венчурных инвестиций в мире за анализируемый период времени имеет тенденцию к росту. Итак, в 2013 г. прирост объема венчурных инвестиций составил 7,4% против -11,1% в 2012 г., а в 2014 г. прирост данного показателя составил 62% против 7,4% в 2013г.. При этом прирост объема мирового ВВП в постоянных ценах на протяжении анализируемого периода времени оставался стабильным на отметки 3,4% [116].

Учитывая существенную зависимость российской экономики от мировой конъюнктуры на сырьевых рынках, к возможным последствиям такого варианта развития событий были отнесены риски дестабилизации банковской системы, ухудшения платежного баланса и уровня уверенности экономиче-

ских агентов, резкое ослабление обменного курса рубля, высокий уровень инфляции и уменьшение внутреннего спроса. К сожалению, этот прогноз оправдался: конъюнктура цен на энергоносители оказала существенное давление на российскую экономику, темпы роста ВВП и курс национальной валюты. Усилия, предпринятые Правительством Российской Федерации, привели к постепенному замедлению темпов экономического спада, однако полностью преодолеть стагнацию, в том числе в отраслях инвестиционного спроса, в 2015 г. не удалось. Итак, воздействие внешних факторов на российскую отрасль венчурного инвестирования можно охарактеризовать как негативное [127].

Основные показатели рынка венчурных инвестиций в регионах РФ представлены в приложении 5. По данным приложения 5 видно, что прирост совокупного объема сделок за анализируемый период времени не имел строго определенной направленности. Так, в 2013г. прирост совокупного объема сделок в венчурной системе России по сравнению с 2012 г. составил 45,9%, однако в 2014г. по сравнению с 2013г. наблюдался отрицательный прирост совокупного объема сделок, а именно -41,5%, но уже в 2015 г. данный показатель составил 29,6% по сравнению с 2014 г. При это прирост совокупного объема сделок в венчурной системе России за весь рассматриваемый период времени был положительным. Так, в 2015 г. по сравнению с 2012 г. прирост совокупного объема сделок в венчурной системе России составил 10,6%. Значительное влияние оказали сделки по выходу инвесторов. В 2015 г. крупнейшей стала сделка по выходу группы инвесторов из проекта Avito стоимостью 1,2 млрд. долл. США [133].

Однако такой показатель как объем венчурных сделок на рынке в регионах РФ за весь рассматриваемый период времени имел ярко выраженную отрицательную тенденцию. Итак, в 2013 г. по сравнению с 2012 г. объем венчурных сделок на рынке в регионах РФ сократился на -28,4%, в 2014 г. данный показатель составил -26,3% по сравнению с 2013 г., а в 2015 г. объем венчурных сделок на рынке сократился почти в два раза по сравнению с 2014

г. и составил -51,6%. [117, 118]. Таким образом, за весь анализируемый период времени (2012-2015гг.) прирост объема венчурных сделок на венчурном рынке в регионах РФ составил -74,4%. Графически данная тенденция представлена на рисунке 2.1.

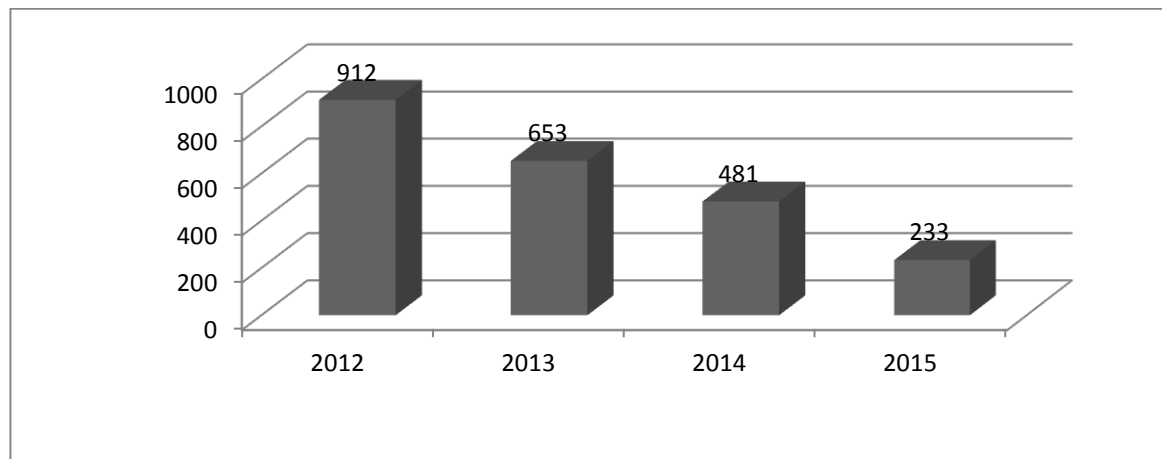


Рис. 2.1. Объем венчурных сделок на рынке венчурных инвестиций в регионах Российской Федерации за 2012-2015 гг., млн. долл. США

Составлено по материалам: [117, 118].

Эксперты полагают, что не последнюю роль в снижении объемов венчурных сделок на российский венчурном рынке сыграл такой фактор, как «бум» на рынке 2011-2012 гг., сопровождавшийся определенным «перегревом».

При этом средний объем инвестиционной сделки на рынке венчурных инвестиций в регионах РФ имел тенденцию к сокращению. В 2013 г. по сравнению с 2012 г., прирост среднего объема сделки на венчурном рынке России составил -44,6%, в 2014 г. данный показатель составил 6,5% по сравнению с 2013 г., однако уже в 2015 г. по сравнению с 2014 г. прирост среднего объема сделки снова был отрицательным и составил -54,5% по сравнению с 2014 г. Если сравнивать 2015 с 2012 г, то здесь также наблюдался отрицательный прирост данного показателя, а именно -73,2%. Несмотря на отрицательный прирост объема сделок на рынке венчурных инвестиций в регионах РФ, число венчурных сделок на рынке не имеет строго определенной тенденции развития. Итак, в 2013 г. прирост числа сделок составил 18,1% по сравнению с 2012 г., но в 2014 г. по сравнению с 2013 г. данный показатель

составил -32,9%. В 2015 г. прирост числа сделок был снова положительным по сравнению с 2014 г. и составил 20,58%, однако если сравнивать 2015 с 2012 г. то прирост составил -4,6%.

Также из приложения 5 видно, что число действующих венчурных фондов (VC-фондов) на рынке венчурных инвестиций в регионах РФ, имело положительную тенденцию. В 2013 г. по сравнению с 2012 г. прирост числа действующих венчурных фондов (VC-фондов) на венчурном рынке составил 25,6%, в 2014 г. по сравнению с 2013 г. прирост данного показателя составил 7,5%. Положительный прирост числа действующих венчурных фондов (VC-фондов) на венчурном рынке сохранился и в 2015 г. и составил 4,6% по сравнению с 2014 г., при этом, если сравнивать 2015 с 2012 г. то прирост также был положительным и составил 41,3%. Однако, совокупная капитализация венчурных фондов (VC-фондов), работающих на рынке России имела в основном отрицательную динамику кроме 2013 г. Итак, в 2013 г. по сравнению с 2012 г. совокупная капитализация венчурных фондов (VC-фондов) составила 9,5%, но уже в 2014 г. данный показатель имел отрицательную динамику и составлял -5,8%, по сравнению с 2013 г., в 2015 г. прирост совокупной капитализации венчурных фондов (VC-фондов) составил -11,9 по сравнению с 2014 г., а по сравнению с 2012 г. прирост составил -9,1% [117,118].

В отраслевой структуре рынка венчурных инвестиций в регионах РФ отмечается ряд диспропорций. Лидирующей отраслью российского венчурного рынка являются информационно-телекоммуникационные технологии (ИКТ). Динамика объема венчурных инвестиций по отраслям представлена в приложении 6.

На протяжении анализируемого периода времени более 70% VC-инвестиций (по данным 2015 г.) сосредоточены в отрасли ИКТ (см. прил.6). На втором месте по объему VC-инвестиций находится отрасль медицина/здравоохранение, при этом следует заметить, что на протяжении трех лет (2013-2015 гг.) объем VC-инвестиций имел положительную динамику. Так, в 2015 году доля VC-инвестиций в отрасли медицина/здравоохранение соста-

вила 14,2% от общего объема, против 6,3% в 2013 г. (или на 7,9% больше). На третьем месте находится отрасль химические материалы. Доля объема VC-инвестиций в данной отрасли за рассматриваемый период времени колеблется от 2,7% до 2,8% от общего объема. В таких отраслях как, сельское хозяйство, транспорт и строительство поступление VC-инвестиций было не регулярным и незначительным. Так, в отраслях сельское хозяйство и транспорт поступление VC-инвестиций за 2013-2015 гг. было только в 2015 г., при этом доля объема VC-инвестиций составила 0,7% от общего объема. В такой отрасли как строительство поступление VC-инвестиций было только в 2014 г., удельный вес которых составил 1,7% от общего объема. В отрасли легкая промышленность отсутствуют поступления VC-инвестиций в 2013-2015 гг. При этом, если рассматривать количество сделок по отраслям на венчурном рынке России, здесь также лидирующую роль по количеству заключенных сделок на венчурном рынке в России сохранила отрасль информационных технологий (ИКТ) [88].

Отраслевые диспропорции рынка венчурных инвестиций в регионах РФ по отраслям в виде количества сделок, заключенных на рынке, представлены в приложении 7. Итак, преобладающее количество сделок за анализируемый период времени было совершено в отрасли информационные технологии (см. прил.7). Однако в данной отрасли, начиная с 2014 г, наблюдается отрицательный прирост количества сделок. Так, в 2014 г. по сравнению с 2013 г. сокращение прироста количества сделок в данной отрасли составило 31,2 %, а в 2015 г.- 27,1% по сравнению с 2014 г. В целом, в 2015 г. по сравнению с 2012 г. сокращение прироста количества сделок отрасли информационных технологий составило 37,82%. В отрасли биотехнологий за анализируемый период времени отсутствует поступательная динамика показателя количества сделок в данной отрасли. В 2013 г. сокращение прироста количества сделок в отрасли биотехнологий составило 13,3% по сравнению с 2012 годом, в 2014 г. сокращение прироста данного показателя составило 53,8% по сравнению с 2013 г., т.е. наблюдалась отрицательная динамика. Од-

нако, если сравнивать 2015 г. с 2014 г., то здесь наблюдалась положительная тенденция, а именно, в 2015 г. количество сделок в отрасли биотехнологий увеличилось в 5,5 раз по сравнению с 2014 г.. Такая же тенденция прослеживается при сравнении 2015 г. с 2012 г., а именно, положительный прирост составил 1,6 раза. Если рассматривать отрасль промышленных технологий, положительный прирост показателя количества сделок наблюдался только в 2015 г. по сравнению с 2014 г. - 50%, в 2012-2014 гг. прослеживается сокращение прироста данного показателя (прил.7). В целом, сокращение прироста показателя количества сделок в отрасли промышленных технологий в 2015 г. по сравнению с 2012 г. составило 11,8% [87].

Наряду с диспропорциями в отраслевой структуре рынка венчурных инвестиций в регионах РФ, наблюдаются диспропорции, имеющие географический характер. Лидирующим федеральным округом (ФО) по объему венчурных инвестиций на протяжении 2013-2015 гг. выступает Центральный Федеральный округ (ЦФО). Данные о распределении объемов венчурных инвестиций представлены в приложении 8.

По данным приложения 8 видно, что более 80% венчурных инвестиций приходится на ЦФО. Так, в 2015 г. удельный вес венчурных инвестиций от общего объема составил 86,7%. На втором месте по объему венчурных инвестиций находится Северо-Западный Федеральный округ. Здесь тенденция осуществленных венчурных инвестиций на протяжении анализируемого периода времени не имела четко выраженного направления. Так, в 2014 г. удельный вес венчурных инвестиций от общего объема составил 12,3 % против 4,1% в 2011 г., но в 2015 г. удельный вес инвестиций составил 11,9 % против 12,3 % в 2014 г., т.е. нет четкой тенденции к повышению или понижению объема венчурных инвестиций. На третьем месте по объему венчурных инвестиций находится Сибирский Федеральный округ. За анализируемый период времени в данном округе наблюдалась тенденция к снижению удельного веса венчурных инвестиций от общего объема. Так, в 2014 г. удельный вес инвестиций составил 0,8 % против 3,9 % от общего объема в

2013 г., а в 2015 г. данный показатель составил 0,7 % против 0,8% в 2014 г. от общего объема. В 2014 г. в состав Федеральных округов РФ вошел Крымский Федеральный округ. Однако в данном округе в 2014-2015 гг. венчурные инвестиции не поступали [87].

На основе рассмотренных показателей и выявленных диспропорций на рынке венчурных инвестиций в регионах РФ были раскрыты его сильные и слабые стороны (прил. 9). Венчурный рынок в регионах РФ несовершенен, имеет географические, отраслевые диспропорции, а также отсутствует предложения денег со стороны инвесторов [87].

Мировой рынок венчурных инвестиций с точки зрения объемов осуществленных инвестиций демонстрирует прямо противоположные тренды по сравнению с российским рынком. Итак, на мировом рынке венчурных инвестиций за анализируемый период времени наблюдалась благоприятная ситуация. По данным CB Insights, объем инвестиций на мировом рынке венчурного капитала увеличился. Объем инвестиций на мировом рынке венчурного капитала представлен в приложении 10. По данным приложения 10, видно, что прирост объема инвестиций на мировом рынке венчурного капитала имел строго определенное направление развития. Итак, в 2013 г. объем инвестиций на мировом рынке венчурного капитала составил 12,3% по сравнению с 2012 г., в 2014 г. данный показатель составил 79,9% против 2013 г., а в 2015 г. прирост объема инвестиций на мировом рынке также имел положительную тенденцию и составил 11% по сравнению с 2014 г, а по сравнению с 2012 г. данный показатель увеличился на 124,7%. [104]. Графически данная тенденция представлена на рисунке 2.2.

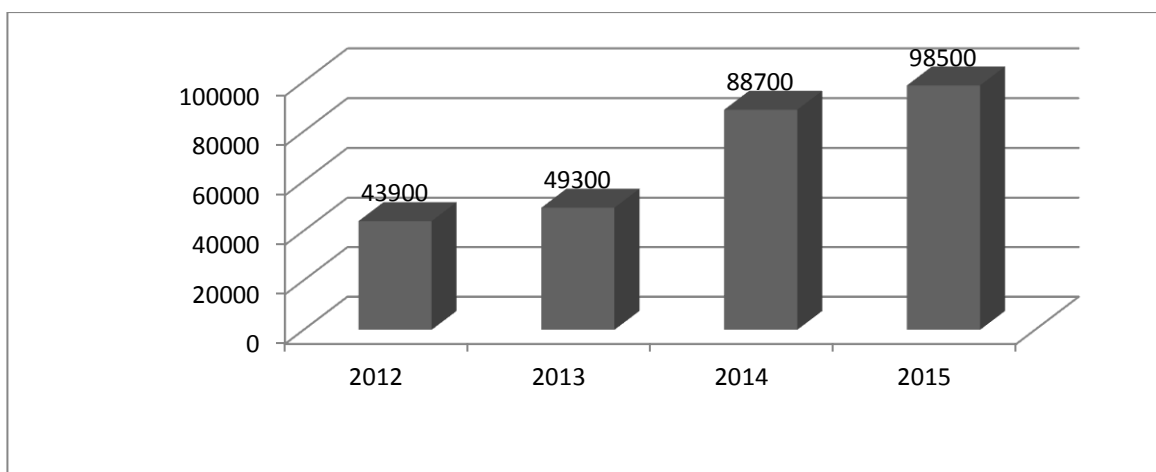


Рис. 2.2. Объем инвестиций на мировом рынке венчурных инвестиций за 2012-2015 гг., млн. долл. США

Составлено по материалам: [110].

Исходя, из рисунка 2.2 видно, что объем инвестиций на мировом рынке венчурных инвестиций за рассматриваемый период времени имел на протяжении анализируемого периода времени строго определенную тенденцию. Однако количество сделок на мировом рынке венчурного капитала не имело строго определенной тенденции развития. Количество сделок на мировом рынке венчурных инвестиций представлено в приложении 10. Итак, из приложения 10 видно, что прирост количества сделок на мировом рынке венчурного капитала в 2013 г. составил 11,9% против 2012 г., в 2014 г. данный показатель составил 9,6% по сравнению с 2013 г., однако в 2015 г. прирост количества сделок на мировом рынке венчурного капитала был отрицательным по сравнению с 2014 годом и составил -26,7%, а по сравнению с 2012 г. - 10,0%.

С точки зрения распределения инвестиций по отраслям по данным CB Insights, на рынке наибольшую долю занимают проекты в области интернет – технологий (48% от всех инвестиций) далее следует отрасль информационных/мобильных технологий (18%), немного меньшая доля у отрасли здравоохранения/ биотехнологий (12%).

Мировой рынок венчурных инвестиций включает в себя рынок США, европейский регион и Азию. Рассмотрим более подробно сложившиеся тенденции на данных рынках [112].

Одним из крупнейших рынков венчурных инвестиций являются рынок США. Объем венчурных инвестиций на данном рынке смотрите приложение 11. В 2013 г. по сравнению с 2012 г. прирост объема инвестиций на рынке венчурного капитала США составил 9,8%, в 2014 г. данный показатель составил 67,7% против 2013 г., однако в 2015 г. прирост объема инвестиций на рынке был отрицательным и составил -7,1% по сравнению с 2014 г. (см. прил.11). При этом, если сравнивать объем инвестиций в 2015 г. с 2012 г., то здесь наблюдался положительный прирост показателя, а именно 71,0% [104]. Графически данная ситуация представлена на рисунке 2.3.

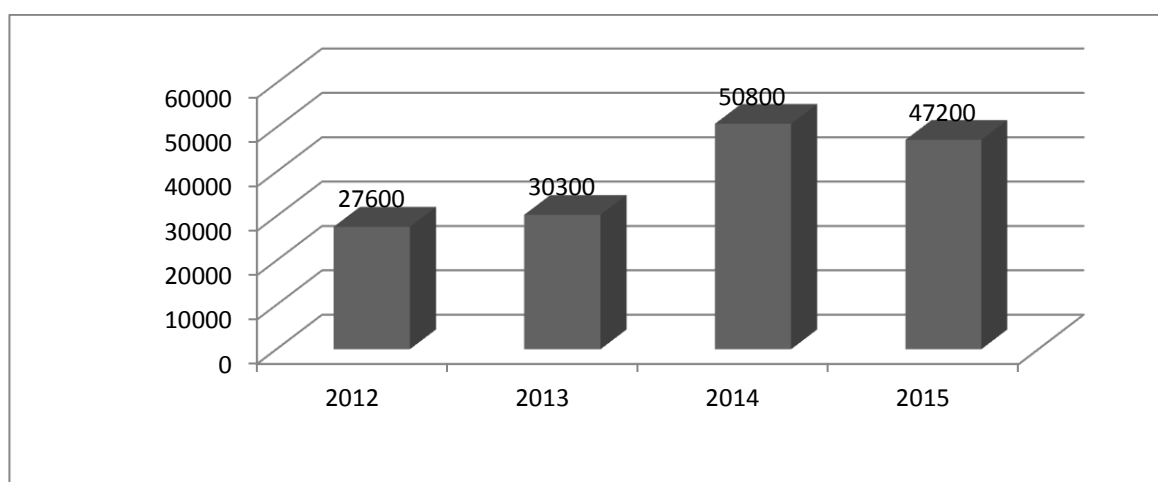


Рис. 2.3. Объем инвестиций на рынке венчурного капитала США, за 2012-2015 гг., млн. долл. США

Составлено по материалам: [110].

Из рисунка 2.3 видно, что до 2015 г. наблюдалась положительная тенденция объема инвестиций на рынке венчурного капитала США, но в 2015 г. объем инвестиций сократился. Некоторые эксперты полагают, что сокращение инвестиций могло произойти из-за геополитической обстановки в мире. При этом было количество сделок заключенных на рынке венчурного капитала США в 2015 г. по сравнению с предыдущими годами также сократилось. Количество сделок на рынке венчурного капитала США представлено в приложении 11. Итак, по данным приложения 11 мы можем заметить, что в 2013 г. по сравнению с 2012 г. прирост количества сделок на рынке венчурного капитала США составил 7,8%, в 2014 г. данный показатель составил 3,6%, против 2013 г., однако в 2015 г. прирост количества сделок на рынке венчур-

ного капитала США был отрицательным, а именно -24,9%. Если сравнивать количество сделок на рынке совершенных в 2015 г. по сравнению с 2012 г., то, не смотря на, положительный прирост объема инвестиций на данном рынке, прирост количества сделок был отрицательным и составил -16,3%.

С точки зрения распределения инвестиций по отраслям рынка венчурного капитала США, лидирующие позиции занимала отрасль интернет – технологий 45%, за ней следует отрасль информационных/мобильных технологий 17%, и отрасль здравоохранения/биотехнологий 15% [104].

Также стоит отметить, что в распределении лидирующей отрасли интернет - технологий, согласно данным Dow Jones Venture Source наибольшую долю составляют компании, предоставляющие финансовые услуги и услуги для бизнеса. Такие компании получили в 2015 г. около 30% всех инвестиций [132].

В Европейском регионе, по данным Dow Jones VentureSource, также как и на рынке венчурного капитала США в 2015 г. наблюдалось сокращение объема инвестиций. Объем инвестиций на рынке венчурного капитала Европы, представлен в приложении 12. С 2012 по 2014 г. наблюдался положительный прирост объема инвестиций на рынке венчурного капитала Европы, а в 2015 г. произошло сокращение объема инвестиций (см. прил.12). Итак, в 2013 г. по сравнению с 2012 г. прирост объема инвестиций на рынке венчурного капитала Европы составил 31,3%, в 2014 г. данный показатель был на уровне 30,9% по сравнению с 2013 г., однако в 2015 г. прирост объема инвестиций был отрицательным и составил -10,9% по сравнению с 2014 г.. Но при этом, если сравнивать 2015 г. с 2012 г., то наблюдался положительный прирост объема инвестиций на рынке венчурного капитала Европы, а именно 53,1%. Наглядно данная тенденция представлена на рисунке 2.4.

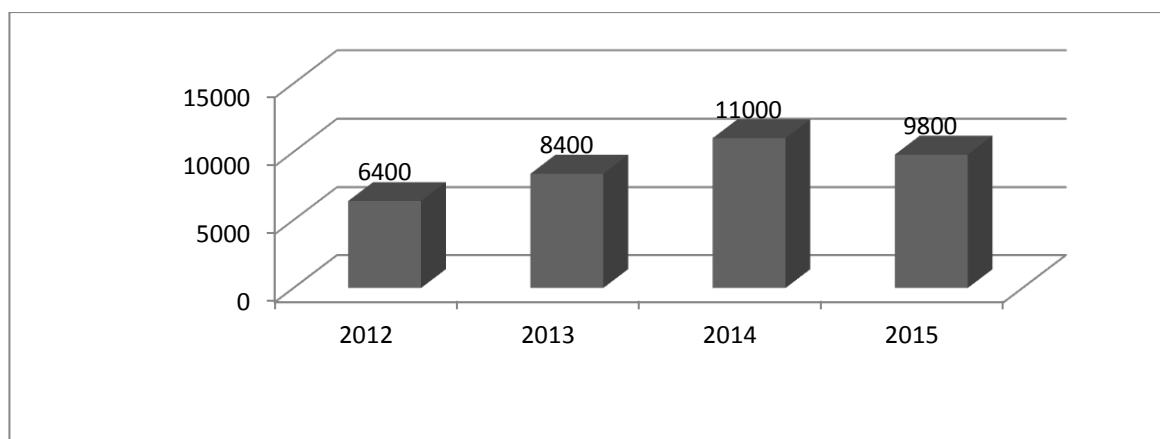


Рис. 2.4. Объем инвестиций на рынке венчурного капитала Европы, за 2012-2015 гг., млн. долл. США

Составлено по материалам: [112].

Итак, из рисунка 2.4 виден положительный прирост объема инвестиций на рынке венчурного капитала с 2012 г. по 2014 г., затем произошло сокращение. При этом количество сделок, на рынке венчурного капитала Европы начиная, с 2014 г. имело тенденцию к сокращению. Количество сделок на рынке венчурного капитала Европы представлено в приложении 12. По данным приложения 12 видно, что положительный прирост количества сделок на рынке венчурного капитала Европы наблюдалось только в 2013 г.. Итак, в 2013 г. по сравнению с 2012 г. прирост количества сделок составил 15,7%, в 2014 г. данный показатель имел отрицательный прирост по сравнению с 2013 г., а именно-5,7%, аналогичная ситуация наблюдалась и в 2015 г.. В 2015 г. по сравнению с 2014 г. прирост количества сделок на рынке венчурного капитала Европы составил-29,7%, а по сравнению с 2012 г. прирост также был отрицательным и составлял -23,4% [110]. Одной из причин сокращения как, объема венчурных инвестиций, так и количества сделок могла стать неблагоприятная ситуация в мире, доверие инвесторов к венчурной экосистеме в таких условиях могло уменьшиться.

Если рассматривать азиатский регион, то здесь наблюдается иная ситуация чем в США и в Европе. Здесь за рассматриваемый период времени объем инвестиций на рынке венчурного капитала азиатского региона увеличился (прил.13). Так, в 2013 г. прирост объема инвестиций на рынке венчур-

ного капитала в азиатском регионе составил 34,0% по сравнению с 2012 г. в 2014 г. данный показатель значительно вырос по сравнению с 2013 г.. И так, в 2014 г. прирост объема инвестиций на рынке венчурного капитала в азиатском регионе составил 231,7%. В 2015 г. прирост данного показателя составил 35,4% по сравнению с 2014 г., а по сравнению с 2012 г. прирост составил 502,1%.[104, 107]. Графически данная тенденция развития представлена на рисунке 2.5.

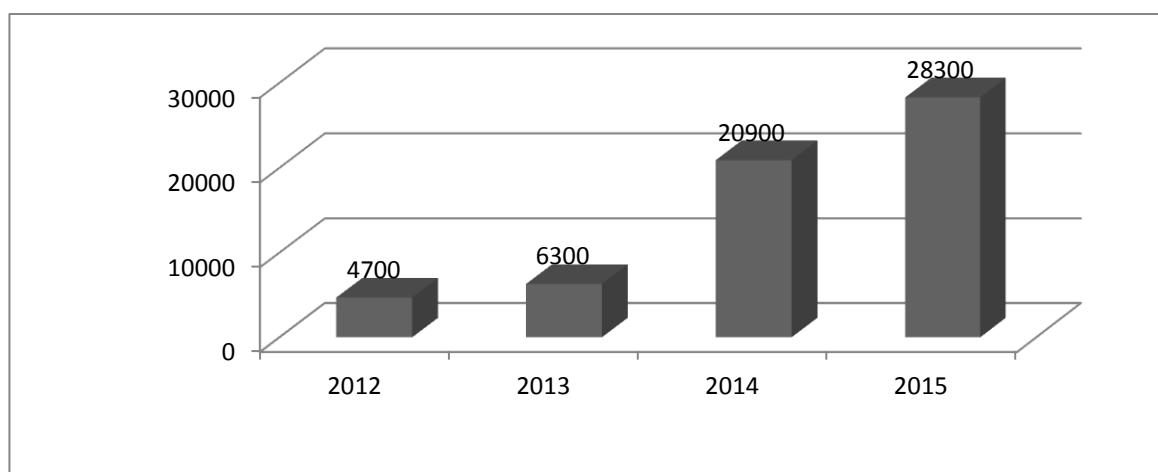


Рис. 2.5. Объем инвестиций на рынке венчурного капитала в Азиатском регионе за 2012-2015 гг., млн. долл. США

Составлено по материалам: [110, 112].

По данным рисунка 2.5 видно, что приток инвестиций на рынок венчурного капитала в азиатском регионе имеет положительную тенденцию на протяжении всего анализируемого периода времени. При этом такой показатель как, количество сделок на рынке венчурного капитала в азиатском регионе в отличии от предыдущего показателя не имел на протяжении всего анализируемого периода времени положительной тенденции. Количество сделок на рынке венчурного капитала в азиатском регионе представлено в приложении 13. По данным приложения 13 видно, что с 2012 г. по 2014 г. количество сделок на рынке венчурного капитала в азиатском регионе росло, а в 2015 г. наблюдалось сокращение количества совершенных сделок. И так, в 2013 году прирост количества сделок на рынке венчурного капитала в азиатском регионе составил 45,4% по сравнению с 2012 г., в 2014 г. также наблю-

дался положительный прирост количества сделок, а именно, 40,3% по сравнению с 2013 г.. Однако в 2015 г. прирост количества сделок на рынке венчурного капитала в азиатском регионе был отрицательный и составил -13,5%, но, несмотря на, данный факт, если сравнивать 2015 г. с 2012 г., то наблюдался положительный прирост количества сделок, а именно, 76,4% [112]. Если рассматривать распределение инвестиций в азиатском регионе по отраслям, то согласно данным CB Insights, доминировала отрасль интернет-технологии и информационные/мобильные технологии (79% от всех инвестиций) [134].

В азиатском регионе основным лидером на рынке венчурного капитала является Китай, по итогам 2015 г. на него приходится 80% всех инвестиций в азиатском регионе. Еще по результатам 2014 г. в докладе EY Venture Capital Insights Китай был признан одним из основных инвестиционно-активных регионов в мире, и рынок венчурного капитала Китая рассматривался наряду с рынками США и Европы [133]. Объем инвестиций на венчурном рынке Китая представлен в приложении 14. По данным приложения 14 видно, что за анализируемый период времени объем инвестиций на рынке венчурного капитала Китая увеличивался. Так, в 2013 г. прирост объема инвестиций на рынке венчурного капитала Китая составил 46,7% по сравнению с 2012 г., в 2014 г. прирост данного показателя был значительным по сравнению с 2013 г. и составил 504,5%. В 2015 г. также наблюдался положительный прирост объема инвестиций на рынке венчурного капитала Китая, а именно, 70,7% по сравнению с 2014 г., а по сравнению с 2012 г. прирост данного показателя составил 1413,3% [104]. Наглядно данную тенденцию можно проследить на рисунке 2.6.

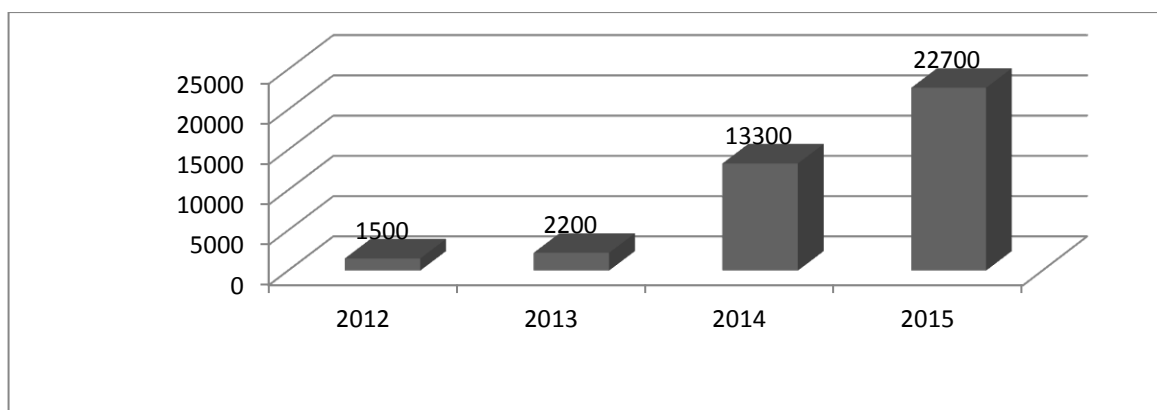


Рис. 2.6. Объем инвестиций на венчурном рынке Китая, за 2012-2015 гг., млн. долл. США

Составлено по материалам: [110].

Исходя из рисунка 2.6 видно, что объем инвестиций на протяжении всего периода имел положительную динамику. Однако количество сделок на рынке венчурного капитала Китая не имело на протяжении всего рассматриваемого периода времени положительной тенденции. Количество сделок на рынке венчурного капитала Китая представлено в приложении 14. Исходя из данных приложения 14, видно, что прирост количества сделок на рынке венчурного капитала Китая было положительный, кроме 2015 г.. Итак, в 2013 г. по сравнению с 2012 г. прирост количества сделок на рынке венчурного капитала Китая составил 70,1%, в 2014 г. данный показатель составил 80,1% по сравнению с 2013 г.. Однако в 2015 г. прирост количества сделок был отрицательный по сравнению с 2014 г. и составил -17,5%, но, несмотря на, это если сравнивать 2015 г. с 2012 г., то прирост количества сделок на рынке венчурного капитала Китая был положительным и составил 152,8% [110].

Если рассматривать структуру рынка Китая по отраслям, безусловным лидером в процентном отношении по объему привлеченных средств является отрасль потребительских услуг (онлайн и оффлайн). Доля отрасли составила 73% от общего объема инвестиций. На втором месте по величине доли, отрасль - финансовых услуг и услуг для бизнеса (онлайн и оффлайн), их доля выросла до 28% во втором квартале 2015 г., однако в третьем квартале снизилась до 11% общего объема инвестиций [112].

Таким образом, в ходе исследования современное состояние и тенденций развития венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ и за рубежом были сделаны следующие выводы: рынок венчурных инвестиций в регионах РФ имеет как сильные, так и слабые стороны. К основным показателям венчурного рынка в регионах РФ относятся: число действующих на российском рынке фондов венчурных инвестиций; совокупная капитализация венчурных фондов; объем венчурных сделок на рынке; число венчурных сделок на рынке; средний объем инвестиционной сделки на российском венчурном рынке. Большинство данных показателей имеют отрицательную тенденцию в 2012-2015 гг. (например, объем венчурных сделок на рынке и средний объем инвестиционной сделки на рынке). Также необходимо отметить, что в 2012-2014 гг. наблюдалось замедление роста российского венчурного рынка в связи с сокращением прироста объема российского ВВП в постоянных ценах, с сокращением валовых инвестиций в России, а также объема венчурных инвестиций. При этом анализ основных показателей рынка венчурного капитала в США, в Европейском и Азиатском регионах показали прямо противоположную ситуацию.

2.3. Роль венчурных фондов в венчурном инвестировании инновационных компаний в регионах Российской Федерации

Венчурные фонды (VC-фонды) играют особую роль в венчурном инвестировании, поскольку, в отличие от других инвесторов на рынке, создаются специально для их осуществления. В основе их деятельности лежат разделение совместных рисков с инициатором проекта, длительный период инвестирования, а также определение целей и ориентиров проекта на начальном этапе [21, с. 140-144].

Венчурные фонды (VC-фонды) являются управляемой структурой. Во главе фонда стоит руководитель, который не вкладывает собственные средства в компании, акции которых приобретает фонд, он выступает как посредник между инициатором проекта и коллективными инвесторами. Именно в

этом заключается одна из самых принципиальных особенностей этого типа инвестирования. С одной стороны, руководитель фонда самостоятельно принимает решение о выборе того или иного объекта для внесения инвестиций, способствует росту и расширению бизнеса этой компании, принимает участие в работе совета директоров. С другой – окончательное решение о реализации инвестиций принимает инвестиционный комитет, представляющий интересы инвесторов. В конечном итоге получаемая венчурным инвестором прибыль принадлежит только инвесторам, а не ему лично. Он имеет право рассчитывать только на часть этой прибыли.

Таким образом, венчурные фонды (VC-фонды) - это инструмент инвестирования в инновационные компании путем создания организации с собственным капиталом [34, с. 135-142].

Организационную структуру венчурного фонда (VC-фонда) можно представить следующим образом на рисунке 2.7.

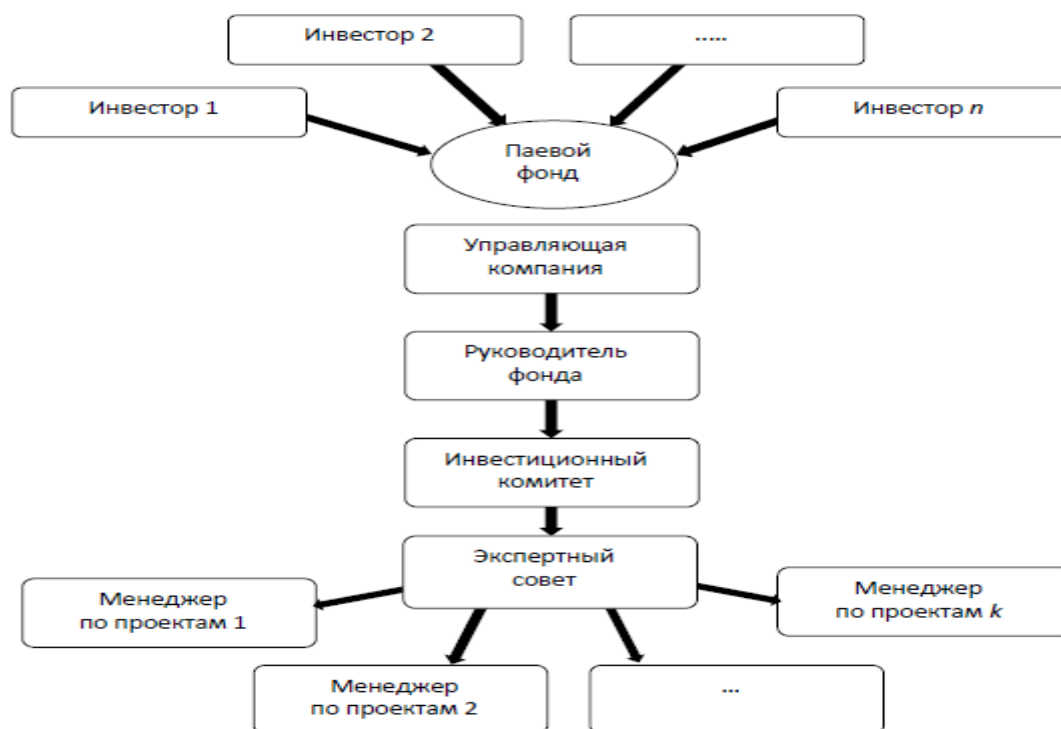


Рис. 2.7. Организационная структура венчурного фонда (VC-фонда)

Источник: [43, с. 47-51].

Учредителями венчурного фонда (VC-фонда) являются инвесторы, которые передают свои собственные средства под управление VC-фонда. Про-

цесс формирования венчурного фонда (VC-фонда) называется «сбор средств». Для того чтобы инвестор смог принять решение о выделении средств из венчурного фонда утверждается инвестиционный меморандум, где подробно фиксируются задачи, цель фонда, а также отраслевые предпочтения. После завершения сбора средств, избирается управляющая компания венчурным фондом, команда которой реализует положения инвестиционного меморандума. Выбор управляющей компании осуществляется, как правило, на конкурсной основе. Руководитель управляющей компании становится фактически руководителем венчурного фонда. Он утверждает организационную структуру, формирует штат команды, тем самым, обеспечивает деятельность фонда. В целях обеспечения независимости и объективности оценки привлекательности проекта формируется инвестиционный комитет, который состоит из экспертов в области деятельности фонда. Он может быть постоянным или временным [43, с. 47-51]. Инвестиционный комитет принимает решения об инвестировании в проекты на основе длительной работы менеджеров по проектам. Их работа делится на несколько этапов:

1- этап. На данном этапе проводится поиск и отбор компаний/проектов. Общим критерием для отбора проекта является способность его быстро масштабироваться и увеличивать обороты.

2- этап. Суть данного этапа заключается в анализе всех аспектов состояния компании и бизнеса, включая достоверность финансовых показателей, новизну. Это самая длительная стадия.

3- этап. На этом этапе экспертный совет проводит оценку актуальности и новизны представляемого проекта. Для работы в экспертном совете, как правило, привлекаются представители науки, отраслевых министерств, практики в области представляемого проекта.

4- этап. По результатам предыдущих этапов, в случае принятия положительного решения, составляется инвестиционное предложение или мемо-

рандум, где суммируются все выводы, и формулируется предложение для инвестиционного комитета.

5- этап. На данном этапе инвестиционный комитет принимает решение о заключении сделки и выделению венчурных инвестиций.

6- этап. На данном этапе происходит юридическое оформление решения принятого инвестиционным комитетом [16, с. 110].

Венчурные фонды (VC-фонда) имеют свою классификацию. Классификация фондов достаточно разнообразна, в общем виде она представлена в приложении 15. Исходя из приложения 15, можно заметить, что фонды разделяются в зависимости от размера (крупные, средние, мелкие); от интересов (универсальные, специализированные); от стадии инвестирования (посевные, ранние, начальные) и от организационно-правовой формы (инвестиционные товарищества, хозяйственные партнерства).

Крупными венчурными фондами (VC-фондами) фондами являются: Максвелл Биотех, Новые технологии и ВТБ – Фонд венчурный, их объем достигает до 3,061 млрд. руб. (прил.16). Данные венчурные фонды (VC-фонды) при помощи государственно-частного партнерства. Всего в рамках Государственно-частного партнёрства совместно с российской венчурной компанией сформировано 7 венчурных фондов. Общий объем этих фондов – 18,983 млрд. руб. Фонды сформированы на 10 лет. Доля ОАО РВК в каждом фонде составляет 49%, 51% - это средства частных инвесторов. Список фондов совместно с российской венчурной компанией представлен в приложении 16. ОАО РВК вкладывает средства через частные венчурные фонды, предоставляя каждому из них 49% от их инвестиционных ресурсов. Остальные 51 % управляющая компания привлекает у частных инвесторов.

На протяжении последних лет постоянно отмечается появление венчурных фондов (VC-фондов) в регионах РФ. Совокупный объем действующих венчурных фондов (VC-фондов) составил более 4,1 млрд. долл. США, при этом их количество составило 226 ед. Доля венчурных фондов (VC-фондов) от совокупного числа и капитала действующих фондов (в данном

случае фонды прямых инвестиции РЕ-фонды) имеет тенденцию к медленному росту в последние годы и составляет 67% по числу и 16,7% по объему капитала (рис.2.8).

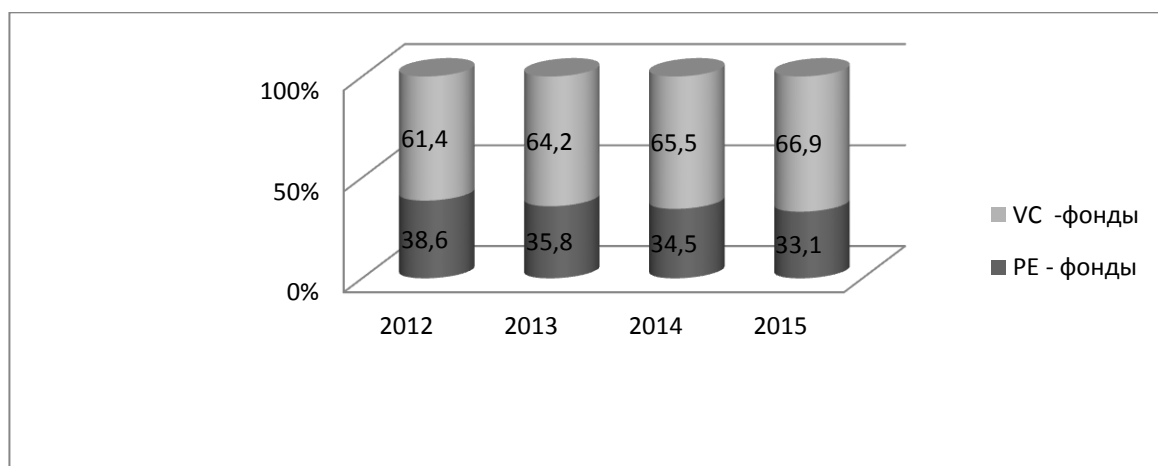


Рис. 2.8. Доля числа действующих VC- и РЕ- фондов в регионах Российской Федерации за 2012-2015 гг., %

Источник: [88].

Из рисунка 2.8 видно, что количество VC-фондов на протяжении анализируемого периода времени росло. Так, в 2015 г. доля числа действующих в регионах РФ венчурных фондов составило 66,9%, против 61,4% в 2012 году. Совсем иная тенденция наблюдается у фондов прямых инвестиций, а именно: в 2015 г. доля числа действующих фондов прямых инвестиций (РЕ-фонды) составила 33,1% против 38,6% в 2012 г.. Капитал действующих в регионах РФ VC- и РЕ-фондов представлен на рисунке 2.9.

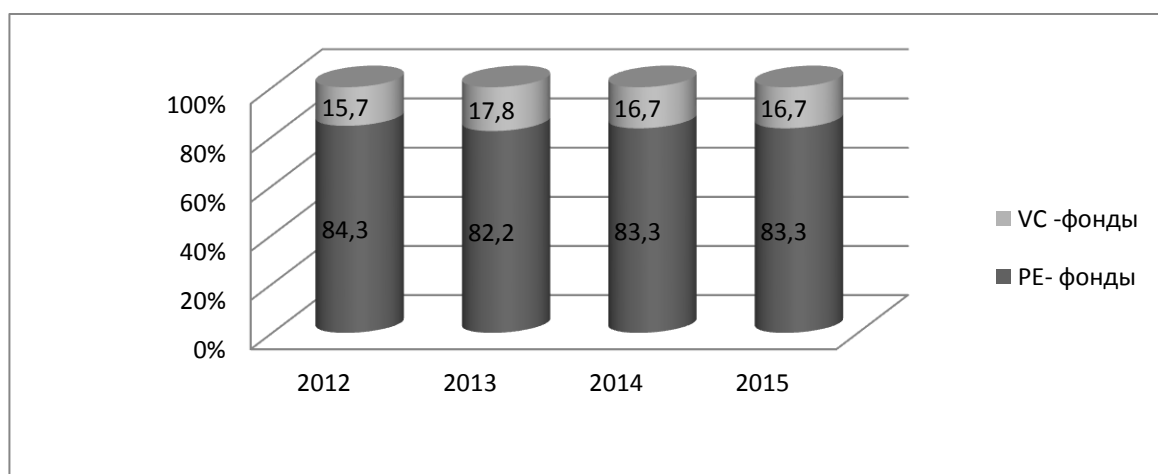


Рис. 2.9. Доля капитала действующих VC- и РЕ-фондов в регионах Российской Федерации за 2012-2015 гг., %

Источник: [88].

Из рисунка 2.9 мы можем заметить, что доля капитала действующих в регионах РФ VC-фондов на протяжении 2012-2015 гг. относительно стабильна и колеблется от 15,7% до 16,7%. При этом такая же тенденция наблюдается и у PE-фондов, т.е. доля объема капитала на протяжении 2012-2015 гг. относительно стабильна и колеблется от 84,3% до 83,3%. Также, мы можем наблюдать тот факт, что существенную долю объема капитала занимают действующие PE-фонды - 83,3%. При инвестировании капитала венчурные фонды (VC-фонды) отдают свое предпочтение сектору информационно-телекоммуникационных технологий (ИКТ) (рис.2.10).

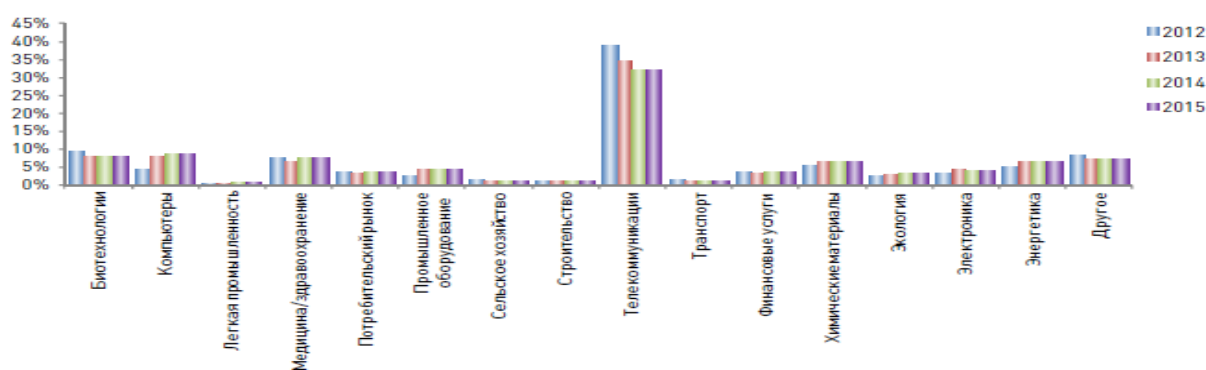


Рис. 2.10. Отраслевые предпочтения действующих венчурных фондов (VC- фондов) в регионах Российской Федерации за 2012-2015 гг., %

Источник: [34, с. 135-142].

Из рисунка 2.10 мы можем заметить, что ключевым сектором финансирования венчурных фондов (VC-фондов) на протяжении 2012-2015 гг. является сектор телекоммуникаций. На втором месте находится сектор биотехнологии и медицина/здравоохранение, и на третьем месте за анализируемый период времени располагается сектор химические материалы.

Венчурные фонды (VC-фонды) в РФ в основном делятся на фонды с участием государственного капитала и корпоративные фонды. Итак, совокупное число венчурных фондов (VC-фондов) с участием государственного капитала в регионах РФ в 2015 г. увеличилось по сравнению с 2014 г. (рис. 2.11).

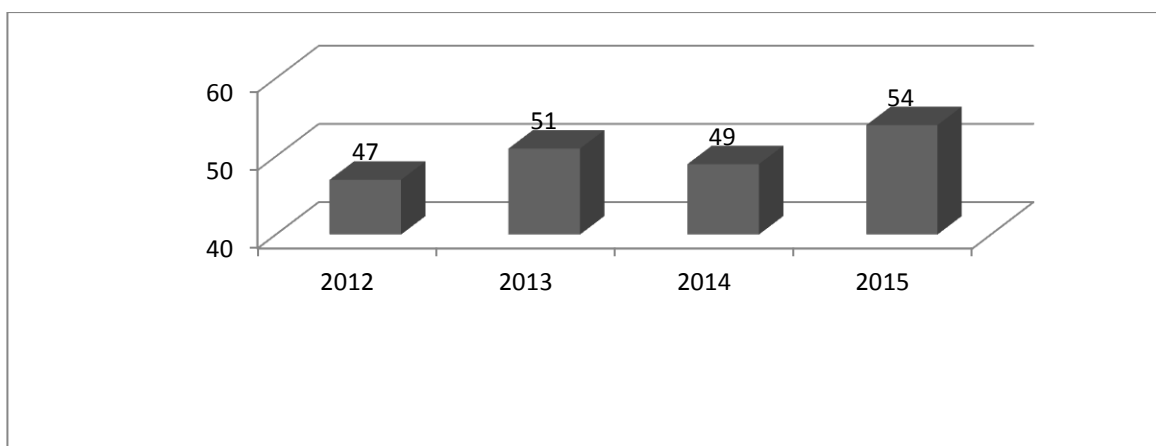


Рис. 2.11. Число венчурных фондов (VC-фондов) с участием государственного капитала в регионах Российской Федерации за 2012-2015 гг., ед.

Источник: [118].

По данным рисунка 2.11 видно, что число венчурных фондов (VC-фондов) с участием государственного капитала в регионах РФ в 2015 г. выросло на 13% и составило 54, против 47 в 2012 г. При этом совокупный капитал VC-фондов с участием государственного капитала в 2015 г. сократился (рис.2.12).

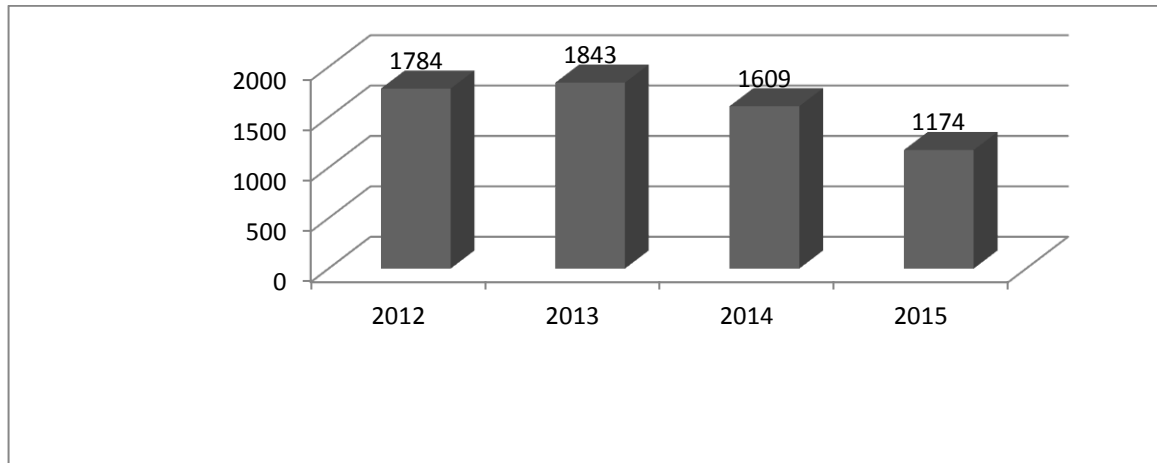


Рис. 2.12. Совокупный капитал венчурных фондов (VC- фондов) с участием государственного капитала в регионах Российской Федерации за 2012-2015 гг., млн. долл. США

Источник: [88].

Так из рисунка 2.12 видно, что совокупный капитал венчурных фондов (VC- фондов) в 2015 г. сократился на 34% и составил 1174 млн. долл. США против 1784 млн. долл. США в 2012 г.

По оценкам Российской ассоциации венчурных инвестиций (РАВИ) фонды с участием государственного капитала обеспечили около трети от общего числа VC-инвестиций.

Если рассматривать корпоративные VC- фонды в регионах РФ, то за период 2012-2014 гг. совокупное число корпоративных VC-фондов стабильно росло. Однако по итогам 2015 г. число фондов несколько снизилось, достигнув отметки 35 ед. VC-фондов (рис. 2.13).

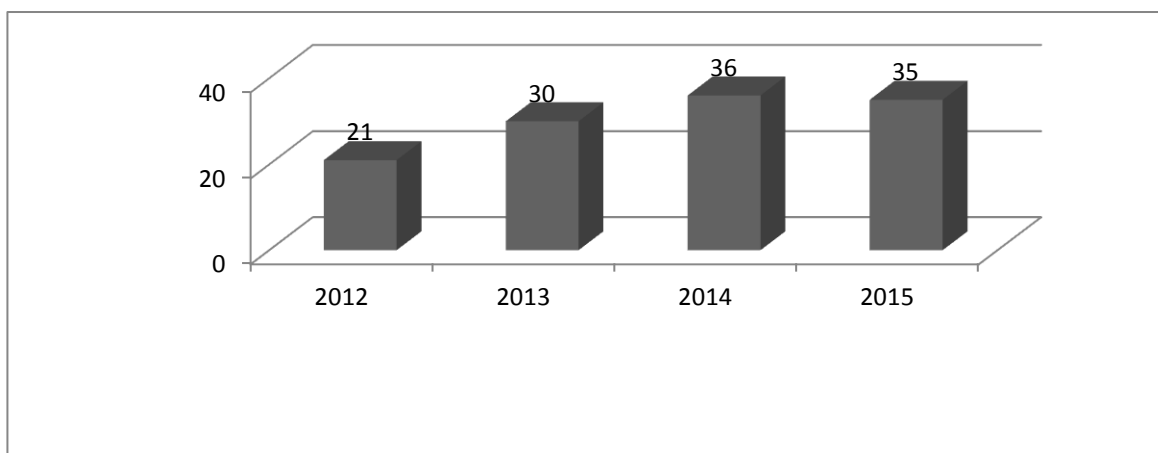


Рис. 2.13. Совокупное число корпоративных VC- фондов в регионах Российской Федерации за 2012-2015 гг., ед.

Источник: [88]

По данным рисунка 2.13 видно, что число корпоративных VC-фондов в 2015 г. увеличилось против 2012 г. на 38 % и составило 35 ед.. При этом, такой показатель, как совокупный капитал корпоративных VC-фондов в 2015 году сократился (рис. 2.14).

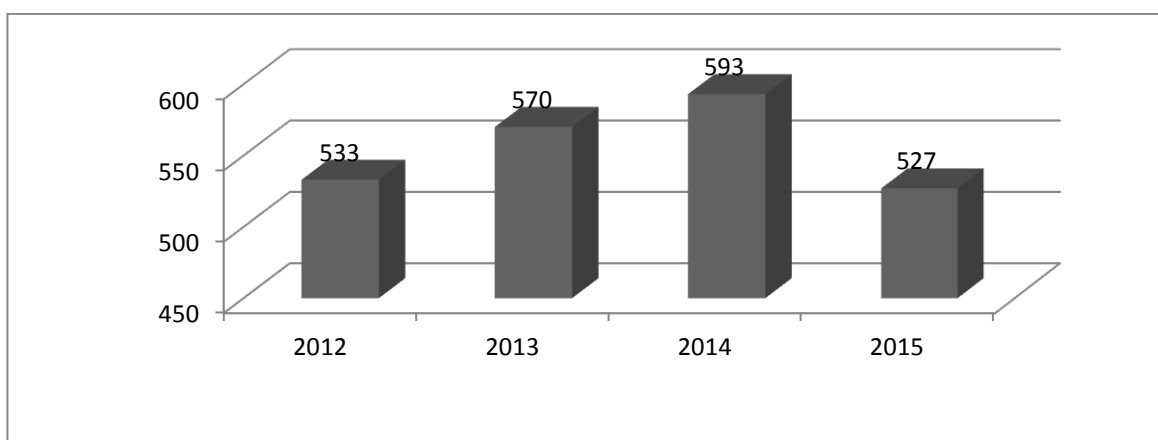


Рис. 2.14. Совокупный капитал корпоративных VC- фондов в регионах Российской Федерации за 2012-2015 гг., млн. долл. США

Источник: [88].

Так, по данным рисунка 2.14 видно, что на протяжении 2012-2014 гг. совокупный капитал корпоративных VC-фондов увеличивался. В 2013 г. совокупный капитал VC-фондов увеличился по сравнению с 2012 годом и составил 570 млн. долл. США, в 2014 г. данный показатель также имел тенденцию к увеличению и составил 593 млн. долл. США против 570 млн. долл. США в 2013 г.. Однако в 2015 г. данный показатель уменьшился на 12% против 2014 г. и составил 527 млн. долл. США. Некоторые эксперты полагают, что совокупный капитал VC-фондов с участием, как государственного капитала, так корпоративного значительно сократился вследствие девальвации рубля.

На протяжении последних лет отмечается появление венчурных фондов (VC-фондов) в регионах РФ, имеющих отчетливо выраженный отраслевое направление, связанное с разработкой технологий в реальном секторе (биотехнологий, медицины и здравоохранения, химических материалов, электроники). Однако следует отметить, что это в основном VC-фонды с участием государственного капитала (рис.2.15).

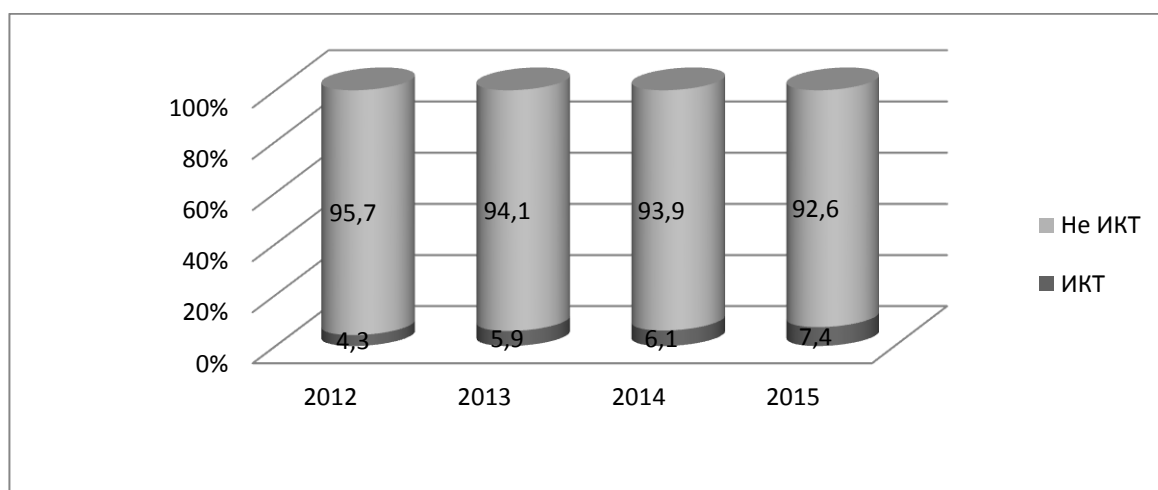


Рис. 2.15. Доля венчурных фондов (VC-фондов) ориентированных на сектор ИКТ, от общего числа фондов с участием государственного капитала в регионах Российской Федерации за 2012-2015 гг., %

Источник: [88].

Из рисунка 2.15 видно, что основная доля венчурных фондов (VC-фондов) с участием государственного капитала ориентированы не на отрасль информационно-телекоммуникационных технологий (ИКТ), но интерес к

данному сектору на протяжении анализируемого периода времени сохраняется. Так, доля VC-фондов с участием государственного капитала в регионах РФ, ориентированных на отрасль ИКТ составила в 2015 г. 7,4% против 4,3% в 2012 г. от общего числа фондов с участием государственного капитала. При этом доля VC-фондов, ориентированных не на отрасль ИКТ за анализируемый период времени составляла от 92,6 до 95,7% от общего объема числа фондов с участием государственного капитала.

Если рассматривать корпоративные VC-фонды в регионах РФ, то они в отличие от VC-фондов с участием государственного капитала больше ориентированы на отрасль ИКТ. Так, 74% корпоративных VC-фондов ориентированы только на инвестиции в отрасли ИКТ (рис. 2.16).

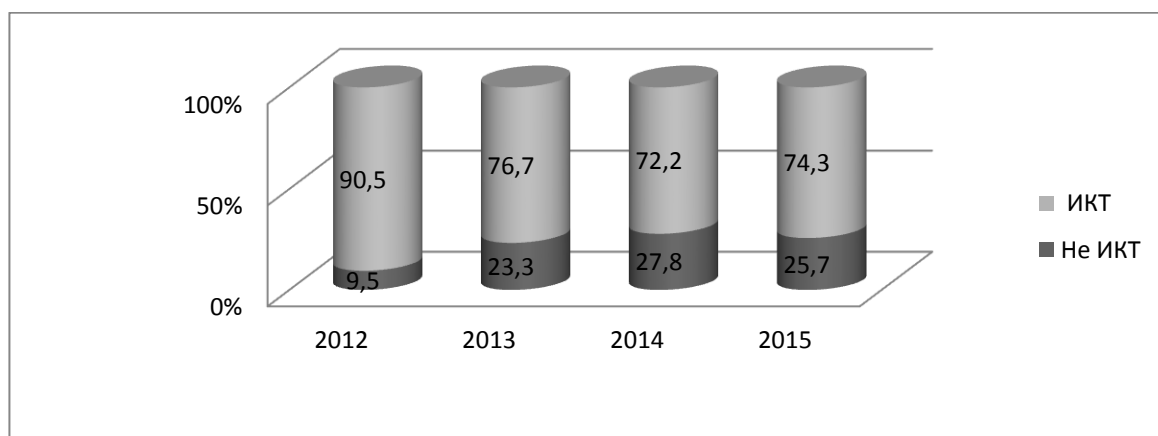


Рис. 2.16. Доля числа венчурных фондов (VC- фондов), ориентированных только на ИКТ, от совокупного числа корпоративных VC- фондов в регионах Российской Федерации за 2012-2015 гг., %

Источник: [88].

По данным рисунка 2.16 видно, что доля венчурных фондов (VC-фондов), ориентированных на отрасль ИКТ от общего количества корпоративных VC-фондов значительно выше VC-фондов, имеющих иное отраслевое предпочтение. При этом на протяжении 2012-2014 гг. наблюдалось снижение доли VC-фондов, ориентированных на отрасль ИКТ: в 2014 доля VC-фондов составила 72,2 % (или на 18,3% меньше) против 90,5% в 2012 г. от общего количества корпоративных VC-фондов. Однако с 2014 г. наблюдается положительная тенденция, а именно, доля VC-фондов, ориентированных

на отрасль ИКТ составила 74,3% (или на 2,1% больше) в 2015 г. против 72,2% в 2014 г. от общего количества корпоративных VC-фондов.

В регионах РФ венчурные фонды (VC-фонды) размещены неравномерно. Как показывает практика, Центральный Федеральный округ (ЦФО) является наиболее предпочтительным местом для размещения VC-фондов. На протяжении последних лет количество данных фондов в ЦФО увеличивается (рис. 2.17).

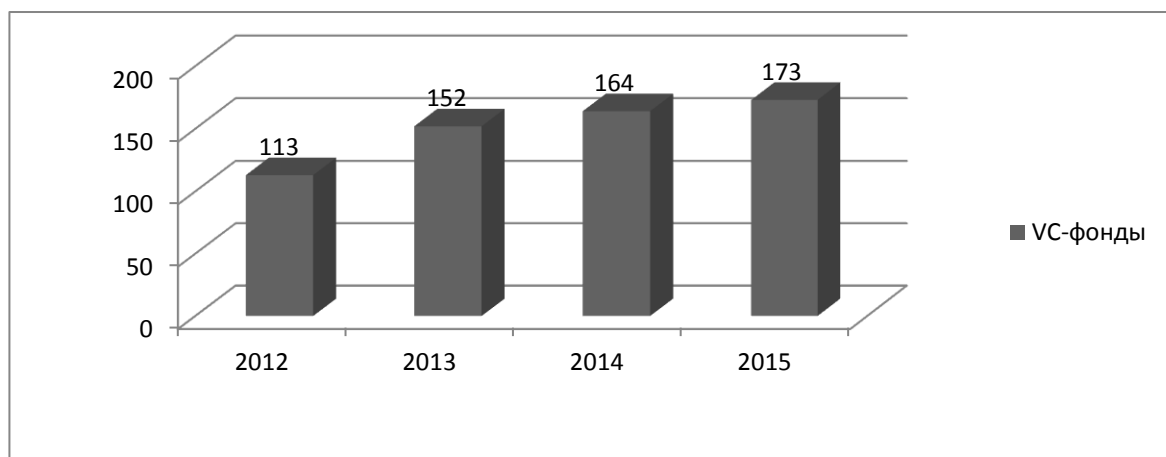


Рис. 2.17. Количество венчурных фондов (VC-фондов) в ЦФО в 2012-2015 гг., ед.

Источник: [116].

Как видно из рисунка 2.17, количество VC-фондов в ЦФО за анализируемый период времени имело тенденцию к росту. Так, в 2015 году количество VC-фондов составило 173 фонда, что на 60 ед. больше чем в 2012 году. Более подробное региональное распределение VC-фондов в РФ в 2013-2015 гг. (прил. 17). По данным приложения 17 видно, что более 80% VC-фондов (2015 г.) расположены в ЦФО РФ, при этом количество VC-фондов за рассматриваемый период времени увеличилось на 14 ед. (или на 7,1%). Так, в 2015 г. удельный вес VC-фондов составил 81,9% против 77,2% в 2013 г. от общего количества фондов (рост составил 4,7%). На втором месте находится Приволжский Федеральный округ, но здесь в отличие от ЦФО наблюдается отрицательная тенденция, а именно, удельный вес VC-фондов в 2015 г. составил 8,0%, против 10,2% в 2013 г. от общего количества фондов. На третьем месте регионального распределения венчурных фондов (VC-фондов) рас-

полагается Северо-Западный Федеральный округ РФ. В данном округе, также как и в Приволжском Федеральном округе, наблюдается отрицательная тенденция. Так, в 2015 г. удельный вес VC-фондов в Северо-Западном Федеральном округе составил 5,7% против 6,7% в 2013 году от общего количества фондов. Также из приложения 17 видно, что из всех представленных Федеральных округов незначительный удельный вес регионального распределения венчурных фондов (VC-фондов) занимают Южный и Дальневосточный Федеральные округа РФ. Как уже было отмечено раньше, в 2014 г. в состав округов РФ присоединился Крымский Федеральный округ, однако за анализируемый период времени здесь не было основано ни одного VC-фондов [88]. Важным показателем при исследовании венчурной индустрии, в частности венчурных фондов (VC-фондов) является выходы инвесторов из инновационных компаний/проектов. Выход осуществляется путем продажи доли стратегическому партнеру (стратегия M&A), первичным размещением на фондовом рынке (IPO) или выкупом компании менеджером (MBO). Первоначальное публичное размещение акций (IPO) является наиболее привлекательным типом выхода для венчурных инвесторов и собственников компании, но так, как в РФ венчурный рынок недостаточно развит как за рубежом, то выходы осуществляются в настоящее время слиянием или поглощением (M&A) компании с венчурным капиталом первоначальными основателями либо другой компанией (рис. 2.18).

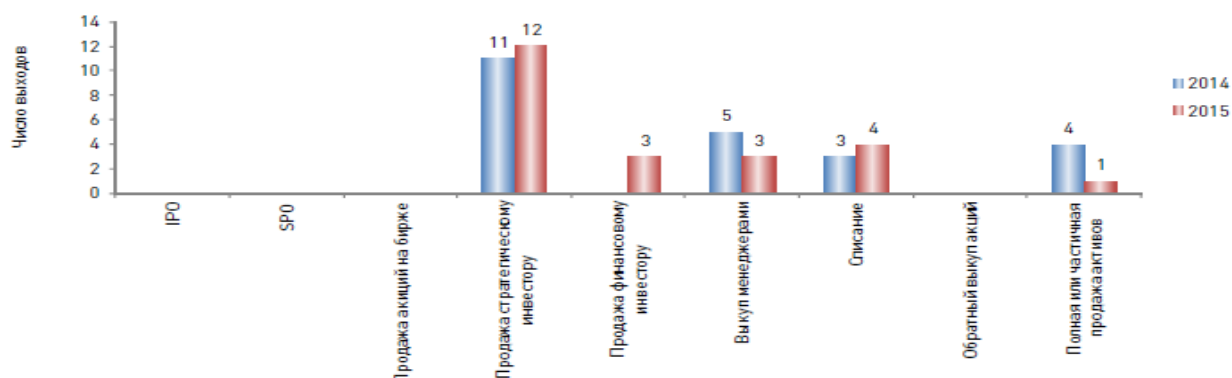


Рис. 2.18. Общие число инвесторов, осуществивших выходы из инновационных компаний/проектов в регионах Российской Федерации за 2014-2015 гг., ед.

Источник: [88].

Исходя из рисунка 2.18 видно, что основным способом выхода инвесторов из инновационных компаний/проектов в регионах РФ за рассматриваемый период времени была продажа доли стратегическому инвестору (партнеру) (стратегия M&A). Также следует обратить внимание на то, что такой способ выхода инвесторов из инновационной компании/проекта как первичное размещение акций на фондовом рынке (IPO) не использовался, это говорит о недостаточно хорошо развитой венчурной индустрии в РФ.

Таким образом, можно констатировать, тот факт, что в 2015 г. показатели, как венчурных фондов (VC-фондов) с участием государственного капитала, так и корпоративных VC-фондов, показали негативную динамику, в частности относительного прироста совокупного капитала против 2012-2014 гг.

2.4. Оценка эффективности венчурного инвестирования инновационной компании/проекта «Интернет-Издательство»

В данном параграфе проведена оценка эффективности инвестиционного проекта «Интернет-Издательство», с помощью дисконтированных методов.

Проект «Организация Интернет-Издательство» представляет собой создание и организацию деятельности Интернет-ресурса, включающего в себя «Интернет-Издательство» с элементами социальной сети, предназначенного для размещения, просмотра, обсуждения и распространения документов. С помощью данного интернет-сервиса пользователи могут читать, изучать, и использовать различные электронные книги, журналы, газеты, презентации, научные работы, статьи, опубликовать свои собственные материалы, обсуждать их с другими посетителями сайта, создавать собственные электронные библиотеки. Кроме того, авторы могут продавать размещённые ими документы.

Стратегической задачей проекта является создание социального издательского сайта, предоставляющего широкому кругу профессиональных и начинающих авторов, издателей, литературных агентов и других заинтересо-

ванных лиц возможность для хранения, размещения, обмена, обсуждения и реализации любого вида электронного контента.

Особой целью проекта является скорейший выход на рынок и завоевание основной доли рынка.

По оценке аналитиков РосБизнесКонсалтинг рынок электронной книжной торговли России составляет более 3 млрд. рублей в год. Сектор торговли книгами составляет более 3% всего оборота электронной торговли. В российском интернете одним из наиболее популярных товаров считаются книги. В целом на рынке розничной торговли книгами доля продаж через интернет составляет около 7%.

В последние годы книжная торговля через интернет в России развивается довольно быстрыми темпами. Использование крупными столичными и региональными компаниями новых технологий стало серьезным фактором ускорения развития книготорговли в интернете.

Но, несмотря на то, что книжная торговля растет, в России существуют проблемы и факторы, которые оказывают негативное влияние на развитие электронного книжного рынка. К ним относятся:

- основная проблема книжных интернет - магазинов - это обеспечение логистики. Несмотря на значительное улучшение за последние два года качества логистики, ее уровень развития все еще является сдерживающим фактором развития электронной книжной торговли;
- большинство клиентов в России не доверяют электронным платежным системам, предпочитая оплачивать покупки наличными;
- главная проблема российского рынка электронных книг – наличие большого предложения пиратского контента при далеко недостаточном наличии легальных электронных книг.
- узкий ассортимент электронных книг на рынке. Например, книжный торговый дом «Библио-Глобус» реализует всего 12 дисков-сборников с электронными книгами, Ozon.ru – 22 000 наименований электронных книг. Самое большое предложение электронных книг – у «Литреса», около 23 тыс.

наименований. По мнению экспертов, для того, чтобы электронные книги составили конкуренцию бумажным, ассортимент магазинов должен иметь не меньше 100-150 тыс. наименований электронных книг. Именно, благодаря появлению проекта «Интернет-Издательства» большая часть проблем в сфере реализации и хранении документов исчезает. Данный проект обладает рядом конкурентных преимуществ, а именно:

- применение (Flash, HTML-5, Ruby on Rails, css3 и др.), уникальных технологий просмотра, хранения и распространения документов;
- возможность концентрировать документы различных тематических направлений;
- возможность обсуждать размещенные документы в онлайн режиме, имея прямую связь с автором;
- возможность встраивать размещенные документы на сторонние сайты.

Проект будет развиваться согласно плану развития ресурса: создание и запуск бета-версии, создание новых сервисов на сайте, разработка приложений, выход на международный рынок.

Инвестор, вкладывая, средства в данный проект получает следующее предложения: взамен на полное инвестирование проекта – 51% доли в компании; выход инвестора из проекта возможен путем продажи своей доли стратегическому инвестору или выкуп доли собственником; планируемый срок выхода 3-5 лет.

Важный аспект существования любого проекта – монетизация. Монетизация проекта – получение дохода с сайта. В рассматриваемом проекте заложена смешанная модель монетизации: рекламная (B2B), пользовательская (B2C), посредническая (C2C).

Объем и структура требуемых инвестиций 18 134 769 рублей. Ставка дисконтирования -16,6% [122].

Далее нами был проведен расчет основных показателей проекта, для того чтобы определить целесообразность осуществление проекта. Расчет показателей был проведен с помощью программы Microsoft Excel.

Итак, сначала, нами были рассчитаны такие показатели как, чистый дисконтированный доход (NPV) и индекс рентабельности инвестиций (PI). Расчет показателей представлен в таблице 2.1.

Таблица 2.1

Чистый дисконтированный доход (NPV) и индекс рентабельности инвестиций (PI) проекта «Интернет – Издательство»

ставка дисконтирования	0,166	млн. руб.	млн. руб.
Период (год), T	Первоначальные затраты, IC	денежный поток, CF	дисконтированный денежный поток
0	18134769		
1	-	13503976	11581454,55
2	-	30907165	22733278,36
3	-	35670981	22501910,96
4	-	39899589	21586101,78
5	-	44913049	20839139,73
		NPV	81107116,39
		PI	4,472464821

Составлено по материалам: [122].

По данным таблицы 2.1 видно, что значение чистого дисконтированного дохода (NPV) > 0 , а именно 81 107 166,39 млн. руб. При соблюдении данного условия, мы можем сделать вывод о том, что данный проект привлекателен для вложения. Также из рисунка 16 мы видим, индекс рентабельности инвестиций (PI) составляет 4,47, соответственно > 1 , поэтому мы можем сделать вывод о том, что данный проект инвестиционно привлекателен для вложения, так как сможет обеспечить дополнительную отдачу капитала, т.е. в данном случае на один инвестированный рубль отдача будет составлять 4,47. Чем выше коэффициент рентабельности инвестиций, тем большую отдачу на вложенный капитал приносит данная инвестиция. Внутренняя норма прибыли (IRR) данного проекта также достаточно высокая, данные представлены в таблице 2.2.

Таблица 2.2

Внутренняя норма прибыли (IRR) проекта «Интернет – Издательство»

Период (год), T	Первоначальные затраты	денежный поток, CF
0	18134769	-18134769
1	-	13503976
2	-	30907165
3	-	35670981
4	-	39899589
5	-	44913049
	IRR	122%

Составлено по материалам: [122].

По данным таблицы 2.2, внутренняя норма прибыли (IRR) данного проекта составляет 122%. Как и два предыдущий показателя, данный показатель, также показывает, что данный проект будет привлекателен для инвестирования денежных средств. Вложенный в инвестиционный проект капитал будет создавать доходность выше, чем стоимость вложенного капитала.

Инвестору, как человеку, который вкладывает в рисковый проект свои денежные средства, важно знать не только доходность от вложений, но также и срок окупаемости вложенных средств, поэтому далее нами был оценен такой финансовый показатель, как срок окупаемости проекта (DDP). Данный показатель представлен в таблице 2.3.

Таблица 2.3

Дисконтированный срок окупаемости проекта (DDP) проекта «Интернет – Издательство»

ставка дисконтирования	0,166	млн. руб.	млн. руб.	млн. руб.
период (год), T	Первоначальные затраты	денежный поток, CF	Дисконтированный денежный поток	Дисконтированный денежный поток нарастающим итогом
0	18134769			
1	18134769	13503976	11581454,55	11581454,55
2	18134769	30907165	22733278,36	34314732,91
3	18134769	35670981	22501910,96	56816643,88
4	18134769	39899589	21586101,78	78402745,66
5	18134769	44913049	20839139,73	99241885,39

Составлено по материалам: [122].

Как мы видим из таблицы 2.3, окупаемость всех затрат дисконтированным денежным потоком произойдет на 2 году реализации.

Оценить эффективность проекта также можно с помощью такого показателя, как чистая рентабельность продаж. Рентабельность продаж позволяет определить операционную эффективность, показывает направление движения компании, падение или рост. Данный показатель, отражает долю прибыли в общей сумме выручки (оборота).

Оценивать результаты реализации проекта в первые два года и прогнозировать тенденции развития достаточно сложно, так как проект находится на начальной стадии развития, и на полученные результаты могут оказывать влияния факторы случайного характера. Оценивать данный показатель мы начали с третьего года, данные представлены в таблице 2.4.

Таблица 2.4

**Чистая рентабельность продаж проекта
«Интернет – Издательство»**

показатель	3 год	4 год	5 год
Чистая прибыль	26742674	39094747	44297617
выручка	95840517	119880438	130252358
Чистая рентабельность продаж %	27,90331	32,611448	34,009071

Составлено по материалам: [122].

Как видно из таблицы 2.4, на протяжении рассматриваемого периода времени чистая рентабельность продаж имела тенденцию к росту. Так, на выходе данный показатель составил 34% по сравнению с 4 годом, когда данный финансовый показатель составлял 32,6%. Другими словами, на выходе в одном рубле выручки будет 0,34 копейки чистой прибыли.

С помощью методов дисконтирования нами была проведена оценка эффективности проекта «Интернет-Издательство». На основе оцененных показателей мы пришли к выводу, что данный проект является рентабельным, а соответственно инвестиционно привлекательным. Но, не смотря на оптимистическую оценку эффективности проекта, как и любой другой проект, он имеет ряд существенных рисков.

Риски проекта «Интернет-Издательство»

Риск ранней стадии бизнеса. Данный риск связан с тем, что проект «Интернет-Издательство» не имеет устоявшихся взаимосвязей в бизнесе, опыта решения возникающих проблем, устойчивых отношений с клиентами, репутации и кредитной истории, сложностью расчетов объемов необходимого финансирования.

Риск не востребоваемости услуги. Наличие данного риска определяется тем, что данный проект предлагает уникальные для российского рынка услуги, успех которых не может быть обоснован результатами аналогичных проектов. Данный риск оправдан успешными результатами косвенных конкурентов, наличием детального бизнес-плана и значительного рекламного и маркетингового бюджета.

Риск отсутствия финансирования/недофинансирования. Этот риск является достаточно существенным, так как отсутствие или недостаточный объем финансирования проекта «Интернет-Издательство» на любой стадии развития поставит под сомнение его успешную реализацию [67, с.520].

Технические и технологические риски. На успех проекта серьезно влияет и качество используемых сайтом сервисов. Сведение к минимуму данных рисков обеспечивается подбором надежного оборудования известных марок, дублированием основных технических систем, тщательной настройкой сервисов сайта.

Юридические и репутационные риски. Данные риски обусловлены возможностью пользователей загружать на сайт документы любого содержания, в том числе противоречащие законодательству РФ (материалы, попадающие под закон об авторском праве, материалы экстремистского содержания, прочие нелегальные материалы). Минимизировать данные риски можно путем заключения соглашения между компанией и пользователями, своевременным реагированием на обращения авторов о нарушении авторских прав, модерированием сайта [122].

Выводы по второй главе. Таким образом, раскрывая особенности государственного регулирования и проводя оценку венчурного инвестирования

инновационных компаний в регионах РФ и за рубежом нами были сделаны следующие выводы: в РФ на сегодняшний день, пока не существует единого законодательного акта, определяющего понятие и порядок осуществления венчурного инвестирования инновационных компаний. Однако государство в свою очередь оказывает поддержку венчурному бизнесу с помощью методов прямого и косвенного регулирования. Источниками финансирования венчурной деятельности как в России так и, за рубежом являются финансовые и нефинансовые институты.

Исследование современного состояния и тенденций развития венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ и за рубежом выявило: рынок венчурных инвестиций в регионах РФ имеет как сильные, так и слабые стороны, при этом, несмотря на сильные стороны рынка, слабые стороны достаточно сильно влияют на основные показатели, характеризующие современное состояние венчурного рынка России. К основным показателям рынка относятся: число действующих на российском рынке фондов венчурных инвестиций; совокупная капитализация венчурных фондов; объем венчурных сделок на рынке; число венчурных сделок на рынке; средний объем инвестиционной сделки на российском венчурном рынке. Большинство данных показателей имеют отрицательную тенденцию в 2012-2015 гг. (например, объем венчурных сделок на рынке и средний объем инвестиционной сделки на рынке). Также необходимо отметить, что в 2012-2014 гг. наблюдалось замедление роста российского венчурного рынка в связи с сокращением прироста объема российского ВВП в постоянных ценах. При этом анализ основных показателей рынка венчурного капитала в США, в Европейском и Азиатском регионе показали прямо противоположную ситуацию. К ним относятся: объем инвестиций на рынке и количество заключенных сделок. Итак, ключевые показатели на протяжении 2012-2015 гг. имели положительную тенденцию (например, объем инвестиций осуществленных на рынке). Анализ прироста объема мирового ВВП в постоянных ценах в от-

личие от российского ВВП за весь рассматриваемый период времени сохранял стабильность.

При исследовании отраслевых диспропорций на рынке венчурных инвестиций России, было установлено, что ключевыми отраслями являются отрасль биотехнологий, промышленных технологий и информационных технологий, причем последняя отрасль занимает лидирующие позиции (в данной отрасли было заключено основное количество сделок). Однако на протяжении анализируемого периода времени количество заключенных сделок сокращалось. Однако в других отраслях, а именно, в 2015 году данный показатель имел положительную тенденцию.

Также, исследование отраслевых диспропорций, а именно, объем осуществленных венчурных инвестиций по отраслям показало, что основное предпочтение отдано отрасли информационно-телекоммуникационных технологий (ИКТ). В данной отрасли сосредоточено более 70% VC-инвестиций (в 2015 г.). Далее по объему VC-инвестиций следует отрасль медицина/здравоохранение, удельный вес колеблется от 6,3% до 14,2% от общего объема инвестиций и на третьем месте находится отрасль химические материалы, здесь удельный вес колеблется от 2,7% до 2,8% от общего объема инвестиций.

Если рассматривать распределение венчурных инвестиций по отраслям в США, Европе, то здесь основной отраслью является отрасль интернет технологий. В Азиатском регионе отраслевые предпочтения сосредоточены в отрасли потребительских услуг (онлайн и оффлайн). Доля отрасли составила 73% от общего объема инвестиций.

Помимо отраслевых диспропорций в распределении венчурных инвестиций в России существуют также и диспропорции географического характера. Анализ распределения венчурных инвестиций по округам показал, что более 80% венчурных инвестиций приходится на ЦФО. На втором месте по объему венчурных инвестиций находится Северо-Западный Федеральный округ и на третьем месте находится по объему венчурных инвестиций нахо-

даться Сибирский Федеральный округ. За анализируемый период времени в данном округе наблюдалась тенденция к снижению удельного веса венчурных инвестиций от общего объема.

Раскрывая, роль венчурных фондов в венчурном инвестировании инновационных компаний, было, выявлено, что венчурные фонды (VC-фонды) являются инструментом инвестирования в инновационные компании путем создания организации с собственным капиталом. В рамках Государственно-частного партнёрства совместно с российской венчурной компанией сформировано было 7 венчурных фондов. Самыми крупными из них являются: Максвелл Биотех, Новые технологии и ВТБ – Фонд венчурный, их объем достигает до 3,061 млрд. руб.

Исследование современного состояния венчурных фондов (VC-фондов) в регионах РФ позволило сделать следующие выводы: доля числа VC-фондов в регионах РФ больше, чем PE-фондов, ее значение достигает 60% от общего числа, но при этом доля объема капитала больше у PE-фондов, ее значение составляет более 80% от общего объема. При этом рассматривая корпоративные VC-фонды и VC-фонды с государственным участием капитала, было выявлено, что VC-фонды с государственным участием не ориентированы на отрасль ИКТ, в отличии от корпоративных венчурных фондов (VC-фондов). Доля венчурных фондов(VC-фондов) ориентированных не на отрасль ИКТ от общего числа фондов с участием государственного капитала составило около 90%.

При анализе регионального распределения венчурных фондов (VC-фондов) было установлено, что основной удельный вес VC-фондов сосредоточен в ЦФО РФ, при этом наблюдалась положительная тенденция, а именно в 2015 году удельный вес венчурных фондов (VC-фондов) составил 81,9% против 77,2% в 2013 году от общего количества венчурных фондов (VC-фондов). На втором месте располагается Приволжский Федеральный округ (8 %) и на третьем месте находится Северо-Западный Федеральный округ (5,7%), но здесь в отличии от ЦФО наблюдается отрицательная динамика.

В результате изучения основных способов выхода инвесторов из инновационных компаний/проектов, было выявлено три способа выхода, а именно: продажа доли стратегическому партнеру (стратегия M&A); первичное размещение акций на фондовом рынке (IPO); выкуп компании менеджером (MBO). Наиболее часто используемым способом выхода инвесторов из инновационных компаний/проектов в Российской Федерации является продажа доли стратегическому партнеру (стратегия M&A), что говорит о недостаточно хорошо развитой инфраструктуре венчурной индустрии в РФ.

Исследование современного состояния рынка венчурных инвестиций в регионах РФ показало, что российский венчурный рынок несовершенен и требует повышенного внимания Правительства России в создании механизмов, институтов, инфраструктуры, которые сокращали бы данные несовершенства и способствовали его развитию и совершенствованию в соответствии с современными требованиями.

Также, в настоящем исследовании была произведена оценка эффективности венчурного инвестирования инновационных компаний на основе инновационного (венчурного) проекта «Интернет – Издательство». Для проведения оценки эффективности венчурного инвестирования была использована группа динамических (дисконтированные) методов исследования, а именно: чистый дисконтированный доход (NPV); индекс рентабельности инвестиций (PI); внутренняя норма прибыли (IRR); срок окупаемости проекта (DDP). Оценка эффективности вложенных в проект инвестиций показала, что данный инновационный (венчурный) проект привлекателен для вложения.

ГЛАВА 3. ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННЫХ КОМПАНИЙ В РЕГИОНАХ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

3.1. Зарубежный опыт венчурного инвестирования инновационных компаний как основа экономического роста российской экономики

В развитых странах с интенсивным экономическим ростом, венчурное инвестирование является важным источником внебюджетного финансирования научных исследований и инновационной деятельности, т.е. данный вид инвестирования является неотъемлемой частью эффективной экономической структуры. Поэтому применение зарубежного опыта венчурного инвестирования инновационных компаний, для национальной экономики России является основой ее интенсивного роста. Отличительной особенностью современного развития инновационной деятельности в развитых странах в целом является тот факт, что вложения в науку и создание новых технологий не выступают неременной обязанностью государства.

Индустрия венчурного капитала наибольшее развитие получила в США, где функционирует с ориентацией на разработки в области инновационной экономики и соединяет в себе разнообразные источники венчурного капитала, среди которых основная роль принадлежит пенсионным фондам, страховым компаниям, а также частным лицам [95, с. 115-126].

Необходимость появления венчурного инвестирования в США связана с неспособностью традиционных финансовых институтов, воздерживающихся от чрезмерного риска, удовлетворить столь значительный спрос на капитал со стороны высокотехнологичных внедренческих фирм. Здесь созданы все необходимые условия для развития венчурного инвестирования. Весь венчурный рынок США поделён на два сектора: формальный (венчурные фонды входят банки, пенсионные фонды, страховые организации) и неформальный (бизнес-ангелы, спонсоры, отдельные физические лица). Формальный и неформальный секторы дополняют друг друга. Инвестиции неформального сектора особенно важны на самых ранних стадиях развития «стар-

товых» фирм. Формальный сектор, как правило, проявляет активность на более поздних стадиях, когда требуются средства для расширения и развития производства.

В США преобладают фонды (или фирмы) венчурного капитала, относящиеся к формальному сектору рынка венчурного капитала [91, с. 67-65].

Успешный опыт венчурного инвестирования США зависит во многом от их развитого правового поля, что в свою очередь нельзя сказать о РФ. Нормативная база в области венчурного инвестирования стала активно развиваться в 1940 – 1950 гг., в то время когда вся законодательная система США уже имела стабильное функционирование. Государственная политика Штатов, предусматривает, наличие большого количества разнообразных государственных программ, позволяющих обеспечивать вливание инвестиционных ресурсов. К таким программам можно отнести программу «Startup America» посредством которой, был создан независимый союз предпринимателей, университетов, фондов, корпораций и иных бизнес-лидеров, а также программу «Select USA». Данная программа действует на федеральном уровне, показывает преимущества ведения бизнеса на территории США и обеспечивает лёгкий доступ к различным федеральным инвестиционным проектам. Также необходимо отметить, что налоговое законодательство США ориентировано на инвестора [104, с.19-24]. Для инвестора в данной области предусмотрены следующие налоговые льготы:

- повышенное стимулирование (освобождение от уплаты налогов) при процедурах реинвестирования;
- ступенчатые системы налогов по доходам;
- безналоговый процентный доход на инвестиции;
- многочисленные налоговые отсрочки и рассрочки.

В области иностранных инвестиций законодательство США также достаточно развито. Законодательство одновременно, и защищает рынок от возможных финансовых нарушений, и развивает партнёрские отношения с другими государствами. Основным нормативным документом в этой области

является «Закон об иностранных инвестициях и национальной безопасности 2007» (The Foreign Investment and National Security ACT of 2007), а также закон об основных дилерах (Primary Dealers Act of 1988), который регулирует банковскую и биржевую деятельность инвесторов [50, с. 38-59].

Важным фактором инновационного развития компаний помимо усовершенствованной правовой базы, является корпоративное венчурное финансирование. Корпоративные венчурные фонды (далее КВФ), помимо стремления к прибыли, также определяют ключевые для корпорации цели, которые должны дать экономический эффект в дальнейшей перспективе и предоставить технологическое преимущество.

Помимо развитой законодательной базы и корпоративного венчурного финансирования в США, немало важным привлекательным фактором для эффективного венчурного инвестирования являются способы выхода инвесторов из компаний/проекта. Так как, здесь создана развитая инфраструктура, то основным способом является первоначальное публичное размещение акций (IPO) [25, с. 82-84].

Вторым после США центром международного венчурного капитала по праву считается Великобритания. При изучении опыта венчурного опыта в данной стране, нами было выявлено, что для успешного развития данной индустрии был создан альтернативный фондовый рынок. Через альтернативный фондовый рынок инновационные предприятия на ранних этапах развития привлекают необходимые объемы денежных средств посредством выпуска своих акций. Данный рынок характеризуется либеральными требованиями для допуска к торгам.

Создание подобного института свидетельствует о развитости фондового рынка обеспечивающего возможность свободного выхода венчурных фондов из проинвестированных предприятий, а также рефинансирование фондов. В России развитость фондового рынка является одной из проблем. Также, в Великобритании развита инновационная инфраструктура, характеризующаяся наличием современной базы для внедрения разработок [56, с.

47]. Государство активно оказывает содействие развитию венчурной деятельности. В связи с этим были предприняты следующие меры:

- создание корпоративной венчурной схемы (Corporate Venturing Scheme) с целью поощрения венчурных инвестиций со стороны корпораций;
- предоставление налоговых льгот, в частности налоговых кредитов (зачетов);
- инвестирование преимущественно в поздние фазы развития компаний.
- содействие повышению ликвидности рискованных капиталовложений на основе развития рынка капиталов.

В Европе, наряду с Великобританией существуют и другие государства с успешным опытом венчурного инвестирования. К таким странам можно отнести Германию и Францию [70, с. 48].

К основным особенностям венчурной индустрии Германии можно выделить следующие:

- высокая степень развития исследовательского сектора;
- наличие современной площадки для инновационных разработок;
- создание Германской ассоциации промышленных кооперативных исследований – German Association for Industrial Research (GAIR);
- пенсионные фонды (как например, в США), не проявляют активности на рынке венчурного капитала;
- предельная доля капитала венчурных фондов формируется банками;
- предпочтительность вкладывать средства в национальные проекты;
- наличие слаженной системы выхода инвестора;
- наличие благоприятного налогового климата.

Наличие благоприятного налогового климата в данной стране заключается в предоставлении особой и накопительной амортизации для предприя-

тий, а также снижения ставок налогообложения. Налоговые льготы предусмотрены для венчурных фондов – разграничение деятельности венчурных фондов по сферам управления имуществом и промышленного производства для целей налогообложения, а также для инвесторов совершенствование порядка налогообложения доходов, получаемых при «выходе» из инвестируемой компании [78, с. 5-9].

Одна из особенностей венчурной индустрии Германии, как уже было сказано выше, заключается в том, что основная доля капитала венчурных фондов формируется банками, т.е. банки принимают активное участие в венчурном финансировании [82, с. 65-71].

В отличие от Германии, для которой предпочтительней инвестировать в национальные проекты, во Франции активно сотрудничают с участниками венчурного рынка других стран, тем самым принимают участие в международных венчурных проектах. В России возникают сложности с доступом на международные рынки капитала, связанные со слабостью внутреннего рынка.

Во Франции реализуются специальные государственные программы помощи инновационным предприятиям. Помощь инновационным компаниям предоставляется за счет налоговых льгот, дотаций, льготных кредитов, рискованного капитала, причем помощь оказывают на ранних стадиях развития инновационной компании. Также государство гарантирует предоставление займов, при этом выступая на рынке в роли вторичного гаранта. Помимо государства, среди действующих субъектов на рынке венчурного капитала лидирующие позиции занимают страховые компании и банковские структуры.

Инфраструктура для привлечения венчурных инвестиций в инновационные проекты развита достаточно хорошо. В отличие от рассмотренных стран, Франция поделена на «якорные» экономические зоны, в которых аккумулируются тысячи малых и средних компаний [70, с. 48].

Венчурное дело в США и Европе стремится к наукоемким производствам и научно-техническим инновациям, несмотря на то, что данный вид деятельности этим не ограничивается, все же с этого она началась, и основные волны ее развития связаны с компьютерами, коммуникациями, биотехнологиями, системами искусственного интеллекта [44, с. 101].

В Финляндии также была выстроена одна из самых эффективных в мире систем венчурного финансирования, основой, которой стал Национальный фонд исследований и развития (SITRA). Главной составляющей финского успеха стало оптимальное взаимодействие государства, науки и частного бизнеса на основе выработки общих правил и согласования интересов.

Основными факторами оптимального взаимодействия государства науки и частного бизнеса являются:

- свободный доступ к частным инвестиционным рынкам;
- разработка эффективных инструментов государственного управления инновационной сферой;
- стабильная политико-правовая среда;
- наличие адекватных механизмов распределения и смягчения риска [94, с. 119].

Также не стоит забывать об успешном опыте развития венчурной индустрии Израиля. Данная страна наиболее ярко демонстрирует эффективность действия венчурного механизма, тут стремление к инновациям позиционируется как часть национального менталитета. Израиль за короткое время стал одним из ведущих мировых высокотехнологичных держав. Здесь аккумулированы инвестиции таких крупных фондов, как AltaIR Capital, Flint Capital, Titanium Investments, Maxfield Capital, TMT Investments и прочих.

К особенностям развития венчурной индустрии в Израиле можно отнести:

- активное сотрудничество с участниками венчурного рынка других стран, что обеспечивает функционирование двунациональных фондов (BIRD Funds) с участием США, Канады, Великобритании, Сингапура и Юж-

ной Кореи, они компенсируют половину расходов израильских компаний в совместных международных исследованиях;

- хорошо развитая инфраструктура, акцент делается на развитие технологических инкубаторов (осуществляющих инвестирование проектов на посежных стадиях), где сумма гранта составляет до 85 % от общего бюджета;

- создана, комплексна нормативно-правовая база регулирования венчурной деятельности, (защиты интересов инвестора при наступлении возможных разногласии между сторонами венчурных сделок).

- высокий уровень подготовки инновационных проектов.

Успешному развитию венчурной индустрии и переориентации экономики на инновационно-ориентированную модель стал запуск программы «Yozma». Основной принцип программы — обязательное наличие иностранных партнеров. Суть израильской программы «Yozma» состояла в опосредованном финансировании венчурных инвестиций в стране. При этом задействовался фондовый механизм перераспределения средств, когда государственные финансовые ресурсы вкладывались в венчурные фонды, участниками которых выступали: израильский партнер, американский или европейский партнер с именем и стажем. Согласно программе зарубежные партнеры были обязаны обучать израильских коллег методике и принципам инвестирования, развития компаний и ведения дел фонда. В обмен фонд получал 8 млн. долларов из фондов Yozma (остальные 12 млн. партнеры должны были представить совместно), которые в случае провала фонда они не обязаны были возвращать. А в случае успеха партнеры могли выкупить долю государства за те же деньги плюс символическая процентная ставка (7% от прибыли на эту долю) – таким образом, свыше 93% дохода доставалось частным участникам программы [106, с. 22-38].

Итогом функционирования программы стала возможность проникнуть на международный рынок венчурного капитала [88].

Рассматривая зарубежный опыт венчурного инвестирования, и исследуя несовершенства венчурной индустрии в России, нами была предложена сравнительная характеристика венчурного капитала в США, Европы и России в таблице 3.1.

Таблица 3.1

Сравнительная характеристика венчурного капитала в США,
Европе и России

Показатель	США	Европа	Россия
Инвестирующие субъекты	26% ранняя стадия; 41%экспансия; 10% приобретение акций; 22% развитие	23% ранняя стадия; 52,8; развитие и экс- пансия; 19% приобре- тения акций; 6% про- чие	15%ранняя стадия; 85% -развитие (ре- структуризация)
Участники	Предприниматели, крупные промыш- ленные предприятия , пенсионные и страховые фонды	Банки, технологи, ин- женеры, бухгалтера, аудиторы, страховые фонды	Финансисты, уче- ные, инженеры
Распространенная форма	Финансирование на ранней стадии раз- вития бизнеса	Финансирование на поздней стадии разви- тия бизнеса	Финансирование на поздней стадии развития бизнеса
Финансово-кредитная си- стема обеспечения	Рынок ценных бу- маг, банки, IPO	Банки	Банки
Цель финансирования	Технологические инновации	Оборотные средства	Оборотные сред- ства
Налогообложение, адап- тированное к венчурной индустрии	да	да	нет
Выход на рынок	Биржа (IPO)	Биржа (Trade sale)	Стратегический партнер
Наличие инфраструктуры для инвестирования в вы- сокотехнологичные инно- вационные компании	да	да	нет

Источник: [27, с. 29-37].

Исходя из данных представленных в таблицы 3.1 видно, что в США и активно инвестируют на ранних стадиях развития компании в отличие от России, где инвестирование происходит уже на поздних стадиях. В Европе более склоны инвестировать также на поздней стадии развития компании. При этом источники поступления капитала за рубежом разнообразные, что говорит о развитой инфраструктуре. Также из таблицы 3.1 видно, что в США и в Европе существует благоприятный налоговый режим, а в России в дан-

ной области существуют определенные сложности. Если рассматривать систему выходов инвесторов из проекта/компании, то наиболее эффективный и прибыльный способ выхода инвестора применяется в США и Европе. В России используется в основном способ продажи доли стратегическому партнеру [27, с. 29-37].

Таким образом, успешный опыт венчурного инвестирования инновационных компаний в рассмотренных нами государствах, объединяет следующие положения: наличие государственного механизма, включающей полноценную нормативно-правовую базу; развитая инфраструктура; развитость и высокая ликвидность фондового рынка; наличие высококвалифицированных специалистов и управляющих инновационными (венчурными) проектами.

3.2. Проблемы венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах Российской Федерации и пути их решения

В основе интенсивного развития экономик зарубежных стран является венчурное инвестирование, способствующее повышению их конкурентоспособности. В России венчурная модель на сегодняшний день не имеет такой развитой инфраструктуры как, например, в США или в Европе.

Ранее нами были рассмотрены факторы, которые оказывают влияние на развитие венчурного инвестирования инновационных компаний. Данные факторы, носят общеэкономический и региональный характер. К общеэкономическим факторам относят: внешнеэкономические риски; благоприятный налоговый режим; природно-ресурсный потенциал страны и ее геополитическое положение. К региональным факторам, которые оказывают влияние на развитие венчурного инвестирования инновационных компаний, относят: уровень доходности регионального бюджета; уровень развития инновационной инфраструктуры; наличие государственной финансовой поддержки; уровень развития фондового рынка [81, с. 27-31]. На основе рассмотренных факторов были выявлены и распределены на группы проблемы, сдержи-

вающие развитие венчурного инвестирования инновационных компаний в нашей стране. Классификация проблем, сдерживающих развитие венчурного инвестирования в регионах России, представлена на рисунке 3.1.



Рис. 3.1. Классификация проблем, сдерживающих развитие венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах Российской Федерации

Источник: [97, с. 24-28].

Из рисунка 3.1 видно, что проблемы, которые сдерживают развитие венчурного инвестирования инновационных компаний в России, разделены на группы. Рассмотрим более подробно каждую из групп.

1. Государственно-правовая проблема.

В составе государственно-правовой проблемы можно выделить:

1.1. Отсутствие единого законодательного акта регулирующего венчурную деятельность в России. Сегодня не существует единого законодательного акта, регулирующего венчурную деятельность в России, а также не существует и системы законодательных актов, способствующих ее активизации [86]. Попытка разработать концепцию Федерального Закона о венчурной деятельности в РФ уже была. Над концепцией работали депутаты Лукьянова К.А. (Комитет ГД по экономической политике) и Пономарев И.В. (Комитет ГД по информационной политике, информационным технологиям и связи). Представляя Концепцию, авторы, в частности, сообщили, что пытались опровергнуть отраженную в Белой книге РАВИ позицию 2001 года, которая декларирует, что закон о венчурной деятельности в России не нужен.

В работе заседания приняли участие член правления РОСНАНО Ю.А.Удальцов, генеральный директор РВК И.Р. Агамирзян, руководитель

проекта Инновационного института при МФТИ Ю.П.Аммосов, УК «ВТБ Управление активами» А.К.Морозов и другие специалисты, работающие в сфере венчурного финансирования. Выступавшие фактически единодушно отметили, что во всем мире для развития венчурной индустрии принципиально важным является стремление к уменьшению императивного регулирования и расширению возможности для диспозитивного (договорного), а не наоборот, и что закона о венчурной деятельности не требуется.

Исполнительная дирекция РАВИ обратилась к действующим игрокам индустрии венчурного и прямого инвестирования с просьбой дать свою профессиональную оценку данному проекту, в том числе – с точки зрения влияния данного Закона (в случае его принятия) на дальнейшее развитие рынка прямых частных инвестиций в России. И так, они пришли к следующим выводам: в целом, нет необходимости в принятии специального закона и, в частности, предлагаемый проект Федерального закона (как это изложено в Концепции) проработан плохо. Венчурная деятельность, по их мнению, являясь одним из видов предпринимательства, не нуждается в каком-либо специальном регулировании. Как и любая другая деятельность, не затрагивающая вопросов государственной безопасности, она регулируется общим законодательством (мы же не вводим специального закона для компаний – производителей мебели).

Введение специального закона, который декларируется как помощь в развитии венчурной деятельности, приведет к обратному результату - заниматься этой деятельностью станет сложнее, продолжится и усилится тенденция последних лет – уход венчурных инновационных компаний в иностранные юрисдикции.

Проект Федерального закона разработан плохо и на 75% состоит из констатации общеизвестных фактов и повторов из других законов, а оставшаяся часть – это сплошь ограничения для венчурных инновационных компаний.

Итак, в нашей стране сложилась двойственная ситуация: одни за принятие федерального закона в области венчурного инвестирования, а другие против.

1.2 Отсутствие защиты интересов инвестора при наступлении возможных разногласий между сторонами венчурных сделок. Однако на федеральном уровне данная проблема была решена принятием следующего ряда Федеральных законов:

- Гражданский кодекс Российской Федерации.
- ФЗ от 23.09.1992 N 3520-1 (ред. от 11.12.2002, с изм. от 24.12.2002) "О товарных знаках, знаках обслуживания и наименованиях мест происхождения товаров".
- Закон РФ от 09.07.1993 N 5351-1 (ред. от 20.07.2004) "Об авторском праве и смежных правах".
- Федеральный закон от 29.07.2004 г. №98-ФЗ «О коммерческой тайне»
- ФЗ от 28.09.2010 N 244-ФЗ "Об инновационном центре "Сколково" [126].

Принятие законов говорит, о том, что наша страна сделала важный шаг в сторону создания системы нормативно-правового обеспечения венчурной и инновационной деятельности.

В связи с отсутствием единого законодательного акта, возникают сложности в области налогообложения при предоставлении и распределении налоговых льгот инвесторами, осуществляющие венчурное инвестирование, отсюда возникает следующая проблема государственно-правового характера.

1.3. Сложности в области налогообложения. Российская налоговая система имеет ряд особенностей, которые отличают ее от налоговых систем, принятых, например, в Великобритании или Франции. Во-первых, в России нет специализированного налога на прирост капитала: прирост капитала является доходом и облагается НДФЛ. Во-вторых, большая часть налогов поступает в федеральный бюджет. Из налогов, льготы по которым обычно при-

меняются в качестве стимулов для частных инвесторов, только налог на имущество физических лиц поступает в бюджет муниципальных образований. В-третьих, в России нет налоговых стимулов для частных инвесторов в непубличные компании [106, с.22-38].

1.4. Усложненная регистрация венчурных фондов в российской юрисдикции. В связи с отсутствием основополагающего законодательного акта регулирующего венчурное инвестирование возникают сложности в развитии нормативно-правового регулирования процессов формирования фондов венчурного инвестирования, что в свою очередь усложняет процедуру регистрации венчурных фондов.

Пути решения государственно-правовых проблем в регионах РФ (с учетом зарубежного опыта) следующие:

- создание эффективного законодательства в области иностранных инвестиций;
- ориентация законодательства на инвестора, т.е. предоставление различных налоговых льгот (ступенчатые системы налогов по доходам, безналоговый процентный доход на инвестиции, налоговые отсрочки и рассрочки);
- разработка государственных программ, способствующих вливанию инвестиционных ресурсов в венчурное инвестирование инновационных компаний/проектов.

2. Экономическая проблема.

К экономической проблеме можно отнести:

2.1. Отсутствие российского капитала в венчурной индустрии России. Капитал является одним из основных факторов привлекательности страны для зарубежных инвесторов. Недостаточность российского капитала в венчурной индустрии связана, прежде всего, с недостаточной развитостью национального фондового рынка и отсутствием фундаментальной законодательной базы в области венчурного инвестирования инновационных компаний.

2.2. Состояние российского бюджета и невозможность государства эффективно поддерживать высокотехнологическое предпринимательство. Правительство в нашей стране не может эффективно поддерживать технологическое предпринимательство, как это, например, делается в развитых странах (США, Великобритания) которые имеют двухступенчатые системы выделения грантов с объемом финансирования проектов первого уровня до 50 тыс. долл. США и второго — до 500 тыс. долл. США. В России объем грантовой поддержки на ранних стадиях для налаживания стабильного потока инновационных (венчурных) проектов остается недостаточным, а сам механизм привлечения инвестиций в эти проекты ограниченным [107].

2.3. Невостребованности инновационных разработок. Причиной невостребованности разработок может быть то, что Россия слабо интегрирована в мировую экономику, т.е. российские предприятия не конкурируют на международном рынке, поэтому, не работают в режиме постоянного поиска инноваций для увеличения эффективности своей деятельности и создания новых продуктов [92, с. 91].

Пути решения экономических проблем в регионах РФ (с учетом зарубежного опыта) следующие:

- создание условий для развития национального фондового рынка;
- создание условий для свободного доступа к частным инвестиционным рынкам;
- предоставление разнообразных грантов инвесторам;
- развитие сотрудничества с участниками венчурного рынка других стран;
- создание современных площадок для инновационных разработок.

3. Инфраструктурная проблема.

К инфраструктурной проблеме относят:

3.1. Недостаточно развитый фондовый рынок не обеспечивает эффективность системы выхода инвестора из инновационных компаний/проекта. Сегодня российский фондовый рынок недостаточно эффективен по причине того, что не в состоянии обеспечить оптимальное ценообразование, свободный доступ инвесторов на рынок, а также их защиту, поэтому система выхода инвестора из инновационной компании/проекта посредством первоначального публичного размещения акций (IPO) является не эффективной. Однако в зарубежной практике венчурного инвестирования данный способ выхода инвестора из инновационной компании/проекта является наиболее привлекательным. В России распространенным способом в настоящее время пока остаются слияние или поглощение (M&A) компании [86].

Свободный доступ инвесторов на фондовый рынок ограничен административными барьерами. К административным барьерам на фондовом рынке можно отнести, например, то, что для небольших инвестиционных компаний процедура принятия в члены торговых площадок усложняется требованием поручительства со стороны влиятельных членов торговой площадки. Еще одним барьером является административное закрепление отдельных видов ценных бумаг за отдельными торговыми системами без права обращения их в других торговых системах [54, с. 10-14].

3.2. Отсутствие институциональных инвесторов. Отсутствие институциональных инвесторов (пенсионные фонды, страховые организации) в венчурном инвестировании связано, прежде всего, с ограничениями, возникающее при инвестировании в рискованные инновационные проекты. Так, например, негосударственные пенсионные фонды не могут осуществлять вложения в венчурные фонды, поскольку имеют ограничения.

Согласно статье 24 Федерального Закона «О негосударственных пенсионных фондах» от 07.05.1998 № 75-ФЗ основными принципами размещения средств пенсионных резервов и инвестирования средств пенсионных накоплений являются сохранность и доходность пенсионных средств, т.е. управляющая компания должна обеспечить надлежащее управление пере-

данными ей средствами пенсионных резервов. Данный подход означает практическую невозможность инвестирования в венчурную индустрию пенсионных средств, так как ни один из подобных проектов не может дать гарантий доходности, необходимых для того, чтобы управляющие компании взяли на себя риски, связанные с данным инвестированием [4].

Также еще одним немало важным ограничением инвестирования средств НПФ является наличие закрытого перечня активов, в которые возможны инвестирование средств. Как для пенсионных резервов, так и для пенсионных накоплений на нормативном уровне установлен закрытый перечень активов, инвестирование в которые возможно. К таким активам, в соответствие с ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» № 111-ФЗ от 24.07.2002 г., разрешено инвестировать только в недвижимость, банковские депозиты, государственные ценные бумаги, облигации, выпущенные от имени муниципальных образований. При этом к данному перечню активов предъявляют определенные требования, а именно: допуск к обращению на организованных торгах; включение в котировальные списки; наличие кредитного рейтинга. Все эти требования практически невыполнимы для высокорисковых венчурных проектов [5].

Страховые компании, как и негосударственные пенсионные фонды имеют ограничения при инвестировании в венчурную индустрию.

Для собственных средств, и страховых резервов на нормативном уровне установлен закрытый перечень активов, которые могут использоваться для покрытия. Как и в случае с НПФ, законодатель установил ограничения таким образом, что общая их направленность не позволяет использование собственных средств страховых компаний и их резервов для покрытия высокорисковых активов. Большая часть страховых резервов размещена в корпоративных облигациях.

В конце 2012 – начале 2013 годов в регулировании инвестиционной деятельности страховщиков произошли изменения, которые только усилили

ограничения, а именно: были приняты требования к активам для покрытия собственных средств и порядок размещения страховых резервов. В соответствии с данными документами, в определенные активы (банковские депозиты, векселя, ценные бумаги) страховые организации могут инвестировать средства только при наличии у банка, векселедателя, эмитента или выпуска ценных бумаг рейтинга не ниже уровня удовлетворительной кредитоспособности одного из рейтинговых агентств, аккредитованных Министерством финансов РФ. При этом устанавливаемые ограничения на инвестирование средств страховых компаний отчасти противоречат необходимости реализации принципа прибыльности, являющегося ключевым для страхового рынка [114].

3.3. Медленное развитие корпоративных венчурных фондов. Данная проблема связана с тем, что в законодательстве недостаточно четко прописаны возможности по защите прав инвесторов, например, отсутствует прямое описание механизма опциона, конвертируемого долга. Недостаток квалифицированных менеджеров в области управления инновационным развитием часто снижает эффект от выделения данного фонда в отдельную структурную единицу.

Пути решения проблем инфраструктурного характера в регионах РФ (с учетом зарубежного опыта) следующие:

- создание условий для развития национального фондового рынка, а также создание альтернативного фондового рынка с либеральными требованиями для допуска к торгам, что способствует обеспечению свободного выхода инвестора из проинвестированного проекта;
- внесение поправок в законодательство об участии банков, пенсионных фондов, страховых компаний в инвестировании инновационных проектов, что создаст благоприятные условия для вложений;
- создание условий для развития корпоративных венчурных фондов;

– создание условий для развития технологических инкубаторов и технопарков.

4. Проблема рисков.

К проблеме рисков относят:

4.1. Риск ранней стадии. Данный риск связан, с тем, что новая инновационная компания/проект не имеет сложившихся взаимосвязей, достаточного опыта, устоявшихся клиентов,

4.2. Риск отсутствие финансирования или недофинансирования. Этот риск является достаточно существенным, так как отсутствие или недостаточный объем финансирования бизнес - проекта на любой стадии развития поставит под сомнение его успешную реализацию [67, с.520].

4.3. Технические и технологические риски. Данные риски возникают при использовании сложного технологического оборудования, отказ которого может остановить реализацию инновационного (венчурного) проекта.

4.4. Риск невостребованности услуги. Наличие данного риска определяется тем, что проект предлагает уникальные для российского рынка услуги, успех которых не может быть обоснован результатами аналогичных проектов.

Риски венчурного финансирования, имеют двойственную природу. С одной стороны, на ранних стадиях инвестиционного процесса доминируют риски технического характера. С другой стороны, по мере продвижения процесса инвестирования от ранних к поздним стадиям, технические риски все больше замещаются коммерческими [70, с.48].

Также риски можно классифицировать относительно инвестора. Согласно исследованиям А.В. Винникова у инвестора могут возникнуть два типа рисков. Первый риск связан с потерей деловой репутации, заключающийся в том, что при частом, многократном инвестировании в неудачные инновационные проекты наукоемких высокотехнологичных предприятий у инвестора могут возникнуть различного рода сложности при сборе капитала в венчурный фонд. Это приведет к потере доверия других партнеров-

инвесторов и снижению репутации на рынке венчурного капитала. Второй тип риска – это финансовый риск, связанный с частичной или полной потерей капитала [60, с. 54-59].

В настоящее время основными инструментами управления рисками является страхование. С помощью страхования организации могут минимизировать имущественные, производственные, коммерческие риски. Однако для инновационной компании данный способ ограничения риска не всегда доступен из-за высоких размеров страховых взносов. Кроме того, страховые компании принимают к страхованию не все риски, и особенно те, которые связаны с инновационной деятельностью. Такой способ ограничения риска на практике может сопровождаться со стороны страховщика злоупотреблением, увеличением затрат, и соответственно и увеличением стоимости риска [108].

Пути решения проблемы рисков в регионах РФ (с учетом зарубежного опыта):

- предоставление гарантий государством наравне со страховыми компаниями;
- содействие повышению ликвидности рискованных капиталовложений на основе развития рынка капиталов;
- более тщательный и детальный подход к разработке инновационных проектов.

5. Информационная проблема.

К информационной проблеме относят:

5.1. Недостаточная информационная поддержка венчурного инвестирования инновационных компаний в России. Возникает сложность при поиске необходимых разработок, поскольку нет единого центра, благодаря которому можно было бы найти необходимую технологию.

5.2. Низкая информационная прозрачность российского рынка интеллектуальной собственности. Данная проблема приводит к значительным

трудностям с поиском предприятий-реципиентов и инновационных проектов под венчурные инвестиции.

Пути решения информационных проблем в регионах РФ (с учетом зарубежного опыта) следующие:

– создание единого информационного центра, в который будут поступать новые идеи, касающиеся инновационных проектов с одной стороны, и вся необходимая информация об инвесторах, готовых осуществлять вложения в новые идеи, с другой стороны.

6. Социокультурная проблема.

К социокультурной проблеме:

6.1. Низкий уровень инвестиционной культуры предпринимателей и отсутствие квалифицированных специалистов и управляющих венчурными инвестиционными проектами. В США и Европе инновационные (венчурные) проекты характеризуются достаточно зрелыми командами, в то время как в России инновационные (венчурные) проекты обладают низким качеством презентации, слабой подачей материала, что отрицательно влияет на потенциальных инвесторов, поэтому необходимо содействовать повышению образования в области инвестиционной культуры предпринимателей, в частности, в области венчурного инвестирования.

6.2. Несогласованность взаимодействия инвесторов и разработчиков венчурных проектов. Данная проблема связана с низким уровнем подготовки инновационных (венчурных) проектов разработчиками, потому что в нашей стране отсутствуют высококвалифицированные специалисты в области венчурного инвестирования инновационных компаний /проектов.

– отсутствие квалифицированных специалистов и управляющих венчурными инвестиционными проектами;

– несогласованность взаимодействия инвесторов и разработчиков венчурных проектов [71, с. 52-55].

По мнению ряда инвесторов, в России сегодня недостаточно интересных инновационных проектов, а также недостаточное финансирование дан-

ных проектов на начальных стадиях значительно снижает их количество. В связи с этим проекты, стартовавшие в России, впоследствии перетекают за рубеж в поисках более комфортных условий и льгот [108].

Пути решения проблем социокультурного характера в регионах РФ (с учетом зарубежного опыта) следующие:

- создание условий для развития исследовательского сектора;
- создание специальных бизнес-школ для подготовки специалистов в области венчурного инвестирования инновационных проектов.

Таким образом, в российской венчурной индустрии существует ряд проблем, сдерживающих развитие венчурного инвестирования инновационных компаний. Рассмотренные проблемы имеют следующий характер, государственно-правовой, экономический, инфраструктурный, рисковый, информационный и социокультурный, по каждой проблеме были разработаны пути решения (с учетом зарубежного опыта).

3.3. Перспективные направления решения проблем венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах Российской Федерации (на примере Белгородской области)

В данном параграфе рассмотрены перспективные направления решения проблем венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ (на примере Белгородской области). Исходя из рассмотренных перспективных направлений, предложена модель инновационного развития, которая предлагает комплексный подход к решению проблем венчурного инвестирования инновационных компаний в регионе.

В параграфе 3.2. были рассмотрены проблемы, сдерживающие развитие венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ, а именно: государственно-правовые, экономические, инфраструктурные, рисковые, информационные и социокультурные. По каждой проблеме были предложены пути их решения для регионов РФ (с учетом зарубежного опы-

та). Рассмотрим перспективные направления решения вышеназванных проблем на примере Белгородской области.

Перспективные направления решения проблем государственно-правового характера в Белгородской области.

Как мы уже говорили ранее, венчурное инвестирование инновационных компаний сопровождается большим риском, так как средства вкладываются в инновации, поэтому для эффективного развития венчурного инвестирования инновационных компаний в регионе необходимо наличие эффективной законодательной базы.

На территории Белгородской области инновационная деятельность регулируется Законом Белгородской области от 01.10.2009 N 296 «Об инновационной деятельности и инновационной политике на территории Белгородской области» [8].

Для решения проблемы связанной с налогообложением венчурного инвестирования компаниям-резидентам на территории технопарков, были предложены следующие перспективные направления:

- Внесение изменений в закон Белгородской области по налогу на имущество организаций в части установления для резидентов технопарка налоговой ставки 0% (на период до 5 лет).

- Внесение изменений в закон Белгородской области о льготах по налогу на прибыль организаций в части установления для резидентов технопарка пониженной на 4 процентных пункта в части сумм, зачисляемых в областной бюджет, ставки налога на прибыль (на период до 5 лет). Данные изменения вступили в силу с принятием закона Белгородской области от 27 ноября 2003 года № 104 «О налоге на имущество организаций» [7].

- Для малых инновационных предприятий величина арендной платы будет рассчитываться на льготных условиях (дифференцированный подход к исчислению размера арендной платы в период развития инновационной деятельности резидента: в первый год работы резидента – 20% от установ-

ленных базовых ставок арендной платы, во второй год работы резидента – 50%, в третий год работы резидента – 70%, соответственно).

Данные изменения позволят привлечь инвесторов и положительно повлияют на инвестирование инновационных проектов, тем самым способствуют развитию венчурного инвестирования в регионе.

Наряду с налоговыми льготами компаниям-резидентам предоставляется возможность получить гранты. Гранты предоставляются на безвозмездной и безвозвратной основе на условиях долевого финансирования целевых расходов субъекты малого и среднего бизнеса. Размер предоставляемых грантов достигает до 300 тыс. руб. [58, с.2-10].

Перспективные направления решения экономических проблем венчурного инвестирования инновационных компаний в Белгородской области.

Фондовый рынок в Белгородской области недостаточно развит и представлен четырьмя наиболее активными инвестиционными компаниями, совершающие финансовые операции, а именно: Финам – Белгород, брокерская компания; Солид ЗАО, финансово-инвестиционная компания; Инвестиционная палата ООО, представительство в Белгороде; БКС ООО, брокерская компания [119]. Для эффективного развитие фондового рынка в Белгородской области, необходимо создать центральный депозитарий, который придаст мобильность рынку, т.е. обеспечит возможность для инвесторов и обслуживающих их профессионалов рынка быстрее и эффективнее совершать операции с ценными бумагами, а также гарантирует надежность учета прав инвесторов как владельцев ценных бумаг. Помимо создания централизованного депозитария на эффективное развитие регионального фондового рынка окажет влияние снижение административных барьеров и диверсификация финансовых инструментов (долговые, долевые и производные ценные бумаги). Снижение административных барьеров можно достигнуть следующим образом: во-первых, отменить требования поручительства со стороны влиятельных членов торговой площадки при принятии новых членов площадки;

во-вторых, дать право отдельным видам ценных бумаг обращаться не конкретно на одной торговой площадке, а на разных торговых площадках.

Для эффективного развития регионального фондового рынка необходимо решить вопрос - выход инвестора из инновационных компаний/проектов. Как показывает зарубежный опыт в странах, где достаточно хорошо развит фондовый рынок, основным эффективным и прибыльным способом выхода из инновационной компании/проекта инвесторы осуществляют способом IPO. В РФ основным способом выхода инвестора из инновационных компаний/проектов является продажа доли стратегическому партнеру (стратегия M&A).

Перспективные направления решения инфраструктурных проблем венчурного инвестирования инновационных компаний в Белгородской области.

В настоящее время Белгородская область имеет достаточно хорошую инфраструктуру, как базу для дальнейшего развития венчурного инвестирования инновационных компаний. В инновационную инфраструктуру Белгородской области входят:

- финансовые институты (пенсионные фонды, страховые компании);
- информационно-консалтинговые институты;
- производственно-технологические организации;
- образовательные институты и технопарковые структуры.

Более подробно структурные элементы инновационной инфраструктуры Белгородской области представлены в приложении 18. Исследование структурных элементов инновационной инфраструктуры Белгородской области (см. прил.18) показало, что основными ее составляющими являются учебные заведения и технопарковые структуры, которые образованы в пределах этих учреждений, что свидетельствует о наличии исследовательского инновационного сектора. Однако, исходя, из данных приложения 18, можно заметить недостаток производственно-технологических организаций, зани-

мающихся коммерциализацией инновационных разработок, а также финансовых институтов [68, с.365].

Реализация венчурного инвестирования в Белгородской области осуществляется посредством финансовых институтов представленных выше. Все фонды не имеют юридического лица и действуют от имени органов исполнительной власти или руководства корпораций. Нормативно-правовое обеспечение деятельности данных институтов представлены в приложении 19. По данным приложения 19 можно сделать вывод о том, что деятельность всех перечисленных финансовых институтов, реализующих венчурное инвестирование инновационных компаний в регионе, основывается на нормативных актах регулирующих инновационную деятельность и нормативно-правовых актах регулирующих малое и среднее предпринимательство, т.е. нет единого законодательного акта, который бы регулировал венчурную деятельность, как на федеральном, так и на региональном уровне [111].

Рассмотренные структурные элементы инновационной инфраструктуры на территории Белгородской области создают условия, которые необходимы для осуществления высокотехнологичных инновационных проектов. Но развитие региональной инновационной инфраструктуры, а тем самым и развитие венчурного инвестирования инновационных компаний в регионе замедляется недостатком производственно-технологических организаций, финансовых институтов. Все финансовые институты осуществляют венчурное инвестирование в Белгородской области посредством предоставления кредитов и займов, а также целевого использования средств. В Белгородской области, практически не задействованы такие институциональные инвесторы как пенсионные фонды, страховые организации, которые за рубежом (США, Германия) принимают активное участие в венчурном инвестировании, т.е., возникает проблема неэффективной инновационной инфраструктуры в регионе. Решения данной проблемы должно начинаться на нормативном уровне, необходимо создать правовую основу венчурного инвестирования пенсионным фондам и страховым компаниям [83, с. 199-209].

Пенсионные фонды.

Венчурное инвестирование инновационных компаний пенсионными фондами в регионе возможно при следующих условиях:

- наличие лимитов на вложения средств пенсионных резервов и пенсионных накоплений в венчурные активы;
- обязанности пенсионных фондов организовывать систему управления рисками, связанными с осуществляемой ими деятельностью, в том числе мониторинг, измерение и контроль над инвестиционными рисками;
- предоставление участнику пенсионного фонда выбора в отношении стратегии инвестирования средств, переданных им в фонд. Так как, в отличие от обязательного пенсионного страхования заключение договора на пенсионное обеспечение (резерв) – это добровольный и осознанный выбор участника пенсионного фонда. Осуществляться такое право может посредством выбора управляющей компании с определенной инвестиционной декларацией по аналогии с регулированием, установленным для инвестиционных фондов. В этом случае заинтересованные в рисковом подходе участники пенсионного фонда могут сделать выбор в пользу более рискованной инвестиционной стратегии, которая предусматривает возможность вложений в венчурные проекты [58, с. 2-10];
- предоставление инвестиционных мандатов пенсионным фондам, за рубежом данная практика активно применяется.

Страховые компании.

Венчурное инвестирование инновационных компаний страховыми компаниями в регионе возможно при выполнении следующих условий:

- Внесение поправок в законопроекты регулирующие инвестирование страховыми компаниями об изменение принятых ограничений (закрытый перечень активов, которые могут использоваться для покрытия, а также требования предъявляемы к активам);
- Диверсификации и внедрении новых инструментов, открывающих страховщикам доступ к сфере венчурной индустрии.

Как показывает зарубежный опыт, эффективное венчурное инвестирование инновационных компаний основывается на хорошо структурированной инфраструктуре, в которую входят пенсионные фонды, страховые компании. [108].

Как мы уже говорили ранее, на территории Белгородской области действует технопарки, которые созданы на базе образовательных учреждений и один технопарк «Белогорье» в сфере высоких БИО -, ИТ- и нанотехнологий в Старооскольском городском округе Белгородской области. Также, в регионе на базе Белгородского регионального ресурсного инновационного центра функционирует один инновационный бизнес-инкубатор. Планируется создание регионального технопарка. Однако эффективность данных структур остается недостаточной. Так, например, бизнес-инкубатор в основном предлагают аренду офисных площадей по льготным ставкам, не оказывая дополнительные профессиональные услуги поддержки бизнеса (консалтинговые, бухгалтерские, юридические). При этом региональная инновационная инфраструктура не отличается созданием новых инновационных предприятий, это связано с тем, что региональная инновационная инфраструктура имеет определенного рода проблемы. К ним можно отнести:

- Высокая стоимость оборудования, в связи с этим много инновационных предприятий отказывается от использования новых технологий.
- Малые инновационные предприятия, находясь в технопарке, надолго остаются в нем. Это влияет на то, что, во-первых, у них перестает увеличиваться объем производства, а во-вторых, не появляются новые малые инновационные предприятия.

Для решения данных проблем необходимо: во-первых, снизить стоимость оборудование, это возможно при совместной эксплуатации высококлассного оборудования в центрах и технопарках; во-вторых, движение инновационных предприятий можно ускорить путем установления срока ограничения по нахождению в составе технопарка малого инновационного предприятия [68, с. 365].

При этом, рассматривая региональную инновационную инфраструктуру Белгородской области необходимо отметить, что на ее территории нет ни одного корпоративного венчурного фонда. Данная тенденция связана с тем, что мало крупных промышленных предприятий, которые заинтересованы в инвестирование инноваций. Другими словами, в регионе с одной стороны есть хороший инновационный потенциал в виде институтов, которые рассмотрены выше и, с другой стороны, крупные промышленные предприятия, которые могли бы стать инвесторами в инновационные проекты, для того чтобы их объединить, необходимо создать эффективную многофункциональную модель инновационного развития.

Перспективные направления решения проблемы рисков венчурного инвестирования инновационных компаний в Белгородской области.

В регионе необходимо разработать механизм, способствующий снижению рисков в деятельности венчурных фондов, которые планируют инвестиции в проекты на ранних стадиях, но для этого необходимо сначала решить проблему с созданием венчурных фондов в области. Также для снижения рисков венчурного инвестирования инновационного проекта необходимо тщательно его проработать.

Перспективные направления решения информационной проблемы венчурного инвестирования инновационных компаний в Белгородской области.

Перспективное направление решения данной проблемы на территории Белгородской области, заключается в создании информационной инфраструктуры в виде единой площадки в интернет - пространстве, на которой молодые разработчики могли бы предоставить без затрат свои идеи и получить поддержку инвесторов.

Перспективные направления решения социокультурных проблем венчурного инвестирования инновационных компаний в Белгородской области.

Перспективным направлением решения данной проблемы является разработка инновационных (венчурных) проектов на высоком уровне. Поэтому, необходимо на базе кафедры мировой экономики Института экономи-

ки, разработать магистерскую программу, программу ДПО по подготовке высококвалифицированных магистров и специалистов в области разработки и управления инновационных (венчурных) проектов.

На основе рассмотренных перспективных направлений решения проблем венчурного инвестирования инновационных компаний в Белгородской области, была предложена универсальная модель инновационного развития региона, которая позволит объединить все направления решения в единый комплекс. Данная модель будет включать в себя технологическую, финансовую, консалтинговую, информационную, правовую инфраструктуру, инфраструктуру подготовки кадров, регулирование которых будет осуществляться из единого координирующего центра, схема такой модели представлена на рисунке 3.2.

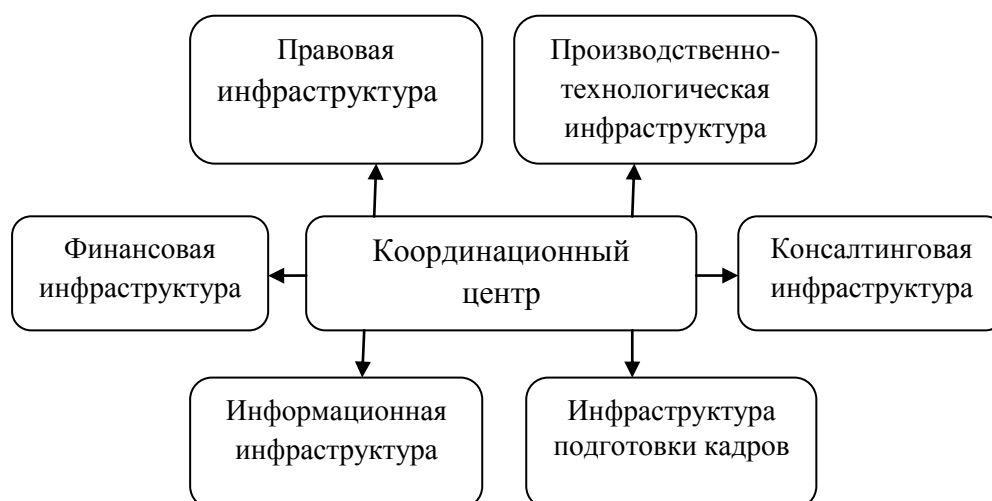


Рис. 3.2. Структурно-функциональная модель инновационного развития Белгородской области

Составлено по материалам: [59, с. 14-20].

Из рисунка 3.2 видно, что управления всеми элементами инфраструктуры будет осуществляться из одного центра, такое условие положительно повлияет на эффективность принимаемых решений. Соответственно не будет не согласованности, не временных издержек при принятии инновационных решений. Представленная модель предполагает согласованную работу всех

инфраструктур, т.е. ни одна инфраструктура не будет функционировать автономно.

Каждая инфраструктура подразумевает наличие определенных институтов развития. Итак, производственно-технологическая инфраструктура включает в себя инновационно - промышленные центры; инновационно-технологические центры и технопарки, которые предназначены для создания условий доступа малых предприятий к производственным ресурсам региона, т.е. способствует объединению исследовательского инновационного сектора и крупных промышленных предприятий.

В свою очередь, консалтинговая инфраструктура предполагает совокупность консалтинговых организаций, а именно: центр трансфера технологий, бизнес-инкубатор, консалтинг в сфере экономики и финансов. Так, например, центр трансферта технологий обеспечивает отбор и экспертизу инновационных проектов, обладающих коммерческим потенциалом – проведение технологического и патентного аудита инновационных разработок; охрану различных видов интеллектуальной собственности; подготовку лицензионных соглашений, контрактов, договоров по управлению интеллектуальной собственностью, оказанию консультационных услуг и управление процессом коммерциализации результатов научных исследований и разработок [59, с. 14-20].

При этом финансовая инфраструктура подразумевает наличие венчурных фондов, бюджетных и не бюджетных фондов технологического развития, специализированный фонд поддержки IPO инновационных компаний, а также наличие централизованного депозитария. Данная инфраструктура обеспечивает доступ инновационных предприятий (как крупных, так и малых) к финансовым ресурсам.

Информационная инфраструктура также вносит свой вклад в развитие инновационного кластера. Она позволяет решить проблему информационного обеспечения процесса инвестирования инновационных проектов. Такая инфраструктура должна включать в себя следующие элементы:

- базы данных инвесторов и предпринимателей (инновационных предприятий);
- специальные службы и агентства, предоставляющие услуги по подбору пар предприниматель-инвестор;
- публикации отчетов о состоянии рынка венчурного капитала сведений об инновационных предприятиях, нуждающихся в инвестициях

Данная инфраструктура повысит качество и уменьшит временные издержки венчурного инвестирования инновационных компаний [86].

Еще одной немало важной инфраструктурой является инфраструктура подготовки кадров. Создание такой инфраструктуры позволит решить проблему недостатка высококвалифицированных специалистов в области венчурного инвестирования инновационных компаний.

Однако, для того, чтобы все перечисленные элементы инфраструктуры функционировали необходимо наличие правовой инфраструктуры, которая разработает комплекс нормативно-законодательных актов, регулирующих деятельность всей структурно-функциональной модели в целом.

Итак, создание такой модели позволит объединить в единую сеть инновационные центры, страховые и пенсионные фонды, финансовые структуры, а также обеспечит создание венчурных фондов с корпоративным капиталом. Такая связь всех элементов дает возможность одновременно решать важные задачи, такие как интеграция интеллектуальных и финансовых средств, формирование инновационных центров, увеличение обмена информацией между участниками инновационной деятельности, тем самым, способствуя развитию венчурного инвестирования инновационных компаний в Белгородской области. Предложенная модель благоприятно повлияет на развитие фондового рынка в Белгородской области.

Выводы по третьей главе. Исследование зарубежного опыта венчурного инвестирования как основы экономического роста российской экономики установило: успешный опыт развития венчурного инвестирования в рассмотренных нами государствах связан, прежде всего, с развитой законо-

дательной базой в данной области, с активным развитием на практике корпоративных венчурных фондов. При этом венчурное инвестирование за рубежом имеет разнообразные источники капитала. Поступление капитала происходит со стороны пенсионных, страховых фондов, а также со стороны банковского сектора, т.е. данный факт, говорит о развитой венчурной инфраструктуре. Также еще одной причиной успешного опыта в области венчурного инвестирования в мировой практики является проработанная система выхода инвестора из проекта/компании, что говорит о достаточно развитом фондовом рынке. При этом хотелось бы отметить еще один немаловажный фактор, который влияет на эффективное функционирование венчурного инвестирования инновационных компаний за рубежом это то, что многие инвесторы осуществляют вложения на ранних стадиях развития инновационной компании.

Выявление проблем венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ показало: наличие ряда проблем, сдерживающих развития венчурного инвестирования инновационных компаний. Рассмотренные проблемы имеют следующий характер: государственно-правовой, экономический, инфраструктурный, рисковый, информационный и социокультурный

Исследование перспективных направлений решения проблем венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ (на примере Белгородской области) выявило: в регионе имеются благоприятные условия для осуществления венчурного инвестирования. Во-первых, это наличие исследовательского инновационного сектора на базе образовательных учреждений и не большого количества финансовых институтов, а во-вторых, наличие крупных промышленных предприятий, которые в перспективе могли бы стать инвесторами в инновационные проекты. Объединение двух этих структур в единый механизм позволит раскрыть инновационный потенциал региона, тем самым ускорить развитие венчурного инвестирования инновационных компаний. В качестве такого механизма была предложена струк-

турно-функциональная модель инновационного развития Белгородской области. Создание структурно-функциональной модели инновационного развития Белгородской области позволит решить проблемы, которые сдерживают развитие венчурного инвестирования в регионе. Данная модель состоит из отдельных инфраструктур, которые связывает единый координирующий центр. Каждая инфраструктура включает в себя определенные институты развития, создание которых, позволит решить существующие проблемы. Правовая инфраструктура создаст необходимые условия функционирования, инфраструктура подготовки кадров обеспечит наличие высококвалифицированных специалистов в регионе, финансовая инфраструктура обеспечит инновационные компании/проекты финансовыми ресурсами, а информационная инфраструктура сократит временные издержки в поиске инвесторов.

Таким образом, основная задача модели и ее элементов состоит в объединении исследовательского инновационного сектора и крупных промышленных предприятий, с целью решения проблем, сдерживающих развитие венчурного инновационного инвестирования инновационных компаний в Белгородской области.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

С учетом поставленных во введении цели и задач исследования нами были получены следующие результаты:

1. Изучение теоретических аспектов венчурного инвестирования инновационных компаний показало: венчурное инвестирование – это долгосрочные вложения в инновационные (венчурные) проекты инновационных компаний. В основе венчурного инвестирования инновационных компаний лежат венчурные инвестиции. Основными инвесторами, которые осуществляют вложения венчурных инвестиций в инновационные компании, являются венчурные фонды. Основное отличие венчурного инвестирования инновационных компаний от других видов финансирования, состоит в том, что данный вид инвестирования не нацелен на получение операционной прибыли и вложения инвестиций осуществляется в высокорисковые проекты поэтапно. Последним этапом является выход инвестора, из инновационной компании/проекта который может осуществляться следующими способами: первичное размещение на фондовом рынке (IPO), продажа доли стратегическому партнеру (стратегия M&A), или выкуп менеджером (MBO).

Исследование сущности венчурных инвестиций инновационных компаний выявило факторы, оказывающие влияние на развитие венчурного инвестирования. Данные факторы делятся на общеэкономические и региональные. На основе данных факторов были определены основные направления развития венчурного инвестирования инновационных компаний.

Изучение методологических аспектов венчурного инвестирования инновационных компаний установило, что методология оценки эффективности инновационных (венчурных) проектов аналогична методологии оценки эффективности инвестиционных проектов. Методология оценки инновационных (венчурных) проектов предполагает две основные группы методов, а именно: статистические и динамические методы оценки эффективности инвестиций.

2. Исследование государственного регулирования венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ и за рубежом выявило: в РФ не существует единого законодательного акта, определяющего понятие и порядок осуществления венчурной деятельности. Однако правовой базой инновационной деятельности в настоящее время является законодательство в области интеллектуальной собственности, а также нормативно-правовые акты: Конституция РФ и Гражданский Кодекс РФ. При этом на территории РФ, а также за рубежом, применяются методы прямого и косвенного регулирования венчурного инвестирования инновационных компаний. К методам прямого регулирования относятся субсидирование и предоставление грантов и метод бюджетные инвестиции. К косвенным методам регулирования венчурной деятельности можно отнести: налоговые льготы, финансирование имущественной инфраструктуры, ускоренная амортизация основных средств. Источниками финансирования венчурной деятельности как в России так и, за рубежом являются финансовые и нефинансовые институты.

3. Исследование современного состояния и тенденций развития венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ и за рубежом выявило: рынок венчурных инвестиций в регионах РФ имеет как сильные, так и слабые стороны, при этом, несмотря на сильные стороны рынка, слабые стороны достаточно сильно влияют на основные показатели, характеризующие современное состояние рынка венчурных инвестиций в регионах РФ. К основным показателям рынка относятся: число действующих на российском рынке фондов венчурных инвестиций; совокупная капитализация венчурных фондов; объем венчурных сделок на рынке; число венчурных сделок на рынке; средний объем инвестиционной сделки на российском венчурном рынке. Большинство данных показателей имеют отрицательную тенденцию в 2012-2015 гг. (например, объем венчурных сделок на рынке и средний объем инвестиционной сделки на рынке). Также необходимо отметить, что в 2012-2014 гг. наблюдалось замедление роста российского венчурного рынка в связи с сокращением прироста объема российского ВВП в по-

стоянных ценах. При этом анализ основных показателей рынка венчурного капитала в США, в Европейском и Азиатском регионе показали прямо противоположную ситуацию. К ним относятся: объем инвестиций на рынке и количество заключенных сделок. И так, основные показатели на протяжении 2012-2015 гг. имели положительную тенденцию (например, объем инвестиций осуществленных на рынке). Анализ прироста объема мирового ВВП в постоянных ценах в отличие от российского ВВП за весь рассматриваемый период времени сохранял стабильность.

При исследовании отраслевых диспропорций на рынке венчурных инвестиций в регионах РФ, было установлено, что ключевыми отраслями являются отрасль биотехнологий, промышленных технологий и информационных технологий, причем последняя отрасль занимает лидирующие позиции (в данной отрасли было заключено основное количество сделок). Однако на протяжении анализируемого периода времени количество заключенных сделок сокращалось. Однако в других отраслях, а именно, в 2015 году данный показатель имел положительную тенденцию. Также, исследование отраслевых диспропорций, а именно, объем осуществленных венчурных инвестиций по отраслям показало, что основное предпочтение отдано отрасли информационно-телекоммуникационных технологий (ИКТ). В данной отрасли сосредоточено более 70% VC-инвестиций (в 2015 г.). Далее по объему VC-инвестиций следует отрасль медицина/здравоохранение, удельный вес колеблется от 6,3% до 14,2% от общего объема инвестиций и на третьем месте находится отрасль химические материалы, здесь удельный вес колеблется от 2,7% до 2,8% от общего объема инвестиций.

Если рассматривать распределение венчурных инвестиций по отраслям в США, Европе, то здесь основной отраслью является отрасль интернет технологий. В Азиатском регионе отраслевые предпочтения сосредоточены в отрасли потребительских услуг. Доля отрасли составила 73% от общего объема инвестиций. Помимо отраслевых диспропорций в распределении венчурных инвестиций в России существуют также и диспропорции геогра-

фического характера. Анализ распределения венчурных инвестиций по округам показал, что более 80% венчурных инвестиций приходится на ЦФО. На втором месте по объему венчурных инвестиций находится Северо-Западный Федеральный округ и на третьем месте находится по объему венчурных инвестиций находится Сибирский Федеральный округ. За анализируемый период времени в данном округе наблюдалась тенденция к снижению удельного веса венчурных инвестиций от общего объема.

Исследование современного состояния рынка венчурных инвестиций в регионах РФ показало, что российский венчурный рынок несовершенен и требует повышенного внимания Правительства России в создании механизмов, институтов, инфраструктуры, которые сокращали бы данные несовершенства и способствовали его развитию и совершенствованию в соответствии с современными требованиями.

Исследование роли венчурных фондов (VC-фондов) в венчурном инвестировании инновационных компаний, выявило, что венчурные фонды (VC-фонды) являются инструментом инвестирования в инновационные компании путем создания организации с собственным капиталом. В рамках Государственно-частного партнёрства совместно с российской венчурной компанией сформировано было 7 венчурных фондов. Самыми крупными из них являются: Максвелл Биотех, Новые технологии и ВТБ – Фонд венчурный, их объем достигает до 3,061 млрд. руб.

При анализе регионального распределения венчурных фондов (VC-фондов) было установлено, что основной удельный вес венчурных фондов (VC-фондов) сосредоточен в ЦФО РФ, при этом наблюдалась положительная тенденция, а именно в 2015 году удельный вес VC-фондов составил 81,9% против 77,2% в 2013 году от общего количества VC-фондов. На втором месте располагается Приволжский Федеральный округ (8 %) и на третьем месте находится Северо-Западный Федеральный округ (5,7%), но здесь в отличие от ЦФО наблюдается отрицательная динамика.

Исследование венчурных фондов (VC-фондов) показало, что наиболее часто используемым способом выхода инвесторов из инновационных компаний/проектов в Российской Федерации является продажа доли стратегическому партнеру (стратегия M&A), что говорит о недостаточно хорошо развитой инфраструктуре венчурной индустрии в Российской Федерации.

4. В ходе проведения оценки эффективности венчурного инвестирования инновационной компании/проекта «Интернет - Издательство» была использована группа динамических (дисконтированные) методов исследования. Оценка эффективности вложенных в проект инвестиций показала, что данный инновационный (венчурный) проект привлекателен для вложения.

5. В процессе выявления проблем венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ и путей их решения был определен ряд проблем, сдерживающих развития венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ. Рассмотренные проблемы имеют следующий характер: государственно-правовой, экономический, инфраструктурный, рисковый, информационный и социокультурный.

6. Исследование перспективных направлений решения проблем венчурного инвестирования инновационных компаний в регионах РФ (на примере Белгородской области) выявило: в регионе имеются благоприятные условия для осуществления венчурного инвестирования. Во-первых, это наличие исследовательского инновационного сектора на базе образовательных учреждений и не большого количества финансовых институтов, а во-вторых, наличие крупных промышленных предприятий, которые в перспективе могли бы стать инвесторами в инновационные проекты. Объединение двух этих структур в единый механизм позволит раскрыть инновационный потенциал региона, тем самым ускорить развитие венчурного инвестирования инновационных компаний. В качестве такого механизма была предложена структурно-функциональная модель инновационного развития Белгородской области. Создание структурно-функциональной модели инновационного развития Белгородской области позволит решить проблемы, которые

сдерживают развитие венчурного инвестирования в регионе. Данная модель состоит из отдельных инфраструктур, которые связывает единый координирующий центр. Каждая инфраструктура включает в себя определенные институты развития, создание которых, позволит решить существующие проблемы. Правовая инфраструктура создаст необходимые условия функционирования, инфраструктура подготовки кадров обеспечит наличие высококвалифицированных специалистов в регионе, финансовая инфраструктура обеспечит инновационные компании/проекты финансовыми ресурсами, а информационная инфраструктура сократит временные издержки в поиске инвесторов.

Таким образом, основная задача модели и ее элементов состоит в объединении исследовательского инновационного сектора и крупных промышленных предприятий, с целью решения проблем, сдерживающих развитие венчурного инновационного инвестирования инновационных компаний в Белгородской области.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Конституция Российской Федерации от 25 дек. 1993 года, с изменениями от 21.07.2014 N 11-ФКЗ [Текст] // Справочная правовая система «Консультант Плюс». Разд. «Законодательство»
2. «Гражданский кодекс Российской Федерации (часть четвертая)» от 18.12.2006 N 230-ФЗ (ред. От 03.07.2016) [Текст] // Справочная правовая система «Консультант Плюс». Разд. «Законодательство»
3. «О науке и государственной научно-технической политике» [Текст]: федер. Закон от 23.08.1996 N 127-ФЗ (ред. От 23.05.2016) / Справочная правовая система «Консультант Плюс». Разд. «Законодательство»
4. «О негосударственных пенсионных фондах» [Текст]: Федеральный закон от 07.05.1998 № 75-ФЗ / Справочная правовая система «Консультант Плюс». Разд. «Законодательство»
5. «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» [Текст]: Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ) / Справочная правовая система «Консультант Плюс». Разд. «Законодательство»
6. «Об Инновационном центре «Сколково» [Текст]: Федеральный закон от 28.09.2010 N 244-ФЗ (ред. От 29.06.2015) / Справочная правовая система «Консультант Плюс». Разд. «Законодательство»
7. «О налоге на имущество организаций» [Текст]: Закон Белгородской области от 27.11.2003 N 104 (с изменениями на: 28.11.2016) // Сборник нормативных правовых актов Белгородской области: в 2-х ч. – Белгород
8. «Об инновационной деятельности и инновационной политике на территории Белгородской области» [Текст]: Законом Белгородской области от 01.10.2009 N 296 // Сборник нормативных правовых актов Белгородской области: в 2-х ч. – Белгород, 2009.

9. Баранчеев В.П. и др. Управление инновациями. Учебник для бакалавров / В. П. Баранчеев, Н. П. Масленникова, В. М. Мишин. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Издательство Юрайт ; ИД Юрайт, 2012. – 711с.
10. Кангро, М.В. Методы оценки инвестиционных проектов [Текст]: учеб. пособие / М.В. Кангро // Ульяновск: УлГТУ, 2011. – 131 с.
11. Крылов, Э.И. Анализ эффективности инвестиций и инноваций [Текст]: учеб. пособие / Э.И. Крылов, В.М. Власова // СПбГУАП. СПб., 2003. – 164-165 с.
12. Кузнецова, И.Д. Управление денежными потоками предприятия [Текст]: учеб. пособие / И.Д. Кузнецова: под ред. А.Н. Ильченко – //– М.: Альпина Паблишер, 2013. – 247 с.
13. Максимова, В.Ф. Инвестирование менеджмент [Текст]: учеб. пособие / В.Ф. Максимова // Московский международный институт эконометрики, информатики, финансов и права. – М., 2009.- 47с.
14. Олейник, О.М. Основы банковского права [Текст]: учебник / О.М. Олейник //Издательство «Юрист». – М.,1998.- 424с.
15. Просветов, Г.И. Финансовый анализ: задачи и решения [Текст]: учебно-практическое пособие / Г.И. Просветов // Издательство «Альфа-Пресс». – М., 2011. -183-185 с.
16. Рогова, Е.М. Венчурный менеджмент [Текст]: учебник. Венчурный проект: оценка и управления / Е.М. Рогова, Е.А. Ткаченко // Издательский дом ГУ-ВШЭ. – М., – 2011. – С. 110.
17. Абрамов, Р.А. Особенности организации венчурных инвестиций в региональные инвестиционные проекты [Текст] / Р.А. Абрамов // Стратегия развития экономики.-2011.-№20(53).- С.26-32.
18. Авдеева, И.А. Управление реализацией инновационных проектов [Текст] / И.А. Авдеева // Актуальные вопросы экономики и управления. – 2014. – №1(35). – С.9–12.
19. Альберт, В.А. Венчурные инвестиции в России и за рубежом [Текст] / В.А. Альберт // Наука и современность.-2014.-№2.-С.99-106.

20. Атоян, В.Р. К вопросу теории инновационного общества [Текст] / В.Р. Атоян, В.Ю. Лопухин // Креативная экономика. — 2010. — № 10 (46). — С. 49-56.
21. Ашмарин, В.К. Инвестирование инноваций венчурными фондами и бизнес-ангелами [Текст] / В.К. Ашмарин // Инновации и Инвестиции. — 2013. — №4. — С.140-144.
22. Безрукова, Т.Л. Венчурное финансирование стартапов [Текст] / Т.Л. Безрукова, Ю.Н. Степанова // Экономические науки.-2015.-№1.-С.254-256.
23. Бекетов, Н.В. Традиционные методы оценки эффективности инвестиционных проектов [Текст] / Н.В. Бекетов, В.Г. Федоров // Финансовая политика: проблемы и решения.-2010.-№3(3).-С.75-83.
24. Бойкова, Г.В. Венчурное инвестирование как фактор развития современной инновационной экономики [Текст] / Г.В. Бокова // Ученые записи. Математические методы в экономики. — 2013. — №(9)1. — С. 62-67.
25. Бойкова, Г.В. Проблемы развития венчурного инвестирования в контексте с современной инновационной экономикой [Текст] / Г.В. Бокова // Ученые записи. Математические методы в экономики. — 2014. №(10)2.— С. 82-84.
26. Бровякова, К.А. Венчурное инвестирование как опора для инновационных проектов [Текст] / К.А. Бровякова // Альманах современной науки и образования. — 2012. - №3(46). — С.196 –199.
27. Вагизова, В.И. Управление венчурным капиталом в современном инновационном бизнесе: возможности и перспективы [Текст] /В.И. Вагизова // Национальные интересы: приоритеты и безопасность.-2015.-№36.-С.-29-37.
28. Викторова, Е.Ю. Особенности венчурного инвестирования в России [Текст] / Е.Ю. Викторова // Актуальные вопросы экономики и управления — 2014. — №9. —С. 7-12.
29. Вишняков, А.А. Венчурное инвестирование инновационных проектов [Текст] / А.А. Вишняков // Молодой ученый. —2014. — №(10)1. — С. 82.

30. Вишняков, А.А. Эффективность управления венчурным инвестированием: некоторые императивы, парадигмы, рекомендации [Текст] / А.А. Вишняков // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера. Вестник научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. –2013. – №4. – С.66.

31. Волошин, В.В., Особенности развития российского рынка венчурного инвестирования в инновации [Текст] / В.В. Волошин, К.К. Покровский // Научная сессия МИФИ. 2008. – С.68-75.

32. Гаврилова, Ж.Л. Государственное регулирование венчурного инвестирования: мировой и российский опыт [Текст] / Ж.Л. Гаврилова // Финансово-кредитная система. –2016. – №3. – С.137.

33. Голиченко, Н.О. Современные тенденции процессов венчурного инвестирования [Текст] / Н.О. Голиченко // Управление экономическим развитием.– 2013. – №6. – С.45–53.

34. Дедова, О.П. Обзор отраслевых предпочтений отечественных венчурных фондов при инвестировании средств в отрасли экономики [Текст] / О.П. Дедова // Актуальные вопросы менеджмента и маркетинга. – 2013. - №6. – С. 135-142.

35. Еремкин, В.А. Оценка венчурного финансирования ранних стадий инновационной деятельности в России [Текст] / В.А. Еремкин // Вопросы статистики.– 2013. – №4. – С.54–61.

36. Живица, А.Э. Зарубежный опыт венчурного инвестирования как основа активизации деятельности венчурных фондов Российской Федерации [Текст] / А.Э. Живица // Инновации и Инвестиции. – 2014. – №4. – С.115.

37. Задимидченко, А.М. Характерные особенности инвестиционного проекта и стадии его жизненного цикла [Текст] / А.М. Задимидченко // Управления инновациями: теория, методология, практика.– 2014. – №1. – С.62–65.

38. Зайцев, А.В. Венчурное финансирование инновационных проектов высокотехнологичных предприятий [Текст] / А.В. Зайцев // Российское предпринимательство.-2013.№5(1).-С.30-34.

39. Зарипова, А.В. Венчурное инвестирование как фактор инновационного развития страны [Текст] / А.В. Зарипова // Экономика и управление народным хозяйством (в строительстве). –2011. – №2 (16). – С.278.

40. Казакова Н.В. Тенденции современного экономического развития: управление знаниями и интеллектуальным капиталом как основа инноваций [Текст] / Н.В. Казакова, А.Н. Плотников // Проблемы инновационного развития инвестиционно – строительной сферы. – Саратов: Сарат. Гос. Техн. Ун-т.- 2007.№5. – С.4-18.

41. Каржаув, А.Т. Национальная система венчурного инвестирования [Текст] / А.Т. Каржаув, А.Н. Фоломьев // Экономика.- 2008.-№5.-С. 135-138.

42. Кляйнкнехт А. Инновационные риски венчурного капитала и управление ими [Текст] / А. Кляйнкнехт // Управления экономическими

43. Колотырин, Д.А. Алгоритм принятия решения об инвестициях венчурным фондом [Текст] / Д.А. Колотырин // Экономические науки. – 2014. – № 4(04). – С. 47-51.

44. Копылова, Н.А. Особенности развития венчурного финансирования в России [Текст] / Н.А. Копылова // Финансы. Бюджет. Рынок. – 2013. – №11.– С. 101.

45. Кузнецова, А.Н. Особенности государственно-правового регулирования венчурных (высокорисковых) инвестиций в России [Текст] / А.Н. Кузнецова // Юридическая наука.– 2015. – №2. – С.103–106.

46. Кузык, Б.Н., Яковец Ю.В. Стратегия инновационного прорыва [Текст] / Б.Н. Кузык, Ю.В. Яковец // «Экономика».- 2005.-№2.- С.325-330.

47. Кычкина, Е.А. Анализ венчурных фондов в России и за рубежом [Текст] / Е.А. Кычкина // Международный научно-исследовательский журнал. – 2014. – №7 – 2(26). – С.18 – 22.

48. Леонтьев, Д.С. Венчурные фонды как источники финансирования инновационных процессов в экономики региона [Текст] / Д.С. Леонтьев // Актуальные вопросы экономических наук. Управление инновациями и инновационной деятельностью. – 2015. – №5 (1). – С.74.
49. Литвинцев, И.П. Инновационный путь развития экономики России как условие дальнейшего экономического роста [Текст] / И.П. Литвинцев // Экономические науки.- 2007.- № 4 (29).- С.125-131.
50. Малашенкова, О.Ф. Венчурное инвестирование в мире: опыт и тенденции развития/ О.Ф. Малашенкова // Научная экономика. – 2015. – №8. – С.38–59.
51. Махмутова, Э.М. Инвестиционная политика корпораций [Текст] / Э.М. Махмутова // Экономика и менеджмент инновационных технологий.- 2014.-№6.-С.18-24.
52. Мичурина, О. Ю. Венчурный капитал в инновационном развитии экономики [Текст] / О.Ю. Мичурина, Е.В. Вранович //Актуальные проблемы экономики и права. – 2014. – №4. – С.113–117.
53. Мичурина, О. Ю. Экономическая сущность венчурного инвестирования [Текст] / О.Ю. Мичурина, Е.В. Вранович //Актуальные проблемы экономики и права. – 2013. – №2. – С.12-19.
54. Мугаева, Е.В. Венчурная индустрия в России [Текст] /Е.А. Мугаева// Российское предпринимательство.– 2015. – №9(207). – С10 –14.
55. Нестеренко, М.Ю. Инновационные процессы как фактор экономического роста региона [Текст] / М.Ю. Нестеренко // Управление экономическими системами. – 2016. – №2 (38). – С.21-26.
56. Новиков, И.В. Российская модель венчурного финансирования: проблемы финансирования и перспективы развития [Текст] / И.В. Новиков // Вестник МГУУ. – 2015. – №2. – С.47.
57. Омарова, З.Н. Управление рисками инновационных проектов [Текст] / З.Н. Омарова // Международный журнал экспериментального образования. – 2015. – №3. – С.379–380.

58. Павлов, А.В. Направления и формы государственной поддержки развития малого бизнеса в регионе (на примере Белгородской области) [Текст] / А.В. Павлов // Региональная экономика: теория и практика.-2013.- №25 (208).- С.2-10.

59. Парфенова, Е.Н. Развитие элементов инновационной инфраструктуры региона [Текст] / А.Н. Парфенова // Научные ведомости.-2015.- №19(216).- С.14-20.

60. Плотников, А.Н. Классификация рисков венчурного инвестирования наукоемких высокотехнологичных предприятий на мезоэкономическом уровне [Текст] / А.Н. Плотников, Д.А. Плотников // Экономика и Общество. –2013. –№12. – С. 54–59.

61. Поваров, Д.В. Венчурное инвестирование малых инновационных предприятий [Текст] / Д.В. Д.В. Поваров // Вестник Астраханского государственного технологического университета.-2015.-№6.-С.273-279.

62. Полещук, О.В. Венчурное финансирование инновационных проектов [Текст] / О.В. Полещук / Инновационная экономика. Инновации. – 2015. – №9. – С. 21-27.

63. Полянин, А.В. Методы инвестирования инновационной деятельности за рубежом [Текст] / А.В. Полянин // Международная инновационная деятельность. Инновации. – 2015. – №3(113). – С. 97-100.

64. Пчелинцева, И.Н. Опыт социального инвестирования отечественных и зарубежных бизнес – структур [Текст] / И.Н. Пчелинцева, Н.В. Алексеева // Саратов: СГТУ, 2010.-С.34-37.

65. Ратнер, С.Е. Развитие венчурного инвестирования в России: проблемы и перспективы [Текст] / С.Е. Ратнер, Нестеренко. М.К. // Инвестиционный потенциал. – 2014. – №18 (498). – С.18 – 24.

66. Рахлина, Е.Р. Обзор методов оценки эффективности инвестиционных проектов [Текст] / Е.Р. Рахлина // Экономика и социум. – 2015. –№4. – С.39–42.

67. Рахматуллина, А.Р. Венчурное финансирование инновационных проектов [Текст] / А.Р. Рахматуллина // Самарский государственный экономический университет. – 2016. – №1. – С.520.
68. Рыбалко, М.И. Венчурные фонды как источники финансирования инновационной предпринимательской деятельности в Белгородской области [Текст] / М.И. Рыбалко // Научный альманах. – 2015. – №10-1(12). – С.365.
69. Рыжкова, Д.С. Стадии развития инновационной компании [Текст] / Д.С. Рыжкова // Вестник молодых ученых. – 2014. – №3. – С.57–63.
70. Сабиров, М.Р. Зарубежный опыт венчурного инвестирования и его интернационализация [Текст] / М.Р. Сабиров // Современная наука.– 2014. –№5(13). –С.48.
71. Саврасова, В.А. Проблемы развития венчурного предпринимательства в России и пути их решения [Текст] / В.А. Саврасова, М.Н. Маренич // Экономика, управление и право: инновационное решение проблем. – 2015. – №7. – С.52 – 55.
72. Седаш, Т.Н Развитие механизмов финансирования инновационных процессов в мировой и российской экономики [Текст] / Т.Н. Седаш, Л.Н. Сетченкова // Инвестиционная политика. Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2013. - № 1(139). – С.- 16.
73. Седаш, Т.Н. Особенности государственного регулирования венчурного финансирования в России [Текст] / Т.Н. Седаш, З.В. Басаев // Экономика и управление. – 2015. – №1. – С.86.
74. Семенов, А.С. Венчурное финансирование инновационной деятельности [Текст] /А.С. Семенов, А.И. Каширин // Инновации.– 2013. – №1. – С.29–37.
75. Сергеев, Д.П. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов с учетом рекомендаций минэкономики [Текст] /Д.П. Сергеев // Международный научный журнал «Инновационная экономика».-2015.-№9.- С.201-203.

76. Сёмченко, О.С. Отличие венчурного инвестирования от других форм финансирования инновационных проектов [Текст] / О.С. Сёмченко // Актуальные вопросы экономических наук. – 2016. – №3. – С.152.
77. Силаев, А.А. Методика оценки стоимости инновационных проектов с привлечением венчурных инвестиций [Текст] А.А. Силаев //Имущественные отношения в РФ.– 2015. – №2(125). – С.29-39.
78. Снопова, А. В. Развитие венчурного бизнеса: сравнительный международный аспект [Текст] / А.В. Снопова, М.А. Екатериновская // Научные записки молодых исследователей. – 2015. - №5. – С. 5-9.
79. Сорокина, М.Ю. Отечественные и зарубежные методики оценки эффективности инвестиций: сравнительный анализ [Текст] / М.Ю. Сорокина, О.А. Крыжановский // Молодой ученый. – 2014.–№4(63). – С. 610 –619.
80. Сытник, А.А. Классификация венчурных фондов [Текст] / А.А. Сытник, Д.А. Колотырин // Инновации.– 2014. – №1. – С. 610.
81. Сытник, А.А. Факторы развития венчурного инвестирования [Текст] / А.А. Сытник, А.В. Антоничев // Инновации. –2015. –№2. –С. 27–31.
82. Тарадаева, А.В. Российский и мировой венчурный рынок [Текст] / А.В. Тарадаева // Образование. Наука. Научные кадры. – 2015. –№12. – С.65–71.
83. Теребова, С.В. Инновационная инфраструктура в регионе: проблемы и направления развития [Текст] / Теребова С.В. //Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз.-2015.-№6(36).- С.199-209.
84. Терентьева, И.А. Венчурное финансирование стартап-компаний в инновационной сфере Российской Федерации [Текст] / И.А. Терентьева, Е.Н. Камышанченко // Актуальные проблемы развития национальной и региональной экономики. – 2016. – № 1. – С. 189-194.
85. Терентьева, И.А. Государственное регулирование венчурной индустрии в России и за рубежом [Текст] / И.А. Терентьева, Е.Н. Камышанченко // Конкурентоспособность экономики в эпоху глобализации: российский и международный опыт.-2016.-№1.-С.76-79.

86. Терентьева, И.А. Проблемы и возможные пути совершенствования венчурного инвестирования в регионах Российской Федерации [Текст] / И.А. Терентьева, Е.Н. Камышанченко // Актуальные проблемы национальной и региональной экономики.-2017.-№1.- С.255-259.

87. Терентьева, И.А. Современное состояние венчурного рынка в регионах России [Текст] / И.А. Терентьева, Е.Н. Камышанченко // Современные проблемы социально-экономических систем в условиях глобализации.-2017.-№1. –С.81-85.

88. Терентьева, И.А. Современное состояние венчурных фондов в регионах российской индустрии венчурного инвестирования [Текст] / И.А. Терентьева, Е.Н. Камышанченко, Е.А. Логвиненко // Современная экономика: проблемы и решения.-2016.-№3.- С.75-91.

89. Терентьева, И.А. Условия кредитования коммерческими банками и МФО стартап-компаний [Текст] / И.А. Терентьева, Е.Н. Камышанченко // Современные проблемы социально-экономических систем в условиях глобализации – 2016. – № 1. – С. 188-193.

90. Тюрина А.Н. О бюджетном финансировании научно-технологического комплекса России [Текст] /А.Н. // Финансы и кредит.-2008 - №5.- С.56-61.

91. Угнич, Е.А. Феномен венчурного капитала в Российской экономике [Текст] / Е.А. Угнич, С.Е. Макаров // Современное состояние и развитие научной мысли. – 2015. – № 4(1). – С. – 67-75.

92. Улыбашева, М.В. Венчурное финансирование инновационной деятельности: зарубежный опыт и российские реалии [Текст] / М.В. Улыбашева // Современные тенденции в экономики и управлении. – 2013. – №2. – С.91.

93. Усов, Г.В. Конституционно –правовое регулирование охраны и защиты интеллектуальной собственности в Российской Федерации [Текст] / Г.В. Усов // Юридическая наука. – 2014. – .№9. – С.202-211.

94. Фатаева, Н.А. Венчурные инвестиции: российский и зарубежный опыт государственно-частного партнерства [Текст] / Н. А. Фатаева, А.М. // Экономика и социум. – 2016. – №2. – С.119.
95. Федотова, М.А. Венчурное инвестирование как основополагающий фактор инновационного развития [Текст] / М.А. Федотова // Век глобализации. –2013. –№2. – С. 115-126.
96. Фейгельман, Н.В. Венчурный рынок Российской Федерации: оценка состояния и перспективы дальнейшего развития [Текст] / Н.В. Фейгельман // Креативная экономика. –2015. –№10. –С. 74.
97. Хворова, Д.А. Венчурное инвестирование: проблемы функционирования и эффективного использования в России [Текст] / Д.А. Хворова // Современное состояние и развитие научной мысли. – 2016. - № 7(8). – С. – 24–28.
98. Хмелев, И. Б. Венчурный бизнес в России и за рубежом [Текст] / И.Б. Хмелев // // Современное состояние и развитие научной мысли. – 2015. - № 7(8). – С.24.
99. Хорошилова, Е.И. Классификация и анализ методов оценки эффективности инвестиционных проектов [Текст] / Е.И. Хорошилова // Проблемы современной экономики. – 2014. –№8. – С.202–210.
100. Черненко, В.А. История развития и особенности венчурного инвестирования в России [Текст] / В.А. Черненко, С.В. Федорова //Финансы, денежное обращение и кредит. – 2014. –№1. – С.556–558.
101. Шарифьянова, З.Ф. Бизнес-ангелы как особый вид венчурных инвесторов: тенденции и проблемы развития в России [Текст] / З.Ф. Шарифьянова, Р.Р. Хажиева // Международный инновационный журнал «Инновационная наука».-2013.-№2.-С.143-149.
102. Ягудин, С.Ю. Проблемы развития венчурного инвестирования в России [Текст] / С.Ю. Ягудин // Перспективные науки. – 2016. – №1(03). – С.130-135.

103. Ягудин, С.Ю. Венчурное инвестирование инновационной деятельности в России [Текст] / С.Ю. Ягудин, А. И. Митюшкин // Управление.– 2015. – №2. – С.125–127.
104. Яковлев, А.Ю. Примеры успешных венчурных фирм [Текст] / А.Ю. Яковлев // Экономика. Государство. Общество – 2014. –№3. –С.19–24.
105. Ярощук, А.Б. Особенности венчурного инвестирования в современных условиях [Текст] / А.Б. Ярощук // Вестник Университета Российской академии образования. – 2015. – №1. – С.131 –137.
106. Яушкин, Д.Н. Факторы, активизирующие венчурную и инновационную деятельность в РФ [Текст] / Д.Н. Яушкин // Инновационная экономика. –2014. – №1(27). – С.22-38.
107. Венчурный бизнес в России [Электронный ресурс] / Международное объединение Солев // Аналитические статьи. – Режим доступа: <http://solev.ru/ru/informatsiya/analiticheskie-stati/2641-venchurnyj-biznes-v-rossii.html>
108. Венчурное инвестирование [Электронный ресурс] / Государство. Бизнес. ИТ 2016. – Режим доступа: <http://www.tadviser.ru/index.php/>
109. Венчурный капитал [Электронный ресурс] / Канадские Центры Деловых Услуг (Canada Business Service Centres) – CBSC. – Режим доступа: <https://docviewer.yandex.ru/>
110. Венчур в цифрах, весь мир [Электронный ресурс] / StartTrack, ФРИИ 2015. – Режим доступа: <http://rusbase.com/reports/>
111. Вестник нормативных правовых актов Белгородской области [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://zakon.belregion.ru>
112. Исследование российского и мирового венчурного рынка 2007-2013 [Электронный ресурс] / Российская венчурная компания. – Режим доступа: <https://docviewer.yandex.ru/>
113. Каширин, А. И. Бизнес – ангелы и венчурное инвестирование в России [Электронный ресурс] / А.И. Каширина // РЦБ.РФ. – Режим доступа: <http://www.rcb.ru/>

114. Методические рекомендации о возможностях использования лучших мировых практик и особенностей Российского законодательства в части регулирования деятельности институтов развития Российской Федерации [Электронный ресурс] / РВК 2014.- Режим доступа: https://docviewer.yandex.ru/201412_RVC_stage_III.pdf

115. Механизмы стимулирования (налоговые и иные аспекты) при прямом и венчурном инвестировании. Возможности и перспективы, правоприменение и обоснованные предложения [Электронный ресурс] / РВК 2015. – Режим доступа: <http://www.rusventure.ru/>

116. Обзор венчурной индустрии в России за 2015 год [Электронный ресурс] / РВК навигатор венчурного рынка 2016. – Режим доступа: <http://www.rusventure.ru/ru/company/brief/>

117. Обзор рынка прямые и венчурные инвестиции 2011-2013 годы [Электронный ресурс] / Российская ассоциация прямого и венчурного инвестирования (РАВИ). – Режим доступа: <http://www.rusventure.ru/>

118. Обзор рынка прямые и венчурные инвестиции 2014-2015 [Электронный ресурс]: Аналитический отчет по итогам обзора рынка венчурных фондов / Российская ассоциация прямого и венчурного инвестирования (РАВИ). – Режим доступа: <http://www.rusventure.ru/>

119. Основные участники регионального фондового рынка [Электронный ресурс] / Региональный информационный портал. – Режим доступа: <http://belgorod.reginforms.ru>

120. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016-2018 [Электронный ресурс] / Центральный Банк Российской Федерации.- Режим доступа: <http://www.cbr.ru> onrfr_2016-18.

121. Оценка инвестиционных проектов [Электронный ресурс] / 6 методов оценки эффективности.- Режим доступа: <http://finzz.ru/6-metodov-ocenki-effektivnosti-investicij-v-excel-raschet-na-primere-npv-pp-dpp-irr-arr-pi.html>

122. Резюме инвестиционного проекта. Интернет – Издательство [Электронный ресурс] / УК «Альянс. Венчурный бизнес». – Режим доступа: <http://venture-biz.ru/katalog-proektov/informatsionnye-tehnologii/103-internet-izdatelstvo>

123. Родионов, В.И. Выбор источников венчурного капитала [Электронный ресурс] / В.И. Родионов, А. Г. Никконен // Венчурный капитал и прямые инвестиции в инновационной экономике 2013. – Режим доступа: <http://www.rvca.ru/download.php?file=lib/RVCA-Course-2011-Part-2.pdf>

124. Российская ассоциация прямого и венчурного инвестирования (РАВИ) [Электронный ресурс] : Концепция ФЗ о венчурной деятельности / Всероссийский информационно-аналитический портал Венчурная Россия, 2009. – Режим доступа: http://www.allventure.ru/articles/40/#replies_page1

125. Российские венчурные фонды [Электронный ресурс] / Специфика работы с венчурными инвесторами. – Режим доступа: <http://alexas888.narod.ru/poleznmater/rvf.html>

126. Справочная правовая система «Консультант Плюс» [Электронный ресурс] / Разд. «Законодательство» - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>

127. Стратегия развития отрасли венчурного инвестирования в Российской Федерации [Электронный ресурс] / Российская венчурная компания (РВК) 2015. – Режим доступа: <http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/>

128. Aoki, M. Towards a Corporative Institutional Analysis [Электронный ресурс] /M. Aoki. Cambridge: MIT Press.2001. – Режим доступа: <http://gosbook.ru/node/39000>

129. Alexander P. Groh Allocation determinants of institutional investments in venture capital and private equity limited partnerships in central eastern Europe [Электронный ресурс] /. Alexander P. Groh, Heinrich Lichtenstein. – Режим доступа: <https://docviewer.yandex.ru/?url>

130. Kleinknecht, A. Innovation risks in venture capital and management [Электронный ресурс] / A. Kleinknecht Venture Capital and Innovation. – Режим доступа: <http://www.oecd.org/sti/inno/2102064.pdf>
131. Kortum, S. Assessing the contribution of venture capital to innovation [Электронный ресурс] / Samuel Cortum, Josh Lerner // RAND. Journal of Economics. Vol. 31, No4. 2000. – Режим доступа: http://home.uchicago.edu/kortum/papers/rje_2000.pdf
132. Global Venture Capital Confidence Survey 2014 [Электронный ресурс] / National Venture Capital Association (NVCA). – Режим доступа: <http://nvca.org/research/stats-studies/>
133. Yearbook USA private equity and venture capital activity report -2015 [Электронный ресурс] / National Venture Capital Association (NVCA). – Режим доступа: <http://nvca.org/>
134. Research and Development tax incentives around the world [Электронный ресурс] / PwC. Global R&D Tax News. Issue No. 1. April 2013. – Режим доступа: <http://download.pwc.com/nttaxincentives>
135. Robertson P. Innovation, Network, and Vertical Integration [Электронный ресурс] / P. Robertson, R. Langlois R. // Research Policy. January, 1994. –Р.12—13. –Режим доступа: <https://docviewer.yandex.ru/view/184620852>
136. Santo B. Innovation as a tool for economic development: a tutorial.; Indian Journal of Science and Technology. – Режим доступа: <http://www.indjst.org/index.php/indjst/article/view/99465>
137. Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report [Электронный ресурс] / Private Equity & Venture Capital in 2016. – Режим доступа: <https://docviewer.yandex.ru/>
138. Paradigm shifts in venture capital [Электронный ресурс] / Global venture capital insights and trends report. – Режим доступа: http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Globalizing_venture_capital/

Приложение 1

Методы прямого и косвенного государственного регулирования
венчурного инвестирования в Российской Федерации

Методы прямого государственного регулирования	Методы косвенного государственного регулирования
субсидирование и предоставление грантов	Предоставление налоговых льгот
Бюджетные инвестиции	Финансирование имущественной инфраструктуры
	Информационная, организационная и административная поддержка
	Возможность ускоренной амортизации основных средств
	Поддержка спроса на инновационную продукцию

Источник: [85, с. 76-79].

Приложение 2

Источники венчурного инвестирования в регионах
Российской Федерации

Финансовые институты развития	Нефинансовые институты развития
ОАО «Российская венчурная компания – государственный фонд венчурных фондов Российской Федерации»	ОАО «Российская корпорация нанотехнологий» (ОАО «РОСНАНО»)
Государственная корпорация «Внешэконом банк»	«Государственная корпорация «Ростехнологии»
Инвестиционный фонд РФ	Инновационный центр «Сколково»
научные фонды – Фонд содействия развитию малых форм предприятия научно-технической сфере	Особые экономические зоны и ОАО «Особые экономические зоны»
	технопарки, промышленные парки, кластеры

Источник: [72, с.16].

Приложение 3

Методы прямого и косвенного регулирования венчурного бизнеса за рубежом.

Тип	Цель	Страна применения метода
Прямые методы		
Государственные инвестиции	Прямые инвестиции в венчурные фонды или предприятия малого бизнеса	Бельгия
Государственные кредиты	Долгосрочные кредиты под низкие проценты или безвозмездные венчурным фондам	Дания
Косвенные методы		
Налоговые льготы	Налоговые льготы, в частности налоговые кредиты, тем кто вкладывает средства в венчурные фонды	Великобритания
Гарантирование займов	Гарантирование части банковского займа, предоставляемого малым предприятиям, отвечающим определенным требованиям	Франция
Гарантирование вложений в акционерный капитал	Гарантирование части потерь от венчурных инвестиций с высокой степенью риска	Финляндия
Расширение круга инвесторов	Предоставление прав таким институтам, как пенсионные фонды или страховые компании, вкладывать средства в венчурный капитал	США

Источник: [85, с.76-79].

Приложение 4

Динамика прироста российского и мирового ВВП в сопоставлении с ростом глобального и российского рынка венчурных инвестиций

Показатель	2012	2013	2014
Прирост объема мирового ВВП в постоянных ценах, %	3,4	3,4	3,4
Прирост объема российского ВВП в постоянных ценах, %	3,4	1,3	0,6
Объем венчурных инвестиций в мире, млрд. долл. США	49,8	53,5	86,7
Прирост объема венчурных инвестиций в мире, %	-11,1	7,4	62
Прирост объема венчурных инвестиций в России, %	22,2	-28,4	-26
Валовые инвестиции в России, % ВВП	23,6	21,6	19,8

Источник: [116].

Приложение 5

Основные показатели рынка венчурных инвестиций в регионах
Российской Федерации за 2012-2015 гг.

Показатель	2012	2013	2014	2015	Прирост %			
					2013/ 2012	2014/ 2013	2015/ 2014	2015/ 2012
Совокупный объем сделок в венчурной системе России, млн. долл. США	1980	2890	1690	2190	45,9	-41,5	29,6	10,6
Совокупная капитализация венчурных фондов (VC-фондов), работающих на рынке России, млн. долл. США	4 537	4 968	4 682	4 125	9,5	-5,8	-11,9	-9,1
Число действующих на венчурном рынке фондов венчурных инвестиций (VC-фондов)	160	201	216	226	25,6	7,5	4,6	41,3
Объем венчурных сделок на рынке в регионах России за год, млн. долл. США	912	653	481	233	-28,4	-26,3	-51,6	-74,4
Число венчурных сделок на рынке России за год	188	222	149	180	18,1	-32,9	20,8	-4,6
Средний объем инвестиционной сделки на российском венчурном рынке, млн. долл. США	5,6	3,1	3,3	1,5	-44,6	6,5	-54,5	-73,2

Источник: [117, 118].

Приложение 6

Динамика объема венчурных инвестиций по отраслям в России
2013-2015гг., млн. долл. США

Отрасль	2013	2014	2015	Удельный вес %		
				2013	2014	2015
Биотехнологии	14	0	3	6,3	0	2,1
Легкая промышленность	0	0	0	0	0	0
ИКТ	153	91	107	68,6	78,4	75,9
Медицина/здравоохранение	14	13	20	6,3	11,2	14,2
Промышленное оборудование	2	4	2	0,9	3,4	1,4
Химические материалы	6	1	4	2,7	0,9	2,8
Сельское хозяйство	0	0	1	0	0	0,7
Строительство	0	2	0	0	1,7	0
Транспорт	0	0	1	0	0	0,7
Энергетика	5	2	0	2,2	1,7	0
Другое	29	3	3	13,0	2,6	2,1
Итого	223	116	141	100	100	100

Источник: [88].

Приложение 7

Количество сделок по отраслям на рынке венчурных инвестиций
в регионах Российской Федерации за 2012-2015 гг., ед.

Отрасль	Показатель	2012г.	2013г.	2014г.	2015г.	Темп прироста, %			
						2013г./ 2012г.	2014г./ 2013г.	2015г./ 2014г.	2015г./ 2012г.
Биотехнологии	Количество сделок	15	13	6	39	-13,3	-53,8	550	160
Информационные технологии (ИТ)	Количество сделок	156	193	133	97	23,7	-31,2	-27,1	-37,82
Промышленные технологии	Количество сделок	17	16	10	15	-5,9	-37,5	50	-11,8

Источник: [87].

Приложение 8

Распределение объемов венчурных инвестиций
по округам 2013-2015 гг., млн. долл.США

Федеральный округ (ФО)	2013	2014	2015	Удельный вес %		
				2013	2014	2015
Центральный	211	105	124	86,5	80,8	86,7
Северо-Западный	10	16	17	4,1	12,3	11,9
Приволжский	4	7	1	1,6	5,3	0,7
Северо-Кавказский	0	0	0	0	0	0
Уральский	9	1	0	3,9	0,8	0
Сибирский	9	1	1	3,9	0,8	0,7
Дальневосточный	1	0	0	0,4	0	0
Крымский	-	0	0	-	0	0
Итого	244	130	143	100	100	100

Источник: [87].

Приложение 9

Сильные и слабые стороны рынка венчурных инвестиций в регионах Российской Федерации

Сильные стороны	Слабые стороны
невысокая конкуренция между венчурными инвесторами за инновационные проекты	имеет место «географическое неравенство»: инвестиционные инструменты венчурного рынка не одинаково доступны на всей территории страны
наличие в Российской Федерации значимого интеллектуального потенциала, конкурентоспособной рабочей силы и технологических компетенций в ряде отраслевых сегментов	имеют место отраслевые диспропорции: отмечается недостаток предложения капитала в большинстве приоритетных отраслей, кроме электронной коммерции, интернет –проектов и некоторых секторов ИТ и телекоммуникаций
активная деятельность институтов развития (в первую очередь РВК), направленная на поддержку и развитие национальной венчурной индустрии	сохраняется «проблема масштаба», связанная с недостаточным вкладом в ВВП страны сегмента инновационно – технологического предпринимательства в целом и отрасли венчурного инвестирования в частности
в наиболее развитых индустриальных секторах и в наименее рискованных стадиях инвестиций успешно действует частный капитал	на венчурном рынке России отсутствует значимое предложение денег со стороны институциональных инвесторов (в том числе пенсионных фондов, страховых компаний.);

Источник: [87].

Приложение 10

Объем инвестиций и количество сделок на мировом рынке венчурных
инвестиций за 2012-2015 гг., млн. долл. США

Показатель	2012	2013	2014	2015	Прирост %			
					2013/ 2012	2014/ 2013	2015/ 2014	2015/ 2012
Объем инвестиций на мировом рынке венчурного капитала	43900	49300	88700	98500	12,3	79,9	11,0	124,7
Количество сделок	6268	7013	7687	5640	11,9	9,6	-26,7	-10,0

Источник: [110, 112].

Приложение 11

Объем инвестиций и количество сделок на рынке венчурного капитала
США за 2012-2015 гг., млн. долл. США

Показатель	2012	2013	2014	2015	Прирост %			
					2013/ 2012	2014/ 2013	2015/ 2014	2015/ 2012
Объем инвестиций на рынке венчур- ного капитала США	27600	30300	50800	47200	9,8	67,7	-7,1	71,0
Количество сделок	3977	4286	4430	3329	7,8	3,6	-24,9	-16,3

Источник: [110, 133].

Приложение 12

Объем инвестиций и количество сделок на рынке венчурного капитала Европы за 2012-2015 гг., млн. долл. США

Показатель	2012	2013	2014	2015	Прирост %			
					2013/ 2012	2014/ 2013	2015/ 2014	2015/ 2012
Объем инвестиций на рынке венчурного капитала Европы	6400	8400	11000	9800	31,3	30,9	-10,9	53,1
Количество сделок	1455	1684	1588	1115	15,7	-5,7	-29,7	-23,4

Источник: [112, 110].

Приложение 13

Объем инвестиций и количество сделок на рынке венчурного капитала
в азиатском регионе за 2012-2015 гг., млн. долл. США

Показатель	2012	2013	2014	2015	Прирост %			
					2013/ 2012	2014/ 2013	2015/ 2014	2015/ 2012
Объем инвестиций на рынке венчур- ного капитала в азиатском регионе	4700	6300	20900	28300	34,0	231,7	35,4	502,1
Количество сделок	577	839	1177	1018	45,4	40,3	-13,5	76,4

Источник: [110, 112].

Приложение 14

Объем инвестиций и количество сделок на рынке венчурного капитала,
Китая за 2012-2015 гг., млн. долл. США

Показатель	2012	2013	2014	2015	Прирост %			
					2013/ 2012	2014/ 2013	2015/ 2014	2015/ 2012
Объем инвестиций на рынке венчурного капитала, Китай	1500	2200	13300	22700	46,7	504,5	70,7	1413,3
Количество сделок	127	216	389	321	70,1	80,1	-17,5	152,8

Источник: [110].

Приложение 15

Общая классификация венчурных фондов (VC-фондов)

Критерий	Виды
В зависимости от размера	Крупные, средние, мелкие
В зависимости от интересов	Универсальные, специализированные
В зависимости от стадии инвестирования	Посевные, ранние, начальные
В зависимости от организационно-правовой формы	Инвестиционные товарищества, хозяйственные партнерства

Источник: [80, с. 610].

Приложение 16

Список фондов совместно с российской венчурной компанией

Название фонда	Объем фонда	Управляющая компания
ВТБ-Фонд венчурный	3,061 млрд. руб.	ВТБ Управления активами
Биопроцесс Кэпитал Венчурс	3 млрд. руб.	Биопроцесс Кэпитал Венчурс
Максвелл Биотех	3,061 млрд. руб.	Максвелл Эссет Менеджмент
Лидер-Инновации	3 млрд. руб.	Лидер
Тамир Фишман Си Ай Джи	2 млрд. руб.	ЦентрИнвест
Новые технологии	3,061 млрд. руб.	Альянс РОСНО Управление Активами
С-Групп Венчурс	1,8 млрд. руб.	Север Эссет Менеджмент

Источник: [125].

Приложение 17

Региональное распределение венчурных фондов (VC-фондов)
в регионах РФ в 2013-2015 гг., ед.

Федеральный округ (ФО)	2013	2014	2015	Удельный вес %		
				2013	2014	2015
Центральный	152	164	173	77,2	79,2	81,9
Северо-Западный	13	13	12	6,7	6,3	5,7
Южный	1	1	1	0,5	0,9	0,4
Приволжский	20	18	17	10,2	8,7	8,0
Северо-Кавказский	2	2	0	1,0	0,9	0
Уральский	2	3	2	1,0	1,4	0,9
Сибирский	6	5	4	3,0	2,4	1,8
Дальневосточный	1	1	2	0,5	0,9	0,9
Крымский	-	0	0	0	0	0
Итого	197	207	211	100	100	100

Источник: [88].

Структурные элементы инновационной инфраструктуры
Белгородской области

<p>Финансовые институты</p>	<p>микрофинансовая компания «Белгородский областной фонд поддержки малого и среднего предпринимательства»; некоммерческая организация «Фонд развития Белгородской интеллектуально – инновационной системы» при участии Российской венчурной компании; некоммерческая организация «Белгородский гарантийный фонд содействия кредитованию малого и среднего предпринимательства», областное государственное бюджетное учреждение «Белгородский региональный ресурсный инновационный центр», автономная некоммерческая организация «Белгородский инновационно-технологический центр «Трансфер», некоммерческая организация «Фонд содействия развитию инвестиций в субъекты малого и среднего предпринимательства»</p>
<p>Информационно-консалтинговые институты</p>	<p>Автономная некоммерческая организация «Белгородский инновационно-технологический центр «ТРАНСФЕР»; Региональный центр интеллектуальной собственности при БелГУ; ОГУ «Белгородский региональный ресурсный инновационный центр»; ОГУ «Инновационно-консультационный центр АПК».</p>
<p>Производственно-технологическим организациям</p>	<p>Инновационный центр технопарк «Высокие технологии»; Промышленный парк «Северный».</p>
<p>Образовательные институты и технопарковые структуры образованы в пределах этих институтов</p>	<p>Белгородский государственный национальный исследовательский университет (НИУ «БелГУ»); Белгородский государственный технологический университет им. В.Г. Шухова (БГТУ им. В.Г. Шухова); Белгородская государственная сельскохозяйственная академия (БелГСХА) Агротехнопарк Белгородской государственной сельскохозяйственной академии; Ассоциация специалистов по инновационной деятельности «Технопарк БГТУ им. В. Г. Шухова»; инновационный бизнес-инкубатор при БГТУ им. В.Г.Шухова; Инновационный бизнес-инкубатор ОГУ «БРРИЦ»; Белгородский центр научно-технической информации; Инновационно-технологический центр «Стратегическая инициатива» Белгородского государственного университета; Инновационно-технологический центр БГТУ им. В.Г. Шухова;</p>

Источник: [68, с. 365].

Приложение 19

Нормативно-правовые акты, регулирующие деятельность финансовых институтов, осуществляющих венчурное инвестирование в Белгородской области

Финансовые институты	Нормативно-правовые акты
1	2
<p>микрофинансовая компания «Белгородский областной фонд поддержки малого и среднего предпринимательства»</p>	<p>Федеральный закон от 24.07.2007 № 209-ФЗ "О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации"</p> <p>Распоряжение Правительства Белгородской области №388-рп от 12 августа 2013 года «О финансовой поддержке инвестиционных проектов, реализуемых субъектами малого предпринимательства в рамках мероприятия «Программа поддержки начинающих – гранты начинающим на создание собственного бизнеса»;</p> <p>Постановление Правительства Белгородской области от 20 октября 2008 г. № 250-пп "О мерах по финансовой поддержке малого и среднего предпринимательства области" (с изменениями от 9, 15 декабря 2008 г.);</p> <p>Постановление Правительства Белгородской области от 17 ноября 2008 г. № 273-пп "О ведении реестров субъектов малого и среднего предпринимательства - получателей поддержки в Белгородской области";</p> <p>Постановление Правительства Белгородской области от 23 июня 2008 г. № 156-пп "О первоочередных мерах по преодолению административных ограничений при осуществлении предпринимательской деятельности;</p> <p>Постановление главы администрации Белгородской области от 15 января 1999 года N 25 "Об образовании областного совета по поддержке и развитию малого предпринимательства при Главе Администрации области"</p>
<p>некоммерческая организация «Фонд развития Белгородской интеллектуально – инновационной системы» при участии Российской венчурной компании</p>	<p>Закон Белгородской области от 01.10.2009 N 296 "Об инновационной деятельности и инновационной политике на территории Белгородской области";</p> <p>Правительства Белгородской области от 18 января 2010 г. N 9-пп Белгород Об утверждении Долгосрочной целевой программы «Развитие Наноиндустрии Белгородской области на 2010-2014 годы;</p>

1	2
<p>некоммерческая организация «Белгородский гарантийный фонд содействия кредитованию малого и среднего предпринимательства»,</p>	<p>Федеральный закон от 24.07.2007 № 209-ФЗ "О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации";</p> <p>Правительства Белгородской области от 20 октября 2008 г. № 250-пп "О мерах по финансовой поддержке малого и среднего предпринимательства области" (с изменениями от 9, 15 декабря 2008 г.);</p> <p>Постановление Правительства Белгородской области от 17 ноября 2008 г. № 273-пп "О ведении реестров субъектов малого и среднего предпринимательства - получателей поддержки в Белгородской области;</p> <p>Политика предоставления поручительств (грантов) Белгородским гарантийным фондом содействия кредитованию утверждено протоколом заседания Правления Белгородского гарантийного фонда содействия кредитованию от «20» августа 2015 года № 242</p>
<p>областное государственное бюджетное учреждение Белгородский региональный ресурсный инновационный центр»</p>	<p>Федеральный закон от 05 апреля 2013 г. № 44-ФЗ «О контрактной системе в сфере закупок товаров, работ, услуг для обеспечения государственных и муниципальных нужд»;</p> <p>Приказ Минэкономразвития России от 24 апреля 2013 г. № 220 «Об организации проведения конкурсного отбора субъектов Российской Федерации, бюджетам которых в 2013 году предоставляются субсидии из федерального бюджета на государственную поддержку малого и среднего предпринимательства субъектами Российской Федерации»;</p> <p>Постановление Правительства Белгородской области от 20 октября 2008 г. N 250-пп «О мерах по финансовой поддержке малого и среднего предпринимательства области»;</p> <p>Положением об инновационном бизнес-инкубаторе, утвержденным Постановлением Губернатора Белгородской области от 25 декабря 2006 г. N 170 «О создании и обеспечении деятельности инновационного бизнес-инкубатора».</p>
<p>автономная некоммерческая организация «Белгородский инновационно-технологический центр «Трансфер»,</p>	<p>Закон Белгородской области от 01.10.2009 N 296 "Об инновационной деятельности и инновационной политике на территории Белгородской области";</p>

