Музыко, Елена Игоревна. Оценка эффективности венчурного финансирования инновационных проектов с применением метода реальных опционов : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Музыко Елена Игоревна; [Место защиты: Ин-т экономики и организации пром. пр-ва СО РАН].- Новосибирск, 2012.- 215 с.: ил. РГБ ОД, 61 12-8/3279

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** В современной теории финансов традиционные подходы к оценке эффективности инвестиционных проектов зачастую демонстрируют свою ограниченность, поскольку в большинстве своем предназначены для компаний, функционирующих в стабильных сферах бизнеса.

В России в последние годы происходит достаточно бурный процесс создания новых высокотехнологичных компаний, и рынок отличается высокой степенью неопределенности.

В этой ситуации актуальной задачей является совершенствование методических подходов к оценке эффективности инновационных проектов венчурными фондами, с применением новых методов оценки, использующихся в мировой практике. К числу таких методов относится метод реальных опционов.

Поскольку инвестиции в венчурный капитал – это инвестиции, для которых характерны высокий риск и высокая доходность, и они достаточно часто имеют поэтапную природу, традиционный метод дисконтированных денежных потоков (метод NPV) может быть дополнен иными подходами, способными учесть и количественно оценить гибкость при принятии управленческих решений, в частности, оценкой эффективности инновационного проекта с использованием метода реальных опционов. При этом существующие модели оценки реальных опционов имеют определенные ограничения при их применении для целей оценки вложений венчурного инвестора.

**Степень разработанности проблемы.** В настоящее время в России не получили распространения исследования, содержащие использование метода реальных опционов применительно к венчурному финансированию инновационных проектов. При наличии за рубежом значительного числа публикаций, посвященных венчурному финансированию и отдельно – реальным опционам, исследования, посвященные проблематике приложения теории реальных опционов к анализу венчурного бизнеса, немногочисленны.

**Целью исследования** является разработка методики оценки инновационных проектов с позиции венчурного фонда на основе метода реальных опционов.

Для реализации цели исследования были поставлены следующие **задачи**, определившие логику исследования и структуру работы:

1. Выявить различия в отображении риска и неопределенности в методе NPV и в теории реальных опционов.

2. Исследовать зарубежный опыт применения метода реальных опционов в венчурном финансировании инновационных проектов.

3. Выявить особенности применения метода реальных опционов при венчурном финансировании инновационных проектов.

4. Разработать модификацию метода реальных опционов с позиции его приложения к венчурному финансированию инновационных проектов.

5. Оценить эффективность венчурного финансирования инновационного проекта с использованием предлагаемой модификации метода реальных опционов на примере реального инновационного проекта.

**Объектом исследования** являются инновационные проекты с венчурным финансированием.

**Предметом исследования** выступают теоретические и методические вопросы применения метода реальных опционов для оценки эффективности инновационных проектов при венчурном финансировании.

**Область исследования.** Содержание диссертационной работы соответствует пункту 3.25. «Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования» по специальности 08.00.10. Финансы, денежное обращение и кредит паспорта специальностей ВАК (экономические науки).

**Теоретическая и методологическая основа исследования.**

*Теоретической основой исследования* послужили:

1. Работы по теории реальных опционов зарубежных исследователей: M. Амрама, M. Бреннана, A. Дамодарана, A. Диксита, Р. Геске, Н. Кулатилаки, O. Линта, С. Марглина, С. Майерса, Л. Тригеоргиса, Ф. Блэка, M. Шоулза, Р. Пиндайка, M. Браха. Работы по теории реальных опционов российских исследователей: Н. Бруслановой, А.В. Бухвалова, А.А. Гусева, М.А. Лимитовского, М.В. Лычагина.

2. Работы по венчурному финансированию зарубежных и российских исследователей: М. Аоки, С. Кортума, Р. Ланглуи, Д. Лернера, М. Пюри, П. Робертсона, Т. Хеллманна; Ю.П. Аммосова, А.В. Власова, Гулькина П., Гамаюнова Б., А.И. Каширина, Е. Рузавиной, А.Н. Фоломьева, Н.М. Фонштейна.

3. Работы по теории инноваций зарубежных и российских исследователей: П. Квинтаса, Д. Месси, Ф. Никсона, И.П. Пиннинго, Б. Санто, Б. Твисса, Д. Уилда, Й. Шумпетера; В.С. Валдайцева, С.Ю. Глазьева, С.Д. Ильенковой, В.Н. Лапина, А. Левинсона, В.Г. Медынского, И.Н. Мол-чанова, В.И. Суслова.

4. Работы по оценке эффективности инвестиционных проектов: А.О. Баранова, Н.А. Бланка, Р. Брейли, З. Боди, П.Л. Виленского, В.Н. Лившица, С. Майерса, Р. Мертона, Т.С. Новиковой, С.А. Смоляка.

*Методология исследования* основывается на принципах проектного подхода, методах анализа коммерческой эффективности проектов, теории финансовых и реальных опционов.

**Информационную базу исследования** составили работы российских и зарубежных исследователей, статистические данные Российской Ассоциации Прямого и Венчурного Инвестирования (РАВИ).

**Научная новизна исследования** заключается в следующем:

1. Предложена новая методика оценки экономической эффективности инновационных проектов с венчурным финансированием на основе метода реальных опционов с использованием модифицированной формулы Геске. Разработанная методика позволяет количественно оценить факт поэтапной реализации проекта и возможность прекращения финансирования при получении негативной информации о его реализации, т.е. позволяет учесть и количественно оценить управленческую гибкость при принятии решений о дальнейшей реализации проекта.

2. Предложена новая содержательная интерпретация составного опциона колл применительно к вложениям венчурного инвестора, позволяющая учесть то обстоятельство, что венчурный фонд имеет свои финансовые потоки, отличные от финансовых потоков собственно проекта. В соответствии с предложенной интерпретацией составного опциона колл представлена содержательная интерпретация «входных» параметров модифицированной формулы Геске, которая позволяет учесть специфику финансирования инновационных проектов венчурными фондами.

3. Предложен алгоритм практической реализации разработанной методики оценки экономической эффективности инновационных проектов с венчурным финансированием на основе метода реальных опционов. Этот алгоритм впервые апробирован на примере реального инновационного проекта в фармацевтической промышленности.

**Практическая значимость** результатов заключается в разработке методического подхода, позволяющего оценивать инновационные проекты с венчурным финансированием на основе метода реальных опционов. Действенность авторской методики подтверждается результатами апробации применительно к реальному инновационному проекту. Материалы и результаты диссертационного исследования могут быть использованы в практике анализа эффективности инновационных проектов с участием венчурного фонда.

**Апробация результатов исследования.** Основные положения и результаты исследования обсуждались на Международной научно-прак-тической конференции «Экономика и управление: проблемы и перспективы развития», 15–16 ноября, 2010 г., г. Волгоград; на Всероссийской научно-практической конференции «Экономико-финансовая и управленческая ком-поненты в современных социально-экономических системах», 2010 г.,  
г. Волгоград; на Научной сессии факультета бизнеса–2011 Новосибирского государственного технического университета, секция «Экономические про-блемы отраслевых и региональных комплексов», 5 марта 2011 г., а также на заседаниях кафедры экономической теории НГТУ.

**Внедрение результатов исследования.** Результаты диссертационного исследования применяются в учебном процессе ФГБОУ ВПО «Новосибирский государственный технический университет» при обучении студентов по направлению «Экономика» и специальности «Национальная экономика», что подтверждено соответствующей справкой о внедрении.

**Публикации.** По теме диссертации опубликовано 5 научных работ общим объемом 3,81 п.л. (из них авторские 3,29 п. л.), в том числе 2 статьи в журналах, входящих в утвержденный ВАК Министерства образования и науки РФ Перечень российских рецензируемых научных журналов, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученых степеней доктора и кандидата наук (1,8 п.л.), 1 статья в сборнике научных трудов (0,94 п.л) и 2 статьи по итогам выступлений на международной и всероссийской научно-практических конференциях (1,07 п.л).

Структура и объем диссертации. Работа состоит из введения, трех глав основной части, заключения, списка использованных источников и приложений. Основной текст диссертации изложен на 151 странице машинописного текста, содержит 13 таблиц, 36 рисунков и 23 приложения. Список использованных источников содержит 171 наименование.