Горский Александр Игоревич. Фонды прямых инвестиций: международный опыт и перспективы развития в России : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2005 169 c. РГБ ОД, 61:05-8/2002

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФОРМИРОВАНИЯ И ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ФОНДОВ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИИ 10

1.1. Фонды прямых инвестиций как основная форма финансирования венчурных проектов 10

1.2. Финансовые отношения в системе ФГШ 21

1.3. Методические вопросы финансирования венчурных проектов 35

Глава 2. АНАЛИЗ ПРАКТИКИ ФОРМИРОВАНИЯ И ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ФПИ 51

2.1. Зарубежный опыт венчурного бизнеса 51

2.2. Формирование фондов прямых инвестиций и венчурное финансирование в России 61

2.3 Финансовые проблемы венчурного бизнеса 73

Глава 3. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ФОНДОВ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ 95

3.1 Повышение эффективности финансового механизма ФПИ 95

3.1.1 Сравнительный анализ эффективности финансового механизма ФПИ России, США и Европы 96

3.1.2 Совершенствование финансового механизма ФПИ в России на основе использования в их деятельности принципов саморегулирования финансовых отношений 104

3.2. Перспективы развития и финансирования венчурного капитала в России 116

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 133

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 136

ПРИЛОЖЕНИЯ 143-169

**Введение к работе**

**Актуальность темы.**Поставленная Президентом Российской Федерации В.ВЛутиным задача удвоения ВВП к 2010 году требует активизации всех факторов экономического роста. Немаловажным направлением развития экономики в этом плане является стимулирование и поддержка новых форм и видов производства, связанных в первую очередь с реализацией научно-технических достижений.

Ставка на интенсивные факторы экономического роста представляется неизбежной в свете накапливающегося отставания производственного потенциала и необходимости достойного вхождения нашей страны в мирохозяйственные процессы и связи. В этих условиях следует ожидать ускоренного развития научных исследований и конструкторских разработок. Особое значение для России будет иметь практическое внедрение результатов НИОКР и осуществление на этой основе модернизации производств и структурной перестройки. Именно инновационная составляющая определяет сегодня качество роста любой страны.

В советский период при относительно высоком уровне исследований слабым звеном оставалась реализация их результатов. К сожалению, последние годы реформ не улучшили эту ситуацию, а скорее, ухудшили, поскольку к по-прежнему низкой инновационной деятельности добавилось общее ослабление научных позиций. В настоящее время Россия переживает период политической и экономической стабильности, однако это благоприятное состояние используется недостаточно активно и эффективно.

Поэтому важно безотлагательно, усиленно и в массовом порядке привести в действие все ресурсы научного и технического прогресса в государственном и частном секторах, обеспечить на его основе устойчивый рост экономики и благосостояния населения. В этом процессе важное место должно принадлежать венчурному бизнесу, являющемуся испытанной формой реализации нововведений.

На начало 2003 года в России насчитывалось более 40 венчурных  
фондов, призванных продвигать в производство высокие технологии.  
Однако ни по экономическому значению, ни по активности расширения  
сферы действия положение дел в области венчурного инвестирования  
нельзя признать удовлетворительным. В этой связи анализ

функционирования фондов прямых инвестиций, являющихся одной из главных форм венчурного финансирования, исследование возможности усиления их роли в распространении передовых технологий и повышении вклада в развитие страны представляется весьма актуальной задачей.

**Цель и задачи исследования.**Цель диссертационной работы состоит в обобщении зарубежного и отечественного опыта действия венчурных фондов, выявлении методологических и методических особенностей функционирования и финансирования фондов прямых инвестиций в России и разработке предложений по совершенствованию финансовых инструментов, способствующих усилению их влияния на инновационный характер российской экономики. Достижению этой цели способствовала постановка и решение следующих задач:

- выявление особого места венчурных форм инвестирования в  
механизме инновационного развития экономики;

- определение специфики венчурного финансирования в российских  
условиях;

- исследование методологических и методических принципов  
финансирования венчурных фондов;

-обобщение зарубежного опыта венчурного финансирования;

- анализ финансовых проблем фондов прямых инвестиций в  
Российской Федерации;

разработка и обоснование предложений по повышению эффективности финансового механизма венчурных фондов в целях усиления научно-технических факторов социально-экономического прогресса России.

**Объект исследования.**Объектом исследования являются финансовые отношения в деятельности фондов прямых инвестиций как элемента национальной инновационной системы Российской Федерации.

**Предмет исследования.**Предметом исследования являются финансовые аспекты деятельности фондов прямых инвестиций в России и за рубежом.

**Методы исследования.**При подготовке диссертации использовались статистические методы анализа, диалектический метод, приемы системного и сравнительного анализа. Теоретической и методологической основой работы послужили труды известных специалистов в области экономики, финансов, научно-технического прогресса, инноваций и венчурного инвестирования, в первую очередь, таких, как, Й.Шумпетер, А.Анчишкин, Д.Кокурин, П.Пилипенко, Э.Янч, П.Фишер, Т. Хачатуров, У. Шарп, Л. Гохберг.

В качестве источников использовались данные Госкомстата России, Минфина России, МНС России, отчеты и обзоры отечественных и

международных инвестиционных фондов, материалы Российской

ассоциации венчурного инвестирования, исследовательских организаций, научные издания и средства массовой информации.

**Научная новизна работы.**Основные научные результаты исследования автор видит в следующем:

обосновано особое место венчурного капитала в стратегии инновационного развития России, отвечающей задачам активизации использования научно-технического потенциала;

выявлены и проанализированы направления совершенствования финансового механизма венчурного инвестирования, включающие как традиционные меры (открытость, привлечение отечественного капитала, господдержка и др.), так и новые формы и методы повышения эффективности функционирования ФПИ на принципах деятельности саморегулируемых организаций;

определена специфика действующих в России венчурных фондов в зависимости от участия иностранных и отечественных инвесторов, выражающаяся в крайне незначительной доле российского венчурного капитала, что во многом предопределяется неразвитостью финансовых отношений в сфере венчура;

разработаны практические рекомендации по расширению сферы венчурного финансирования и росту отдачи фондов прямых инвестиций за счет повышения эффективности финансового механизма и совершенствования налогообложения фондов;

обоснована необходимость активизации государственной венчурной политики в продвижении научно-технических разработок в производство и предложены меры по усилению государственного регулирования венчурного предпринимательства, в том числе в форме прямого

бюджетного финансирования венчурных проектов, создания щадящего налогового, кредитного и страхового режимов для венчурных фондов, кадровой поддержке и проч.

**Практическая значимость работы.**Предложенные на основе выполненного автором анализа венчурного инвестирования меры по совершенствованию финансирования фондов прямых инвестиций в России будут способствовать общему улучшению инвестиционного климата в нашей стране, расширению инновационного характера развития производства и улучшению условий деятельности венчурных фондов.

Обобщение зарубежной и отечественной практики

функционирования и финансирования фондов прямых инвестиций, применяемые приемы анализа и выводы имеют общеметодологическое значение и могут быть использованы при разработке и реализации государственной политики стимулирования инноваций.

**Апробация работы.**Результаты исследования докладывались на проводившихся в ВЗФЭИ научно-практических конференциях: «Укрепление территориальных финансов как фактор стабилизации экономического и социального положения в регионах» - 23-24 мая 2001 г. и «Обеспечение устойчивого экономического и социального развития России» - 21 апреля 2003 г.

Методические разработки использовались при анализе деятельности предприятий группы « Спутник».

**Публикации.**По теме диссертации автором опубликовано 5 работ общим объемом 1,7 п.л.

**Объем и структура работы.**Диссертация изложена на 168 страницах машинописного текста и состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений. В первой главе рассматриваются методологические вопросы функционирования и финансирования фондов прямых инвестиций, включая обобщение зарубежного опыта венчурного инвестирования. Вторая глава посвящена анализу практических аспектов финансовой деятельности венчурных фондов. В третьей главе исследуются проблемы и перспективы развития и финансирования ФПИ, а также выдвигаются предложения по повышению эффективности финансового механизма венчурных фондов.

## Фонды прямых инвестиций как основная форма финансирования венчурных проектов

Понятие «инвестиции» получило широкое распространение сравнительно недавно. В отечественной литературе советского периода инвестиции рассматривались в основном под углом зрения капиталовложений, и поэтому категория «инвестиции» по существу отождествлялась с категорией «капитальные вложения». Под капиталовложениями понимались «затраты на воспроизводство основных фондов, их увеличение и совершенствование»1. Что касается инвестиций, то они трактовались как «долгосрочное вложение капитала в промышленность, сельское хозяйство, транспорт и другие отрасли народного хозяйства»2.

Из приведенных высказываний следует, что по существу инвестиции не только отождествлялись с капитальными вложениями, но подчеркивался долгосрочный характер этих вложений.

Подобные взгляды были характерны вплоть до осуществления в нашей стране рыночных реформ, когда точка зрения на содержание категории «инвестиции» стала изменяться, что получило отражение в действующем законодательстве. Так, в законодательстве Российской Федерации инвестиции определены как «денежные средства, целевые банковские вклады, паи, акции и другие ценные бумаги, технологии, машины, оборудование, лицензии, в том числе и на товарные знаки, кредиты, любое другое имущество или имущественные права, интеллектуальные ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской и других видов деятельности в целях получения прибыли (дохода) и достижения положительного социального эффекта»1.

Несмотря на разнообразную критику этого определения и продолжающиеся дискуссии вокруг понятия «инвестиции», в настоящей работе предлагается использовать достаточно общую формулировку: «Инвестиция - это осознанный отказ от текущего потребления в пользу возможного относительно большего дохода в будущем, который, как ожидается, обеспечит и большее суммарное (т.е. текущее и будущее) потребление»2.

Среди множества существующих классификаций инвестиций особое значение имеет группировка инвестиций в зависимости от объектов вложения. С этой точки зрения инвестиции делятся на реальные и финансовые, где реальные инвестиции представляют собой вложения капитала в материальные и нематериальные активы, а финансовые -инвестиции в финансовые активы.

В современных рыночных экономиках значительная часть инвестиций - финансовые, в России же преобладают реальные инвестиции, которые осуществляются в разнообразных формах: капитальные вложения, вложения в прирост оборотных активов, инвестирование в нематериальные активы.

## Зарубежный опыт венчурного бизнеса

По данным исследования, проведенного компанией Pricewaterhouse -Coopers для Европейской Ассоциации Венчурного Инвестирования (EVCA), объем средств, аккумулированных в ФПИ, в Европе по итогам 99 года составил 20,3 млрд.ЕСи. Объем инвестиций за аналогичный период равнялся 14,5 млрд, ECU, демонстрируя 50% рост по сравнению с показателями 1998 года.

Первое место в Европе по венчурным инвестициям занимает Великобритания, где в 2002 г. вложено 1,5 млрд, евро. Общая динамика венчурных инвестиций в Европе и их распределение по странам и отраслям за 2000-2002 гг. представлены в приложениях 2 и 3.

По оценкам информационного агентства VentureOne, одного из наиболее респектабельных источников информации о развитии венчурного бизнеса в США, совокупный объем средств, аккумулированных в венчурном бизнесе, в 1999 г. составил 175 млрд.

Цифры говорят сами за себя. Очевидно, что мы имеем дело с новым, стремительно завоевывающем популярность у инвесторов классе финансовых активов. Ясно, что Россия не может остаться в стороне от современных способов финансирования наиболее перспективных инвестиционных проектов и не использовать принципиально новые механизмы решения жизненно важного для нее вопроса о привлечении средств в реальный сектор экономики. Процесс развития венчурной индустрии в России находится в зачаточном состоянии. По количеству ФПИ, объему привлеченных и размещенных ими средств Россию можно сравнить с Европой конца 70-х или США начала 70-х гг. Поэтому, говоря о развитии венчурной индустрии в России, следует сместить акценты в область перспектив данного развития. Огромное значение при этом имеет анализ зарубежного опыта, и в первую очередь США.

В настоящее время на США приходится более половины мирового объема венчурных инвестиций. Венчурные инвестиции играют огромную роль в финансировании наукоемких производств и высокотехнологичных продуктов, развитие которых за последние 10 лет привело к существенным изменениям на мировых финансовых рынках. Развитие венчурной индустрии существенным образом повлияло на экономический рост американской экономики» во многом обязанной буму в области информационных технологий (производство компьютеров, программного обеспечения, е - business, телекоммуникации). Именно в США сформировалась первая модель венчурной индустрии, именно там был пройден тяжелый путь проб и ошибок при определении «правил игры» на рынке венчурного капитала, накопилась история и статистика, сформировался ценный опыт организации и управления ФПИ.

Современная история венчурного бизнеса началась в США на рубеже 50-х - 60-х годов с формирования небольших пулов капитала для финансирования на ранних стадиях развития малых и средних частных предприятий, ориентирующихся на разработку и реализацию перспективных передовых технологий, прежде всего компьютерных (компании т.н. «Силиконовой долины»).

Венчурный бизнес является практически единственным источником финансовой поддержки малых инновационных предприятий на самых ранних стадиях существования - от идеи до выхода и закрепления их продукции на рынке. Именно поэтому венчурный капитал стал центром кристаллизации для формирования в США современной мощной индустрии прямых инвестиций. Более того, как сказал John H.Martinson, управляющий директор Edison Venture Fund и Президент Национальной ассоциации венчурного капитала США: «Американское сообщество венчурного капитала становится все более важным для мировой экономики, создания рабочих мест и нашей конкурентоспособности на мировом рынке. Венчурное сообщество делает сегодня инвестиции в инновационные предприятия, рост и повышение благосостояния которых мы ожидаем уже в новом тысячелетии. Эти компании определяются венчурными инвесторами как лидеры завтрашнего дня».

Как и любой другой, венчурный бизнес в своем развитии переживал взлеты и падения, однако общая положительная тенденция его развития подтверждает эффективность являющегося его основой сочетания современных финансовых и управленческих механизмов, опоры на потенциал высоких технологий и энергию предпринимательства.

Мобилизация капитала фондами прямого инвестирования США выросла с $7 млрд. в 1991 г. до $88 млрд. в 1998 г., т.е. почти в 13 раз.

Наряду с достаточно высокими для США показателями доходности венчурного бизнеса в целом, весьма показательны результаты деятельности отдельных венчурных фондов и рост котировок акций наиболее удачливых компаний с венчурным капиталом. Например, самый первый венчурный фонд, образованный в США в 1961 году, инвестировав всего 3 млн. долл., через непродолжительное время вернул инвесторам около 90 млн. долл. Другой пример: в 1987 г. фонд Sequoia Capital приобрел за 2,5 млн. долл, пакет акций телекоммуникационной компании Cisco Systems. Через год стоимость пакета составила 3 млрд. долл, В настоящее время также существует ряд компаний-лидеров роста котировок: по результатам последних лет ценные бумаги компаний Yahoo!, Citrix и Amazon.com показали наивысшую доходность. Один из ярчайших примеров: в сентябре 1998 года на рынок ценных бумаг вышли акции компании с венчурным капиталом eBay. До конца года котировки акций этой компании выросли на 1240%.

Венчурные инвестиции осуществляются в компании, находящиеся на различных стадиях развития, В современном венчурном бизнесе существует устойчивая терминология для определения компаний -реципиентов инвестиций и этапов инвестирования.

В зависимости от стадии инвестирования существует специализация венчурных фондов определяемая особенностями инвестиционных технологий. В венчурном бизнесе США действуют фонды ранних стадий, фонды стадии расширения, а также фонды поздних стадий. Существуют также т.н, сбалансированные фонды (balanced funds), осуществляющие инвестиции на всех стадиях развития компаний с венчурным капиталом. Однако доминирующей стадией развития компании-реципиента, на которой венчурные фирмы предпочитают осуществлять инвестиции, является стадия расширения» Практически идентичное стадийное распределение на протяженном промежутке времени и достаточно близкие значения доходности инвестиций на различных стадиях являются подтверждением сбалансированности рынка венчурных инвестиций.

Несомненный успех венчурного бизнеса в 60-е годы и его динамичное развитие привлекли к нему значительный интерес финансовых и управленческих кругов и потребовали создания его инфраструктуры и совершенствования взаимосвязей в отрасли прямых инвестиций в целом.

В 1973 году была образована Национальная ассоциация венчурного капитала (National Venture Capital Association - NYCA) для формирования в широких кругах понимания важности венчурного бизнеса для жизнестойкости экономики США и представления в обществе интересов венчурных капиталистов и развивающихся компаний. В настоящее время ассоциация объединяет 330 организаций, управляющих венчурным капиталом порядка 70 млрд. долл. Аффилированная структура ассоциации - "Американские предприниматели за экономический рост" (American Entrepreneurs for Economic Growth - AEEG) - это общенациональная организация, включающая около 10 тыс. развивающихся предприятий, на которых работают более миллиона американцев.

В связи с высокой доходностью акций компаний с венчурным капиталом, такие компании становятся объектом повышенного интереса для инвесторов на этапе их подготовки к публичному размещению. На рубеже 70-80-х годов стали образовываться специализированные фонды (т.н. фонды прямого инвестирования в акционерный капитал - private equity fund), ориентированные на приобретение пакетов акций таких компаний. Фонды выкупа (buyout fund) осуществляют приобретение контрольного пакета акций с получением полного контроля за использованием активов компании и осуществления ею деловых операций. Мезонинные фонды (mezzanine fund) специализируются на инвестиционном финансировании компаний непосредственно перед выходом на фондовый рынок, В настоящее время в США суммарный капитал фондов прямого инвестирования, инвестирующих на более поздних стадиях развития бизнесов в 4 - 5 раз превышает капитал фондов, инвестирующих на наиболее ранних стадиях развития.

## Повышение эффективности финансового механизма ФПИ

Считается, что организация эффективна в той степени, в которой она достигает своих целей. Целью ФПИ является обеспечение максимальной доходности для инвесторов, а следовательно, показателем эффективности венчурного фонда в общем случае будет итоговая чистая внутренняя норма доходности (ВНД)? обеспеченная инвесторам на вложенный капитал. На это нацелен и его финансовый механизм1. Под чистой нормой доходности понимается норма доходности, рассчитанная исходя из денежных выплат инвесторам фонда за вычетом всех платежей за управление фондом, удерживаемого процента генерального партнера и прочих расходов фонда.

Однако показатели эффективности финансового механизма ФПИ не ограничиваются одной лишь ВНД для инвесторов, поскольку, помимо инвесторов фонда, действие финансового механизма ФПИ связано еще как минимум с двумя важными участниками: предпринимательскими компаниями и государством. Так» с точки зрения предпринимателей, важно иметь возможность привлечь финансирование на всех стадиях развития бизнеса; для государства имеет значение объем инвестиций и их направленность на развитие высоких технологий и коммерциализацию инноваций.

Эффективность финансового механизма ФПИ зависит от того, насколько успешно ФПИ в рамках существующей финансовой системы выполняет посредническую функцию между источниками капитала (инвесторами) и предпринимателями, способными создавать и развивать бизнес, создающий добавленную стоимость. Также важно, чтобы данная функция была реализована в объемах, достаточных для удовлетворения предпринимательского спроса и способствовала развитию научно-технического потенциала страны»

Рассмотрим теперь показатели эффективности финансового механизма ФПИ России в сравнении со странами - лидерами венчурной индустрии.