

На правах рукописи

Акельев Евгений Сергеевич

ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВЫЙ МЕХАНИЗМ ВЕНЧУРНОГО БИЗ-  
НЕСА КАК ИНСТИТУТ ИННОВАЦИОННОЙ ЭКОНОМИКИ

08.00.01 – Экономическая теория

Автореферат  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Томск – 2011

Работа выполнена на кафедре политической экономии Государственного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Томский государственный университет»

**Научный руководитель:** доктор экономических наук, профессор  
**Цитленок Владимир Сергеевич**

**Официальные оппоненты:** доктор экономических наук, профессор  
**Левин Сергей Николаевич**

кандидат экономических наук, доцент  
**Ложникова Анна Владимировна**

**Ведущая организация:** ГОУ ВПО «Алтайский государственный технический университет им. И.И. Ползунова»

Защита состоится 17 февраля 2011 г. в 14 ч. 15 мин. на заседании диссертационного совета Д 212.267.11 в ГОУ ВПО «Томский государственный университет» по адресу: 634050, г. Томск, ул. Герцена, 2, корпус 12.

Отзывы на автореферат присылать по адресу: 634050, г. Томск, пр. Ленина, 36, главный корпус ТГУ, Диссертационный совет Д 212.267.11.

С диссертацией можно ознакомиться в Научной библиотеке ГОУ ВПО «Томский государственный университет» по адресу: 634050, г. Томск, пр. Ленина, 34а.

Автореферат разослан «11» января 2011 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета  
доктор экономических наук, профессор

Е.В. Нехода

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность исследования.** Модернизация экономики России, результатом которой должна стать ее трансформация в инновационно-активную, предполагает структурно-организационную перестройку - формирование эффективной национальной научно-инновационной системы, органической частью которой является венчурный бизнес. Основным условием становления и развития малого наукоемкого венчурного бизнеса является особая система его финансирования. В свою очередь эффективно действующий механизм финансирования реально влияет на мотивацию инвесторов в определении масштабов и направлений капиталовложений в венчурный бизнес.

Создание эффективного механизма финансирования венчурного бизнеса является актуальной проблемой не только в практическом, но и в теоретическом аспекте современной экономики. В странах с развитой инновационной экономикой механизм венчурного финансирования прошел длительный период эволюционного развития в полноценный институт, отвечающий потребностям развития национального наукоемкого венчурного бизнеса как элемента национальной инновационной системы. Несмотря на то, что в экономике России отдельные элементы механизма венчурного финансирования используются с начала 90-х годов XX в., создание целостного института на данный момент видится нереализованным: не определены все необходимые звенья финансирования, начиная с разработки проекта и кончая возмещением затрат и получения прибыли. Отсутствие данного института является существенным препятствием в реализации плана модернизации и перехода на инновационный этап развития экономики России.

В данных условиях актуальной проблемой становится трансформация российского механизма венчурного финансирования в особый институт, отражающий закономерный процесс возрастания роли институционального фактора в инновационной экономике. Создание эффективного института финансирования российского венчурного бизнеса, в свою очередь, предполагает усиление его конструктивного потенциала и формирование основы для развития институтов инновационной экономики в России.

**Степень разработанности проблемы.** В трудах ведущих теоретиков институциональной экономики, таких как Р. Нельсон, Б. Лундваль, К. Фримен, С. Уинтер, О. Уильямсон, Э. Фуруботн, М. Портер, К. Морган, Д. Мовери, И. Фельдман, П. Ларос, М. Фуджита, и др., рассматривается институциональный аспект национальных инновационных систем. Однако за рамками данных исследований остается изучение особенностей функционирования институциональной среды национального венчурного бизнеса. Проблеме инвестиционно-финансового механизма венчурного бизнеса посвящены работы П. Гомперса, Дж. Лернера, М. Маулы, Г. Мюррея, Г. Биграва, Дж. Тимонса,

Т. Хэлмана, М. Пури, К. Барри, К. Маскарелла, Дж. Пиви III, М. Ветсьюпенса и др., в которых, однако, не освещается его институциональный аспект.

Среди российских исследователей, занимающихся изучением проблемы развития институтов формирующейся российской инновационной экономики, можно выделить работы таких авторов как М.И. Одинцова, Р.И. Капелюшников, А.Е. Шаститко, В.Л. Тамбовцева, Я.И. Кузьминов, К.А. Бендукидзе, Л.М. Гохберг, В.М. Полтерович, М.И. Левин, С.М. Гириев, К.И. Сони-на и др. Внимание данных ученых сосредоточено на исследовании проблем, связанных с коррупцией, слабой защитой прав собственности, неплатежами, высокой асимметричности информации и пр., в то время как институциональный аспект формирования инновационной экономики и, в частности, проблема эволюционного развития комплексного института финансирования национального венчурного бизнеса, видится недостаточно разработанной.

Зарубежный опыт финансирования венчурного бизнеса и возможности его реализации в России отражен в работах отечественных экономистов И.И. Родионова, А.А. Дагаева, А.И. Никконен, П.Г. Гулькина, И.В. Карзановой, А.Н.Фоломьева, С.А. Алипова, Т.Г. Любовой, Н.М. Фонштейна, А.М. Балабана. В российской науке разработке проблемы развития отечественного венчурного бизнеса посвящены труды таких отечественных авторов как А.И. Каширин, А.С. Семенов, А. Френкель и Я. Сергиенко, А.Е. Шаститко, Ю.П. Аммосов и др. Опыт организации венчурного бизнеса за рубежом рассмотрен в работах Е.А. Лебедевой, И.И. Разумнова, А.Н. Ткаченко.

В современной экономической теории отсутствует системное исследование институционального аспекта венчурного финансирования в условиях управляемой модернизации ресурсозатратной экономики, и эволюционном переходе к инновационной экономике. Таким образом, венчурное финансирование не исследуется как особый институт инновационной экономики. Отсутствие системного изучения института финансирования венчурного бизнеса, а так же методов его реализации в условиях трансформации ресурсозатратной экономики предопределили выбор темы, направленность, логику и структуру данного диссертационного исследования.

**Гипотеза диссертационного исследования** состоит в признании необходимости существования эффективного механизма финансирования национального венчурного бизнеса, который становится особым институтом инновационной экономики.

**Область исследования.** Содержание диссертационного исследования соответствует проблематике экономической теории раздела «Институциональная и эволюционная теория» паспорта специальности ВАК Минобрнауки РФ специальности 08.00.01 – Экономическая теория.

**Цель и задачи диссертационного исследования.** Целью диссертационной работы является разработка концептуальной схемы венчурного финансирования как особого института инновационной экономики.

Достижение поставленной цели потребовало решения следующих **задач**:

1. Охарактеризовать институты инновационной экономики.
2. Выявить основные институты материализации и рыночной реализации инноваций.
3. Провести анализ институтов, определяющих функционирование национального венчурного бизнеса.
4. Проанализировать институциональный аспект функционирования венчурного финансирования.
5. Исследовать функции основных агентов, уровень и динамику трансакционных издержек и институционально-правовое обеспечение механизма финансирования венчурного бизнеса.
6. Осуществить комплексный анализ состояния института венчурного финансирования в России.
7. Разработать систему мер, направленных на создание института венчурного финансирования как составной части долгосрочной политики трансформации современной российской экономики в инновационную экономику.

**Объект исследования.** Институциональный аспект венчурного бизнеса в формирующейся инновационной экономике России.

**Предмет исследования.** Предметом диссертационного исследования является инвестиционно-финансовый механизм венчурного бизнеса как институт развития инновационной экономики.

**Теоретической основой исследования** явились идеи зарубежных представителей классической и неоклассической институциональной экономики, таких как Т. Веблен, У. Митчелл, Дж. Коммонс, Д. Норт, О. Уильямсон, Д. Ходжсон, Т. Эггертсон, К. Эрроу, Г. Шмоллер, Э. Шоттер, дополненные концепциями российских экономистов, таких как А.Е. Шаститко, А. Аузан, Я.И. Кузьминов, В.М. Полтерович, В.Л. Тамбовцева и др.

Диссертационное исследование основано на теории неoinституциональной и инновационной экономики, конкретизированной в тезисах венчурного бизнеса, инновационного и инвестиционного менеджмента. Методологические принципы диссертационного исследования отражают логику выбранного субъектно-деятельностного подхода, максимально адекватного институциональному объяснению механизма финансирования венчурного бизнеса в формирующейся инновационной экономике. Основными использованными принципами исследования являются системность, многоаспектность, верифицируемость, компаративность, а также методы формальной логики, экономико-статистического анализа и его таблично-графической интерпретации.

**Статистическая и информационная база исследования.** Статистическая база исследования представлена данными международных научно-исследовательских институтов, таких как National Science Foundation (NSF), Национальный институт стандартов и технологий, Департамент коммерции США, международные информационные агентства Thomson Financial, Global Insight, международное консалтинговое агентство PriceWaterhouse Coopers, американская национальная ассоциация венчурного капитала – National Venture Capital Associates, Российская ассоциация венчурного инвестирования – РАВИ, Российская венчурная компания – РВК, Министерство экономического развития РФ.

Информационно-эмпирическая база исследования представлена федеральными законами, постановлениями Правительства РФ, нормативно-правовыми документами и материалами профильных министерств и ведомств, органов законодательной и исполнительной власти РФ, регулирующих процесс инвестирования и отношений между инвестором и технологической компанией в различных страновых экономиках. Кроме того, были использованы постановления Конгресса США и Федеральные законы Правительства США.

**Научная новизна результатов исследования.** Новизна основных теоретических положений и практических предложений диссертации, выносимых на защиту, заключается в следующих результатах исследования:

1. Выявлены институциональные основы инновационной экономики, включающие в себя основные институты формирования, материализации и рыночной реализации инноваций, а так же институты венчурного бизнеса и представлены как общая институциональная среда для функционирования механизма финансирования национального венчурного бизнеса; дополнительно приведена аргументация в пользу выполнения данной средой безопасного пространства, снижения информационной асимметрии, рамочного регулирования и минимизации трансакционных затрат для всех субъектов инновационной экономики, включая основных агентов венчурного инвестирования.

2. Предложен комплексный анализ институциональных основ функционирования механизма венчурного финансирования в экономике развитых стран; обосновано функционирование механизма венчурного финансирования в рамках определенной совокупности формальных и неформальных институтов, а также выполнение им основных функций данных институтов, таких как кооперация агентов, разделение риска, издержек и выгод, снижение трансакционных затрат и создание многократно повторяющегося, упорядоченного взаимодействия в процессе формирования инноваций и являющегося главным элементом институциональной эволюции.

3. Доказана ключевая роль государства в процессе трансформации механизма в институт венчурного финансирования по двум основным направлениям: формирование общей институциональной среды и создание отдельных

регулирующих, ревизионных и контрольно-разрешительных институтов, непосредственно влияющих на мобилизацию, перераспределение и получение доходов от инвестирования венчурного капитала.

4. Обосновано отсутствие целостно сформированного института финансирования российского венчурного бизнеса; доказана неспособность создания полного цикла финансирования инноваций российским венчурным бизнесом, обусловленная, как неразвитостью общей институциональной среды, так и отсутствием прямых институтов венчурного капитала, необходимостью их сопряженности, комплементарности и использования различных инструментов воздействия на разные уровни; дополнительно аргументировано наличие таких многочисленных, негативных эффектов как непрозрачность бизнес-процессов, высокий моральный риск, чрезмерные трансакционные издержки, тенденция к оппортунистическому поведению в деятельности субъектов, декларирующих своей целью финансирование российского венчурного бизнеса.

5. Предложены рекомендации по эволюционному развитию и дальнейшему совершенствованию функционирования института финансирования российского венчурного бизнеса, включающие такие элементы, как создание общей институциональной среды для национального венчурного бизнеса, имплантация институтов регулирования, мониторинга и перераспределения венчурных инвестиций, а также усиление роли государства в качестве агента и одновременно гаранта безопасности инвестирования на начальных этапах развития института.

**Теоретическая значимость** диссертационного исследования заключается в развитии институциональной теории, в рамках которой рассматривается процесс трансформации инвестиционно-финансового механизма венчурного бизнеса в особый институт инновационной экономики.

**Практическая значимость** заключается в разработке основных положений диссертационного исследования с учетом характера российской институциональной структуры и возможности применения хозяйствующими субъектами в качестве комплекса практических рекомендаций по созданию основных условий для работы механизма финансирования российского венчурного бизнеса как института, реализация которого повысит устойчивость и предсказуемость развития малого инновационного бизнеса, а также позволит заложить основы формирования национальной инновационной системы и инновационной экономики.

Результаты диссертационного исследования могут быть также использованы в учебных курсах «Экономическая теория», «Институциональная экономика», «Государственное регулирование экономики», «Экономика для менеджеров», «Инновационная экономика».

**Апробация результатов исследования.** Результаты диссертационного исследования обсуждались и были одобрены на научных конференциях, посвященных инновационному развитию экономики России: IX и X междуна-

родной научно-практической конференции студентов и молодых ученых «Энергия молодых – экономике России» г. Томск в 2007, 2008 гг.; III и IV Всероссийском экономическом форуме студентов, аспирантов, молодых ученых «Инновации в экономике» г. Томск в 2008, 2009 гг., а так же на конференции «Фундаментальные проблемы экономики России» в Томске в 2010 г.

Основные положения диссертационного исследования опубликованы в 9 работах, общим объемом 2.2 п.л.

**Объем и структура работы** обусловлены целями и задачами исследования. Диссертационная работа общим объемом 202 страницы, состоит из введения, трех глав, десяти параграфов, заключения, списка использованной литературы (250 источников литературы), содержит 13 таблиц и 22 рисунка.

**Во введении** обоснована актуальность исследования, описана степень разработанности проблемы в зарубежной и отечественной литературе, обозначена гипотеза, область, объект и предмет диссертационного исследования. В соответствии с поставленными целями четко поставлены задачи, подробно изложена новизна диссертационной работы, приведена статистическая информационно-эмпирическая и теоретическая база исследования; обоснована теоретическая и практическая значимость исследования, а также приведен перечень научных конференций, в рамках которых проходила апробация результатов диссертационного исследования.

**В первой главе** «Институциональные основы инновационной экономики» определены основные институты генерации, материализации и рыночной реализации инноваций, выполняющие функцию институциональной среды для института венчурного финансирования; дополнительно рассмотрены институты венчурного бизнеса, определяющие статус предпринимательства в научно-технической сфере.

**Во второй главе** «Институциональная модель механизма финансирования венчурного бизнеса» детально рассмотрены институциональные основы функционирования механизма финансирования венчурного бизнеса, характер деятельности агентов, специфика трансакционных затрат и трансакционных эффектов данного института; отдельно выделена роль государства в процессе развития института венчурного финансирования, как субъекта институционального «строительства» и агента финансирования.

**В третьей главе** «Особенности института финансирования российского венчурного бизнеса и основные направления его приоритетного развития» проведен анализ функционирования отечественного венчурного бизнеса в условиях несовершенных институтов развития данного направления в бизнесе; раскрываются особенности структуры и негативные эффекты агентов, декларирующих своей целью финансирование венчурного бизнеса; выделяются институционально-правовые основы усиления роли государства как «гаранта» безопасности и субъекта венчурного финансирования.

**В заключении** сформулированы выводы по результатам исследования.



## **ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И ПОЛОЖЕНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ**

**1. Выявлены институциональные основы инновационной экономики, включающие в себя основные институты формирования, материализации и рыночной реализации инноваций, а так же институты венчурного бизнеса как общей институциональной среды для функционирования механизма финансирования национального венчурного бизнеса; дополнительно приведена аргументация в пользу выполнения данной средой безопасного пространства, снижения информационной асимметрии, рамочного регулирования и минимизации трансакционных затрат для всех субъектов инновационной экономики, включая основных агентов венчурного инвестирования.**

Важнейшим условием возникновения и эффективного развития инновационной экономики является зрелость и устойчивость институтов, обеспечивающих каналы взаимодействия, рамочное регулирование, предсказуемую и безопасную среду, а так же все необходимые меры стимулирования для взаимодействия хозяйствующих агентов различных уровней в условиях интенсивных технологических изменений и необходимости трансформации инноваций в конкурентоспособную высокотехнологическую продукцию.

Полный цикл производства инноваций от фундаментальной идеи до мелко и крупносерийного производства возможен только при условии сопряженности институтов генерации, материализации и рыночной реализации инноваций. К числу базовых институтов генерации инноваций можно отнести формальные институты организации НИОКР, производства интеллектуального капитала и финансирования фундаментальных исследований; дополнительным элементом в этой структуре являются неформальные институты генерации инноваций.

Формальные институты организации НИОКР представляют собой законодательно установленную систему кооперации государственного и частного секторов в сфере проведения НИОКР, включая международное сотрудничество по обмену технологиями и организацию международных стратегических научно-технических альянсов. Формальные институты производства интеллектуального капитала базируются на двух подотраслях. Первая отрасль содержит институты подготовки и формирования данного вида капитала, включая систему высшего и непрерывного высшего образования, переподготовки профессиональных кадров и повышения квалификации. Вторая отрасль представляет собой формальные и неформальные нормы и правила непрерывного обучения, повышения квалификации и разработки инноваций сотрудниками на предприятиях.

Формальные институты финансирования фундаментальных исследований так же делятся на два самостоятельных института государственного и частного финансирования, включая благотворительное финансирование. В

странах с развитой инновационной экономикой институт государственного финансирования, снабженный эффективным механизмом бюджетного администрирования и контроля за расходованием средств, выполняет как функции прямого финансирования инноваций, так и регулятивные функции в виде разработки косвенных методов регулирования государственного финансирования инноваций и фундаментальных исследований.

Институциональные основы материализации и рыночной реализации инноваций включают в себя систему государственных мер поддержки национального высокотехнологичного производства, институциональные основы использования интеллектуального капитала в производстве и рыночной реализации инноваций, институты финансирования рыночного сектора инноваций, а так же неформальные институты рыночной реализации инноваций.

Институт государственной поддержки инновационной экономики включает в себя как законодательно разработанную систему государственных заказов, формирующих спрос на инновационную продукцию, так и регулятивные меры, направленные на создание всех необходимых условий для кооперации промышленности, университетов и малого бизнеса в процессе производства инноваций. Механизмом реализации функций данного института являются специально разработанные программы развития, эффективно встроенные в систему национального законодательства.

Институциональные основы венчурного бизнеса также подразделяются на формальные и неформальные нормы и правила, обеспечивающие эффективное функционирование малого наукоемкого венчурного бизнеса. Формальные институты основаны на системе корпоративного законодательства, закрепляющего ответственность и права сторон за его участниками, а также на совокупности нормативно-правовых актов, определяющих статус малого наукоемкого венчурного бизнеса в академической среде; дополнительным элементом данного института является антимонопольное законодательство, регулирующее не только взаимоотношения между малым и крупным бизнесом в процессе кооперации, но и распределяющее льготы и преференции.

Неформальные институты в наукоемком венчурном бизнесе представляют собой совокупность норм и правил неформальных предпринимательских сетей, снабженных всеми необходимыми механизмами для адаптации организации к внешней инновационной среде, а также набором норм и правил внутренних взаимоотношений между разработчиками, менеджерами и инвесторами компании.

Доказано, что институциональные основы генерации, материализации и рыночной реализации инноваций, а также институты функционирования наукоемкого венчурного бизнеса представляют собой фундаментальный базис инновационной экономики, и, с одной стороны, являются самостоятельными институтами, а, с другой, являются институциональной средой для функционирования механизма венчурного финансирования (см. табл. 1).

**2. Предложен комплексный анализ институциональных основ функционирования механизма венчурного финансирования в экономике развитых стран; обосновано, что механизм венчурного финансирования функционирует в рамках определенной совокупности формальных и неформальных институтов, выполняя основные функции этих институтов, такие как кооперация агентов, разделение риска, издержек и выгод, снижение трансакционных затрат и создания многократно повторяющегося, упорядоченного взаимодействия в процессе формирования инноваций, и в то же самое время являющегося главным элементом институциональной эволюции.**

Инвестиционно-финансовый механизм венчурного бизнеса, появившийся под влиянием определенных технологических и финансовых императивов в результате устойчиво повторяющихся взаимодействий целого ряда участников процесса, прошел длительный период эволюции. В результате эволюции данного механизма проявились его следующие особенности. Во-первых, инвестиционно-финансовый механизм венчурного бизнеса, обеспечивая равновесное состояние взаимодействия для всех его участников в соответствии с их основными стимулами и интересами, приводит к отсеиванию ненужных и неэффективных институциональных альтернатив развития. Во-вторых, в процессе монотонного взаимодействия механизма сформировались эффективные формальные и неформальные институты. При этом сам механизм становится основным элементом реализации функций данных институтов и определяет основные направления их дальнейшей эволюции.

Инвестиционно-финансовый механизм венчурного бизнеса также основан на формальных и неформальных институтах. Формальные институты финансирования венчурного бизнеса включают в себя корпоративное законодательство, целый ряд контрольно-разрешительных норм и правил, общепринятые стандарты профессиональных сообществ венчурных капиталистов, законодательные особенности функционирования рынка капитала для молодых инновационных компаний, а также специальные регулятивные институты притока и перераспределения венчурного капитала. В результате длительного периода эволюции в странах с институтами инновационной экономики сформировались три базовых модели венчурного финансирования: фондовая, банковская и смешанная корпоративно-банковская.

Важнейшим элементом института венчурного финансирования является перечень законодательных норм функционирования рынка капитала и корпоративное законодательство, которое предусматривает четкую спецификацию прав и обязательств участников венчурного финансирования, а также наличие механизма мониторинга, перераспределения и реализации долей собственности среди разработчиков, менеджеров и инвесторов в начинающей инновационной компании.

Таблица 1 - Институциональные основы инновационной экономики

| Институты инновационной экономики |              | Функции институтов инновационной экономики                                                                                                                                                                                                                      | Функции институциональной среды для механизма венчурного финансирования                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-----------------------------------|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Институты генерации инноваций     | Формальные   | 1. Институты организации НИОКР<br>2. Институты производства интеллектуального капитала<br>3. Институты финансирования фундаментальных исследований                                                                                                              | <p>экономики, как в государственном, так и в частном производстве и реализации инновационной</p> <p>ствия агентов инновационной экономики в процессе научно-технической деятельности из</p> <p>обеспечение доведения инновационных разработок</p> <p>венчурного инвестирования и принципом функционирования агентов венчурного</p> <p>взаимодействия всех участников венчурного</p> |
|                                   | Неформальные | Неформальные институты, определяющие создание инноваций: социальные механизмы восприятия и развития инноваций в обществе                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|                                   | Формальные   | 1. Система государственных мер поддержки национального высокотехнологического производства.<br>2. Институциональные основы использования интеллектуального капитала в процессе реализации инноваций.<br>3. Институты финансирования рыночного сектора инноваций |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

|                                              |                                                                                                                                                                |  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                              | Неформальные институты рыночной реализации инноваций: неформальные взаимоотношения между фирмами – поставщиками и покупателями в процессе разработки инноваций |  | Неформальные институты рыночной реализации инноваций: неформальные взаимоотношения между фирмами – поставщиками и покупателями в процессе разработки инноваций                                                                                                                                                                                                                                                                | <p>1. Упорядочивание взаимодействия всех агентов инновационной секторе.</p> <p>2. Создание стимулов для всех агентов инновационной экономики к продукции.</p> <p>3. Создание направлений для координации и кооперации взаимодействий - разработки фундаментальных исследований, передачи результатов государственных учреждений в частные компании, а так же до крупносерийного производства высокотехнологичной продукции.</p> | <p>1. Рамочное регулирование взаимоотношений между агентами</p> <p>2. Обеспечение пространства для свободного и безопасного инвестирования</p> <p>3. Формирование основы для стабильного и предсказуемого финансирования, минимизируя затраты на обеспечение сделок.</p> |
| Институциональные основы вен-чурного бизнеса | Формальные                                                                                                                                                     |  | <p>1. Система корпоративного законодательства, закрепляющая ответственность и права сторон между разработчиками, менеджерами и инвесторами в венчурном бизнесе</p> <p>2. Законодательство, определяющее статус малого наукоемкого венчурного бизнеса в академической среде</p> <p>3. Антимонопольное законодательство, регулирующее взаимоотношения малого и крупного бизнеса в сфере производства и реализации инноваций</p> | Неформальные институты: совокупность норм и правил неформальных предпринимательских сетей, а так же нормы и правила внутренних взаимоотношений разработчиков, менеджеров, и инвесторов в венчурном бизнесе                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|                                              | Неформальные                                                                                                                                                   |  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                          |

Неформальные институты венчурного финансирования включают в себя нормы и правила неформальных социальных сетей инновационных предпринимателей, среди которых можно отметить предпринимательские ценности, этику, культуру активной и свободной предпринимательской деятельности и взаимоотношения с инвесторами, а так же профессиональные стандарты и ценности менеджеров венчурного капитала.

В качестве основных агентов венчурного инвестирования выступают неформальные, добровольные инвесторы, т.н. «бизнес-ангелы», государственные фирмы венчурного капитала, венчурные фирмы, создаваемые при университетах, корпоративные фирмы венчурного капитала, венчурные подразделения крупных институциональных инвесторов, а также занимающие центральное место независимые фирмы венчурного капитала.

Основные функции, которые выполняют данные агенты, состоят в следующем: создание устойчивых каналов взаимодействия между агентами на основе единых интересов, экспертиза потенциально успешных технологических проектов, оценка коммерческих рисков данных проектов, определение рынков сбыта для их продукции, а также сбор и объединение средств, как агентов венчурного инвестирования, так и внешних инвесторов в единый фонд под управлением независимых фирм венчурного капитала, распределение ответственности, издержек, долей собственности и перераспределение объема потенциальной прибыли; дополнительным элементом является мониторинг портфельных компаний и создание различного уровня добавочной стоимости (см. табл. 2).

Анализ функционирования механизма венчурного финансирования показывает, что процесс взаимодействия агентов подразумевает затраты, связанные с рисками функционирования технологической венчурной фирмы в условиях высокой неопределенности коммерциализации инноваций, такими как высокая информационная асимметрия, моральный риск, и риск оппортунистического поведения в процессе взаимоотношений принципала и агента. Важно отметить также финансовые риски, связанные с достоверной оценкой стоимости технологической компании, ликвидностью венчурных инвестиций и возврата вложенного капитала.

Показано, что в странах с развитой фондовой моделью финансирования независимые фирмы венчурного капитала на протяжении длительного периода времени разработали набор контрактов и механизмов, необходимых для снижения вышеупомянутых затрат и оптимального финансирования предпринимательских венчуров. Данные контракты включают в себя систему инвестиционных соглашений внутри венчурного фонда между менеджерами и инвесторами, поэтапный процесс инвестирования, включающий в себя финансовые обязательства инвесторов перед фондом на протяжении всего периода инвестирования, синдицированное инвестирование, интенсивный мониторинг портфельных компаний и использование конвертируемых ценных бумаг и опционов.

Таблица 2 - Институционализация механизма венчурного финансирования

| Основные агенты венчурного финансирования                                 | Независимые фирмы венчурного капитала                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Частные инвесторы – добровольцы – т.н. “бизнес-ангелы” | Государственные фирмы венчурного капитала | Венчурные фирмы при университетах | Фирмы корпоративного венчурного капитала | Венчурные подразделения крупных институциональных инвесторов |
|---------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| <b>Функции агентов венчурного инвестирования</b>                          | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Сбор и объединение средств как агентов инвестирования, так и внешних инвесторов.</li> <li>2. Определение потенциально успешных технологических проектов, проведение экспертизы, оценка коммерческих рисков.</li> <li>3. Распределение издержек, определение долей собственности, ответственности, а так же объема потенциальной прибыли.</li> <li>4. Мониторинг портфельных компаний и создание различной добавочной стоимости.</li> <li>5. Обеспечение механизма возврата дохода от вложенных инвестиций.</li> </ol>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                        |                                           |                                   |                                          |                                                              |
| <b>Формальная институционализация механизма венчурного финансирования</b> | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Правоотношения, разрешающие крупным институциональным инвесторам (пенсионным фондам, страховым компаниям и т.д.) инвестировать часть своих средств в высоко рискованные активы на длительный период времени.</li> <li>2. Освобождение от двойного налогообложения инвестиций, направляемых в венчурные фонды.</li> <li>3. Нормативно-правовые основы функционирования рынка ценных бумаг для высоко рискованных, молодых и быстро растущих компаний.</li> <li>4. Нормы и правила корпоративного законодательства, обеспечивающие защиту прав инвесторов, разработчиков и менеджеров венчурной фирмы, а так же регулирующие взаимоотношения между ними посредством формирования специальной системы контрактов, позволяющей получить долю в предприятии и реализовывать ее за счет опциона на продажу.</li> <li>5. Законодательная система защиты прав на интеллектуальную собственность.</li> <li>6. Нормы и правила корпоративного законодательства, предусматривающие прозрачность ведения бизнес-процессов, включая финансовую отчетность.</li> <li>7. Антитрестовое законодательство, позволяющее создавать конкурентам специальные научно-исследовательские консорциумы, финансирующие совместные венчуры.</li> </ol> |                                                        |                                           |                                   |                                          |                                                              |
| <b>Система принуждения к исполнению</b>                                   | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Независимая судебная система.</li> <li>2. Система общего, прецедентного права.</li> <li>3. Профессиональные сообщества менеджеров венчурного капитала.</li> </ol>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                        |                                           |                                   |                                          |                                                              |

|                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Неформальная институционализация механизма венчурного финансирования</b>  | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Деловая этика, благоприятствующая развитию инноваций.</li> <li>2. Страновые особенности деловой культуры и этики финансирования предпринимательства.</li> <li>3. Неформальные коммуникативные сети предпринимателей – инноваторов.</li> <li>4. Система норм и правил взаимодействия разработчика, менеджера и инвестора в венчурном бизнесе.</li> </ol>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Основные эффекты функционирования института венчурного финансирования</b> | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Формирование полного цикла финансирования венчурного бизнеса от начальной стадии до крупносерийного производства высокотехнологичной продукции.</li> <li>2. Трансформация высоко рискованного наукоемкого венчурного бизнеса в стабильный инновационный бизнес.</li> <li>3. Снижение риска инвестиций для всех агентов и увеличение реинвестиций в технологические компании.</li> <li>5. Снижение информационной асимметрии при поиске и инвестировании в высоко рискованные передовые технологии.</li> <li>6. Выстраивание специальной системы контрактных взаимоотношений определяющей ответственность, права и обязательства все сторон, вовлеченных в венчурный бизнес.</li> <li>7. Создание стимулов для венчурного инвестирования, как для агентов инвестирования, так и для внешних инвесторов на длительный период времени.</li> <li>8. Снижение уровня морального риска и риска оппортунистического поведения, а так же неблагоприятного отбора.</li> <li>9. Оптимальное расходование капитала на высокотехнологические проекты для крупных корпораций.</li> <li>10. Создание условий для кооперации и координации агентов венчурного инвестирования.</li> </ol> |



**3. Доказана ключевая роль государства в процессе трансформации механизма в институт венчурного финансирования по двум основным направлениям: путем формирования общей институциональной среды и создания отдельных регулирующих, ревизионных и контрольно-разрешительных институтов, непосредственно влияющих на мобилизацию, перераспределение и получение доходов от инвестирования венчурного капитала.**

На протяжении всего периода эволюции институтов финансирования национального венчурного бизнеса государство сыграло ключевую роль в институционально-правовом обеспечении функционирования механизма венчурного финансирования. Во-первых, государство обеспечило функционирование основных политических институтов, создающих все необходимые условия для долгосрочного и стабильного развития инновационного предпринимательства и инновационной экономики, в целом. Во-вторых, используя в качестве основного инструмента развития специальные государственные программы, встроенные в существующее национальное законодательство и экономическую систему, национальное правительство создало институциональную среду для всех субъектов инновационной экономики, как агентов венчурного инвестирования, так и других вовлеченных в этот процесс сторон, включая национальное правительство, научно-исследовательские институты и университеты, малый венчурный бизнес, крупные производственные компании и др. (см. рис. 1).

В-третьих, государство сформировало национальное корпоративное законодательство в направлении сближения с финансовой системой и создания рыночно-ориентированной системой инновационного бизнеса. В-четвертых, национальное правительство установило нормативно-правовое законодательство, регулирующее приток капитала в венчурные фонды для всех агентов венчурного инвестирования. В конечном итоге, национальное правительство снабдило корпоративное и финансовое законодательство эффективными механизмами принуждения к исполнению в виде независимой судебной системы и общего, прецедентного права.

Доказано, что институт венчурного финансирования, в отличие от механизма создает следующие эффекты: формирование полного цикла финансирования венчурного бизнеса и превращение его из высоко рискованного в стабильный инновационный бизнес; снижение риска, создание всех необходимых стимулов для долгосрочного инвестирования; снижение информационной асимметрии при поиске и инвестировании в высоко рискованные технологические проекты; снижение уровня морального риска, риска оппортунистического поведения, а так же неблагоприятного отбора при взаимоотношениях инвестора, менеджера и разработчика; оптимальное расходование капитала на высокотехнологичные проекты для крупных корпораций и координация как агентов венчурного инвестирования, так и других субъектов инновационной экономики (см. табл. 2).

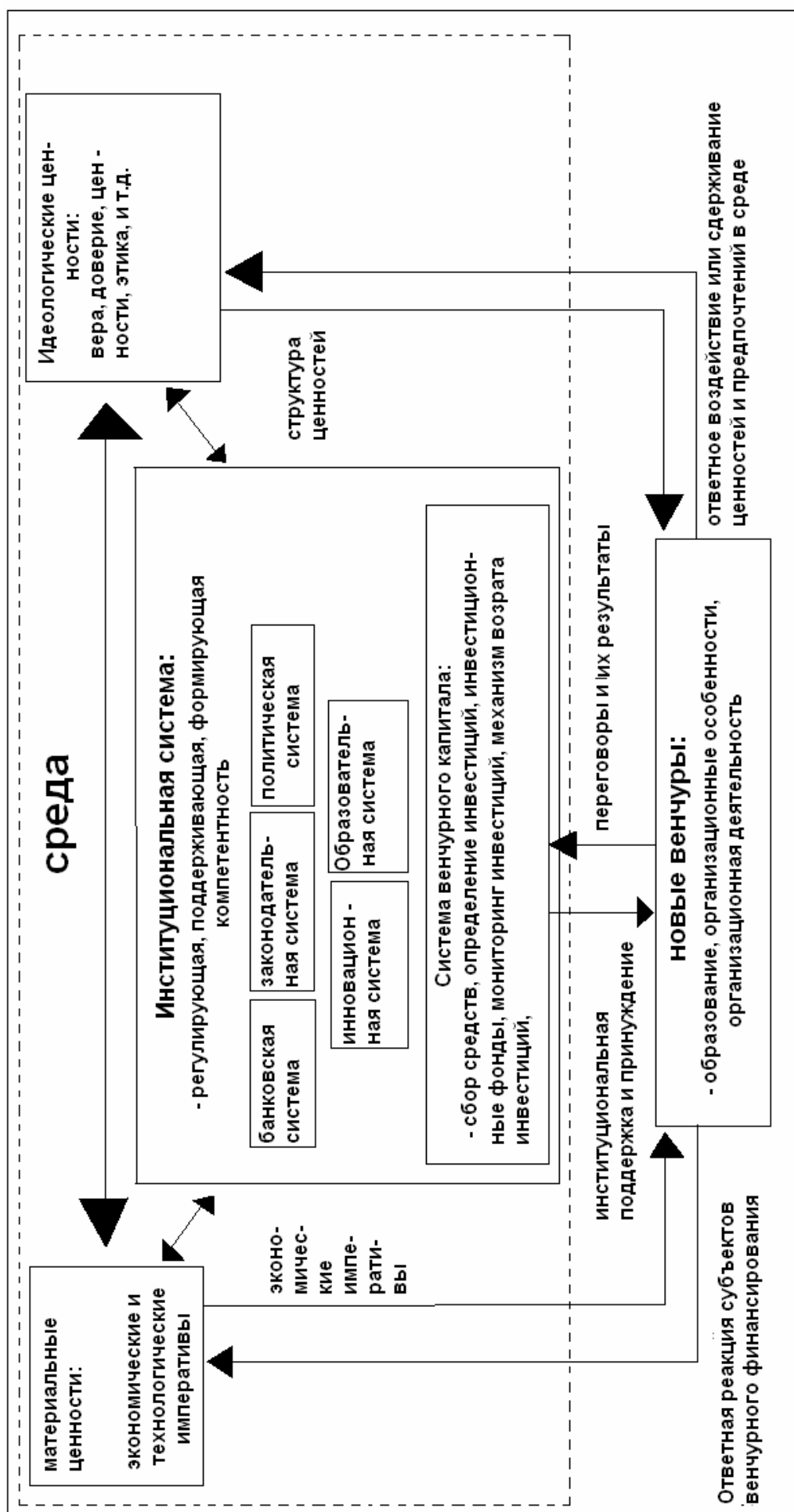


Рисунок 1 - Институциональная среда венчурного финансирования

**4. Обосновано отсутствие целостно сформированного института финансирования российского венчурного бизнеса; доказано, что неспособность создания полного цикла финансирования инноваций российским венчурным бизнесом обусловлена, как неразвитостью общей институциональной среды, так и отсутствием прямых институтов венчурного капитала, необходимостью их сопряженности, комплементарности и использования различных инструментов воздействия на разные уровни; дополнительно аргументировано наличие таких многочисленных негативных эффектов как непрозрачность бизнес-процессов, высокий моральный риск, чрезмерные транзакционные издержки, тенденция к оппортунистическому поведению в деятельности субъектов, декларирующих своей целью финансирование российского венчурного бизнеса.**

Для создания конкурентоспособного и эффективно действующего российского венчурного бизнеса в качестве необходимого элемента инновационной экономики требуется обеспечение взаимодействия всех агентов государственного и частного сектора в процессе финансирования и доведения до коммерческой реализации передовых научно-технических разработок. Для достижения данной цели необходима сопряженность институциональной среды и прямых институтов венчурного финансирования.

Показано, что несовершенство институциональной среды венчурного финансирования связано со следующими аспектами: отсутствием четкой нормативно-правовой базы, определяющей статус наукоемкого венчурного бизнеса в академической среде, включая университеты, научно-исследовательские институты, инновационно-технологические бизнес-инкубаторы, и т.д., неэффективным антимонопольным законодательством, не способным обеспечить конкуренция и кооперацию малого и крупного бизнеса в сфере производства инноваций, а также создать систему государственного заказа на инновации венчурного бизнеса; дополнительным элементом является слабое корпоративное законодательство и несовершенство института интеллектуальной собственности, которые в совокупности характеризуются неспособностью создания механизма распределения ответственности, защиты интересов и урегулирования взаимоотношений между разработчиками интеллектуальной продукции и менеджментом венчурного бизнеса.

Обоснованно, что неразвитость прямых институтов венчурного финансирования проявляется в следующих элементах: отсутствие адекватного потребностям венчурного бизнеса корпоративного законодательства, отсутствие законодательной базы функционирования рынка капитала для молодых, быстро растущих компаний, отсутствие формальных институциональных основ деятельности посредников на рынке венчурных инвестиций, отсутствие нормативно-правовой базы использования средств пенсионных фондов и крупных институциональных инвесторов в российских фондах венчурного капи-

тала, отсутствие нормативно-правовой базы перераспределения государственных средств на финансирования наукоемкого венчурного бизнеса в рамках специализированных программах.

Доказано, что в результате не адекватного потребностям венчурного бизнеса институционального обеспечения возникают следующие проблемы: риск оппортунистического поведения одной из сторон (предпринимателя или инвестора) в случае изменения коммерческих перспектив компании, несогласие сторон по разделу выручки при «выходе» из компании, ее ликвидации или продаже, риск «разводнения» доли какой-либо стороны, отсутствие прозрачности «прозрачности» и управляемости бизнеса, чрезмерная бюрократизация. Важнейшей причиной, тормозящей развитие института венчурного финансирования в России, является неразвитость неформальных коммуникативных социальных сетей предпринимателей и инвесторов венчурного бизнеса, по причине которой в российской деловой практике отсутствует культура рискованного финансирования со стороны добровольных инвесторов, т.н. «бизнес-ангелов».

**5. Предложены рекомендации по эволюционному развитию и дальнейшему совершенствованию функционирования института финансирования российского венчурного бизнеса, включающие такие элементы как создание общей институциональной среды для национального венчурного бизнеса, имплантация институтов регулирования, мониторинга и перераспределения венчурных инвестиций, а также усиление роли государства в качестве агента и одновременно гаранта безопасности инвестирования на начальных этапах развития института.**

Комплекс рекомендательных мер по развитию института инновационного финансирования российского венчурного бизнеса включает в себя создание институциональной среды для деятельности венчурного бизнеса, развитие института посредников на рынке инвестиций венчурного капитала и разработку нормативно-правовой базы для деятельности государства в качестве агента и гаранта венчурных инвестиций.

Основные направления совершенствования институциональной среды для венчурного бизнеса заключаются в создании ряда следующих сопряженных институтов: совокупности институтов, обеспечивающих статус наукоемкого венчурного бизнеса в академической среде, включая нормативно-правовую основу специального режима налогообложения, формальных институтов, предусматривающих кооперацию венчурного бизнеса с крупными компаниями в процессе производства инноваций, а также при заключении субподрядных контрактов с государственными организациями.

Создание института функционирования профессиональных посредников и важнейших агентов венчурного инвестирования, независимых фирм венчурного капитала, требует ряд доработок. Во – первых, совершенствования

корпоративного законодательства в области создания более прозрачных процедур ведения бизнеса, разработки конкретных норм, правил и механизмов по защите прав, распределения ответственности и определении долей собственности между инвесторами, разработчиками и менеджерами в венчурном бизнесе. Во – вторых, существует необходимость создания нормативно-правовой основы функционирования рынка капитала для молодых быстро растущих компаний, в том числе специальных процедурных механизмов использования опционов при реализации доли инвестора в компании. В – третьих, важно отметить формирование нормативно-правового законодательства, позволяющего крупным институциональным инвесторам и пенсионным фондам инвестировать часть средств в высоко рискованные активы, а так же упрощение требований регистрации венчурных фондов и отмена двойного налогообложения для инвестиций, направляемых в венчурный фонд. В качестве системы принуждения к исполнению обязательств сторон и гаранта соблюдения правил требуется усилить прозрачность функционирования арбитражной судебной системы.

Необходимо также расширить сферу компетенции государства, как агента, так и гаранта венчурных инвестиций. Для достижения этой цели необходимо совершенствование правовых основ бюджетного и частно-публичного (смешанного) инвестирования инновационных проектов путем встраивания в него необходимых норм и правил рискованного финансирования совместно с профессиональными посредниками рынка венчурного капитала. В качестве важнейшего элемента данного института видится эффективная система контроля за расходованием бюджетных средств в рамках специальных государственных программ поддержки инновационного бизнеса, в которых профессиональные посредники должны выполнять все необходимые функции агента инвестирования.

**Основные положения диссертации изложены в следующих публикациях:**

**Статья в журнале, рекомендованном ВАК:**

1. Акельев Е.С. Венчурный бизнес: состояние и перспективы Томской области / Е.С. Акельев // Вестник Томского государственного университета. – 2007. – № 300 (II), июль. – С. 12–15. (0.5 п.л.)

**Публикации в других научных изданиях:**

2. Акельев Е.С. Особенности венчурного финансирования инновационных проектов / Е.С. Акельев // Актуальные проблемы развития внешнеэкономических связей в условиях глобализации : материалы международной научно-практической конференции. 23–24 апреля 2007 г. / ОрелГТУ. – Орел, 2007. – С. 391–395. (0.2 п.л.)

3. Акельев Е.С. Роль венчурного финансирования в устойчивом развитии экономики России / Е.С. Акельев // Факторы устойчивого развития экономики России на современном этапе (федеральный и региональный аспекты) : сборник статей VI Всероссийской научно-практической конференции. – Пенза, 2008. – С. 28–30. (0.1 п.л.)

4. Акельев Е.С. Роль бизнес-ангелов в венчурном финансировании / Е.С. Акельев // Инновации в экономике : сборник статей III Всероссийского экономического форума студентов, аспирантов, молодых ученых. Томск, 3–7 марта 2008 г. / Том. гос. ун-т. – Томск, 2008. – С. 127–129. (0.1 п.л.)

5. Акельев Е.С. Сравнительный анализ венчурного финансирования в экономиках США и России / Е.С. Акельев // Энергия молодых – экономике России : Девятая международная научно-практическая конференция студентов и молодых ученых. 10–22 мая 2008 г. / Том. политех. ун-т. – Томск, 2008. – С. 219–226. (0.2 п.л.)

6. Акельев Е.С. Венчурный бизнес в экономиках ЕС и России: сравнительный анализ / Е.С. Акельев // ЕС и Россия в XXI веке : материалы международной научно-практической конференции / под ред. А.Г. Тимошенко, С.М. Юна. – Томск : Ветер, 2008. – С. 219–226. (0.4 п.л.)

7. Акельев Е.С. Основные направления совершенствования механизмов венчурного финансирования / Е.С. Акельев // Инновации в экономике : VI Всероссийский экономический форум студентов, аспирантов, молодых ученых. 3–7 марта 2009 г. / Том. гос. ун-т. – Томск, 2009. – С. 3–4. (0.1 п.л.)

8. Акельев Е.С. Актуальные проблемы конкурентоспособности отечественного венчурного бизнеса в условиях несовершенных институтов развития инноваций / Е.С. Акельев // Актуальные проблемы современного менеджмента : III Всероссийская научно-практическая конференция : материалы конференции. 28 апреля 2009 г. – Томск : Изд-о Том. гос. педагог. ун-та, 2009. – С. 6–9. (0.1 п.л.)

9. Акельев Е.С. Венчурное финансирование как объект институционального анализа / Е.С. Акельев // Вестник томского государственного университета. Сер. Экономика. – 2009. – № 3 (7). – С. 5–13. (0.5 п.л.)