Риск оправдывает средства

некоторые проблемы развития венчурного бизнеса в России

Аннотация

Проанализировано влияние текущего кризиса на возможности для инновационных вложений, в том числе в виде венчурных инвестиций; отражена вероятность роста привлекательности венчурного капитала из-за падения доходности вложений на фондовом рынке; предлагаются меры, реализация которых, по мнению автора, может ускорить развитие венчурного инвестирования в России. В частности, речь идет о создании соответствующей правовой базы и толерантном отношении к венчурным инвесторам.

Ключевые слова: венчурный капитал, инвестиции, инновации, венчурный бизнес, фондовый рынок, риск, доходность, инновационные проекты

До начала мирового финансового кризиса 2008 года темпы развития российской инновационной индустрии (как и диверсификации экономики в целом) были весьма медленными. В развитых странах одним из основных двигателей так называемого инновационного конвейера является венчурный капитал, то есть капитал, инвестируемый в создаваемые с нуля компании, как правило, имеющие в своей основе те или иные перспективные идеи и разработки, в случае успешной коммерческой реализации которых инвестируемая компания может обеспечить очень высокую прибыльность вложений. Однако в реальности большинство таких проектов не достигают ожидаемого уровня прибыльности или вовсе оказываются провальными, так что с инвестициями в подобные проекты связан очень высокий риск, который венчурные капиталисты вполне осознают и на который они готовы идти.

Маслов Михаил Павлович
канд. экон. наук, доцент, кафедра экономики предприятия, Новосибирский государственный технический университет
feraj@mail.ru

Рисковая специфика венчурных проектов

В нашей стране произносится много слов о необходимости развития инновационных производств. В последние годы эти слова в значительной степени начали подкрепляться соответствующими шагами бизнеса и власти – на федеральном и региональном уровнях создаются многочисленные инвестиционные фонды, призванные финансировать коммерческие инновационные проекты, а также т.н. фонды фондов – ОАО «Российская венчурная компания» и госкорпорация «Роснано», созданные государством в 2006 и 2007 гг. соответственно.

Природа инноваций такова, что в случае их востребованности рынком они могут принести очень высокую прибыль из-за возникновения у компании-инноватора временной монополии на новый вид продукции, однако и количество неудачных, не оправдавших ожиданий инноваций (т.е. уровень рисков) также очень велико, поэтому венчурный капитал оказался очень подходящим для финансирования инновационных проектов. Более того, подобным проектам очень сложно получить финансирование от традиционных кредитных источников – банков, как раз по причине очень высокого риска, а также отсутствия положительной кредитной истории, что обычно присуще вновь создаваемым компаниям.

В течение первого десятилетия XXI века объемы венчурных инвестиций в России оставались на очень скромном уровне – в пределах нескольких сотен миллионов рублей в год. Можно назвать множество причин такого положения дел: отсутствие предпринимательской культуры; стремление к коммерциализации научных разработок и изобретений; новизна самого венчурного инвестирования как инструмента финансирования инновационных компаний; низкая готовность самих ученых к приложению усилий по получению прибыли от своих научных результатов и к сотрудничеству с венчурными инвесторами.

Однако это причины в большей мере психологического характера. В то же время, финансовая сторона венчурного инвестиционного климата также была весьма неблагоприятной. В частности, негативное воздействие на динамику венчурных инвестиций

в течение первого десятилетия XXI века объемы венчурных инвестиций в России оставались на очень скромном уровне – в пределах нескольких сотен миллионов рублей в год

оказывал бурный рост фондового рынка России. Ранее автором при написании были проанализированы данные по доходности вложений в такие активы, как венчурный капитал, акции фондового рынка и государственные облигации за период 2003-2006 гг. [2, С. 139-158].

в частности, негативное воздействие на динамику венчурных инвестиций оказывал бурный рост фондового рынка России

Портфель инвестора: механизм определения

По результатам анализа был определен оптимальный портфель инвестора, состоящий из 2% венчурного капитала, 16% акций и 82% облигаций. В качестве критерия оптимальности использовался коэффициент Шарпа, который измеряет доходность относительно общего риска портфеля. Вычисляется коэффициент Шарпа на заданном временном отрезке по следующей формуле:

$$SharpRatio=(r_x - R)/\sigma_x, \qquad (1)$$

где r_x – средняя доходность портфеля; R – безрисковая ставка доходности (доходность гособлигаций); σ_x – уровень риска портфеля (дисперсия его доходностей).

Также были определены зависимости долей активов в портфеле при переменном уровне доходности R (т.е. определено, каковы должны быть эти доли, чтобы обеспечить требуемую доходность) и эффективная граница портфеля в координатах «доходность-риск». Эта граница показывает, каким может быть минимальный уровень риска портфеля при заданной доходности. Эти результаты приводятся ниже *(выр. 2* и *рис. 1)*:

$$\left.\begin{aligned} X_{VC} &= -0{,}450R + 0{,}106; \\ X_{sb} &= 2{,}249R - 0{,}270; \\ X_{bo} &= -1{,}978R + 1{,}164; \end{aligned}\right\} \qquad (2)$$

где X_{VC}, X_{sb} и X_{bo} – портфельные доли венчурного капитала, акций и облигаций соответственно; R – заданный уровень доходности портфеля («Отдача» *на рис. 1*).

Как видно, в выражении (2) зависимость доли венчурного капитала в портфеле инвестора от уровня доходности (коэффициент при R) является отри-

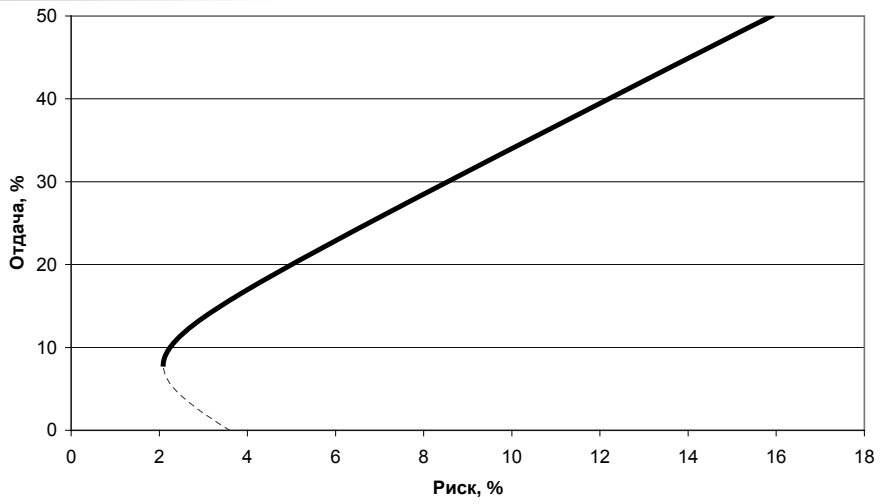


Рис. 1. Эффективная граница для показателей доходности и риска венчурного капитала, фондового рынка и рынка облигаций России

цательной. Кроме того, она сильно положительна для акций и сильно отрицательна для облигаций. Значения коэффициентов для облигаций и в определенной мере для акций вполне естественны. *Облигации* – это низкорисковые и низкодоходные активы, поэтому инвестор, который захочет повысить доходность портфеля (а вместе с ней и риск), должен будет уменьшать долю облигаций в портфеле, отсюда и обратная зависимость.

Отрицательный коэффициент при R для доли венчурного капитала (доходность и риск которого очень высоки) не является естественным. В российских условиях это связано с очень высокой доходностью фондового рынка. Мы получаем ситуацию, когда два актива – акции и облигации – вытесняют третий – венчурный капитал. Инвесторы, не склонные к риску, вкладывают деньги в облигации, а те, кто готов пойти на значительный риск (являясь, таким образом, потенциальным держателем капитала для венчурных фондов), предпочтет купить акции на фондовом рынке, который в период 2003-2006 гг. показывал очень высокие доходности.

Венчурный капитал, с его высоким уровнем риска и относительно небольшой декларируемой доходностью оказывался на вторых и третьих ролях и в лучшем случае мог рассматриваться как актив для

диверсификации вложений (т.е. у него отсутствовала самостоятельная привлекательность). По мнению автора, подобный вытесняющий эффект со стороны фондового рынка в финансовом отношении был одной из основных причин низкой популярности вложений в венчурный капитал в России в докризисные годы.

Удешевление ведет к инновациям

Достоверность вывода о действии указанного вытесняющего эффекта была подтверждена после начала в России экономического кризиса. Фондовый рынок упал примерно в 4 раза, затем последовал определенный восстановительный рост, благодаря чему сегодня российские фондовые индексы находятся примерно на уровне 70% от достигнутых докризисных максимумов. Это означает, что в ближайшие годы, даже несмотря на ожидаемое возобновление в России экономического роста, мы вряд ли увидим продолжение высочайших темпов роста, которые российский фондовый рынок показывал до кризиса. Ряд альтернативных объектов вложения средств, к примеру, недвижимость, также потеряли былую привлекательность.

Совершенно иначе дело обстоит с финансированием инноваций. На первый взгляд это может показаться странным, но кризис – весьма удачное время для инвестиций в инновационные проекты. По некоторым прогнозам, к 2012 году их объем может увеличиться до $5 миллиардов [3].

Это примерно в два раза больше, чем до кризиса. Среди факторов такого роста называется произошедшее после начала кризиса удешевление компаний, что облегчает венчурным фондам инвестиции в них (венчурные инвестиции осуществляются преимущественно в виде покупки доли в уставном капитале инвестируемой компании), а также то, что множество крупных компаний снижают свои издержки, в том числе на исследования и разработки. Следовательно, хорошие перспективы открываются перед небольшими инновационными компаниями, которые могут восполнить освободившуюся рыночную нишу [3].

Однако второй фактор выглядит спорным, поскольку кризисные факторы, влияющие на крупный и малый бизнес, в общем, достаточно сходные. Кроме

венчурные инвестиции уже не кажутся такими рискованными на фоне падения фондового рынка и нерадужных перспектив открытых паевых инвестиционных фондов и депозитов коммерческих банков

для успешного развития венчурной индустрии не требуется принятия нормативно-правовых актов специально для целей такого развития (условно говоря, закона о высокорисковой инвестиционной деятельности)

того, к примеру, в Санкт-Петербурге, согласно данным статистики, в 2009 году предприятия в 3,3 раза увеличили затраты на технологические инновации, их величина выросла на 42,3 млрд рублей. Объем инновационной продукции петербургского бизнеса увеличился в 2,7 раза и составил 63,1 млрд рублей. На 32% выросло количество организаций, осуществляющих технологические инновации, до 225 компаний [4].

Впрочем, как отмечается в [3], вышесказанное не означает, что теперь в сфере венчурного инвестирования гарантирован прорыв. Скорее, венчурные инвестиции уже не кажутся такими рискованными на фоне падения фондового рынка и нерадужных перспектив открытых паевых инвестиционных фондов и депозитов коммерческих банков.

право ведет за

Выводы-рекомендации

1. В качестве одной из мер по стимулированию государством развития венчурного инвестирования многими называется создание правовой основы для деятельности венчурных фондов. Это связано с тем, что до сих пор не принято нормативных актов, регламентирующих их деятельность, а также для обеспечения венчурного инвестирования пенсионными фондами и страховыми компаниями [1].

2. Однако, что касается правовой основы, то, как показывает мировой опыт, для успешного развития венчурной индустрии *не требуется* принятия нормативно-правовых актов специально для целей такого развития (условно говоря, закона о высокорисковой инвестиционной деятельности). В то же время очень важным представляется разрешение институциональным инвесторам (в первую очередь пенсионным фондам) вкладывать некоторую часть своих активов в венчурный капитал.

3. К другим рекомендациям, представленным в [1], по мнению автора, следует добавить развитие в среде малого инновационного предпринимательства толерантного отношения к неудачам в развитии инвестируемых компаний. Иначе говоря, провал венчурного инвестиционного проекта не должен ложиться своеобразным клеймом на инвесторов и

менеджмент компании, поскольку подобного рода неудачи являются обычным делом в венчурном бизнесе и сами по себе не свидетельствуют о недостаточной квалификации участников неудачного проекта.

Литература

1. Коршун О.В. Государственное стимулирование венчурного инвестирования [Электронный ресурс] // http://business.rin.ru/cgi-bin/search.pl?action=view&num=341573&razdel= 40&w=0&p_n=2/ 07.04.2010.
2. Маслов М.П. Анализ механизмов развития венчурного капитала в России: Диссертация на соиск. уч. ст. кандидата экон. наук [Текст]. – Новосибирск., 2007. – 184 с.
3. Россия на пороге бума венчурных инвести-0ций [Электронный ресурс] // http://business.rin.ru/cgi- bin/search.pl?action= view&num=343581&razdel=40&w=0&p_n=1/ 07.04.2010.
4. Санкт-Петербург: компании в 2009 году втрое увеличили затраты на инновации / Национальное деловое партнерство «Альянс-Медиа», 2010 [Электронный ресурс] // http://www.allmedia.ru/newsitem.asp?id=869367/ 09.04.2010.

КЭ

Mikhail P. Maslov
Cand. of Econ. Sci., Associate Professor, Chair of Enterprise Economy, Novosibirsk State Technical University

Some problems of venture business development in Russia

Abstract

The article considers the influence of current crisis on the possibilities for innovative investment including venture investment. The author analyses possibility of attractiveness growth of venture capital owing to decrease of stack market profitability. The author advices measures which, by his opinion, may speed venture investment development in Russia.

Keywords: venture capital, investment, innovations