**Алмат Алиев**

**(Астана, Казахстан)**

**ВЕНЧУРНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ – СВОБОДНОЕ РЕШЕНИЕ В УСЛОВИЯХ РЫНОЧНОЙ НЕСОСТОЯТЕЛЬНОСТИ**

Статья посвящена венчурным инвестициям – как одному из драйверов инноваций и перехода от сырьевой направленности экономики государства   
к высокотехнологичному индустриально-инновационному типу развития –  
к экономике основанной на знаниях.

Очевидно, тенденция развития инноваций стала наиболее актуальной темой текущего десятилетия. Казахстан в данном случае не стал исключением, о чем свидетельствуют неоднократные упоминания Президентом Республики Казахстан о необходимости внедрения индустриально-инновационной политики. В результате, на сегодняшний день, реализуется Государственная программа индустриально-инновационного развития Республики Казахстан на 2015-2019 годы. После распада Советского Союза наиболее актуальной задачей Правительства страны являлось становление независимого государства и выработка соответствующих систем регулирования. На тот момент отсутствовала возможность выделения средств для поддержания и развития промышленности. В следствие чего многие предприятия были ликвидированны, либо «застряли» на том этапе развития, который был достигнут ранее. Современные же реалии таковы, что для создания конкурентноспособной экономики государства необходимо индустриально-инновационное развитие промышленности. Однако инновационные проекты зачастую имеют достаточно высокий уровень риска. В связи с этим, появилась необходимость улучшения системы привлечения венчурных и прямых инвестиций в экономику страны.

В данной статье рассматриваются факторы и причины определенного типа рыночной несостоятельности инновационных компаний: асимметрия информации, неблагоприятный выбор и моральный риск; будут рассмотрены последствиярыночной несостоятельности. Также в статье объясняется, как венчурные инвестиции способны смягчить некоторые из указанных проблем рыночной несостоятельности и обеспечить финансирование высокорисковых проектов. Источниками информации, представленных в данной статье, являются работы Б. Холла и Дж. Ленера, М. Пенедера и Стивена Н. Каплана, П. Стромберга.

Информационная асимметрия возникает, когда инсайдеры, например предприниматели, лучше осведомлены о деятельности и рисках инвестиционного проекта, чем ее инвесторы и кредиторы. Риск отрицательного экономического эффекта от инвестиций и моральный риск со стороны предпринимателявозникает из-за разделения собственности и управления компанией.У предпринимателя есть стимул участвовать в управлении, но это не является оценочным фактором для инвесторов. Неблагоприятный выбор инвестицийи моральный риск – это так называемые посредническиезатраты, которые могут возникать только при наличии асимметрии или неравномерного доступа к информации.

Чтобы наглядно продемонстрировать эти суждения, рассмотрим предпринимателя, желающего воспользоваться традиционным банковским займом. Когда существуетасимметрияв доступе к информации о потенциале инвестиционного проекта, банк не может точно контролировать риски предпринимателя. Банку также недоступна информация обувеличениипредпринимателем операционных рисков после получения заемных средств. После получения кредитного финансирования, уровень риска сдвигается.Толчком кизменению уровня риска является моральный риск. При этомсобственный капитал можно рассматривать как «колл» опцион (опцион на покупку), а долг можно рассматривать как безрисковый актив за вычетом «пут» опциона (опцион на продажу) компании (см. Рисунок 1).

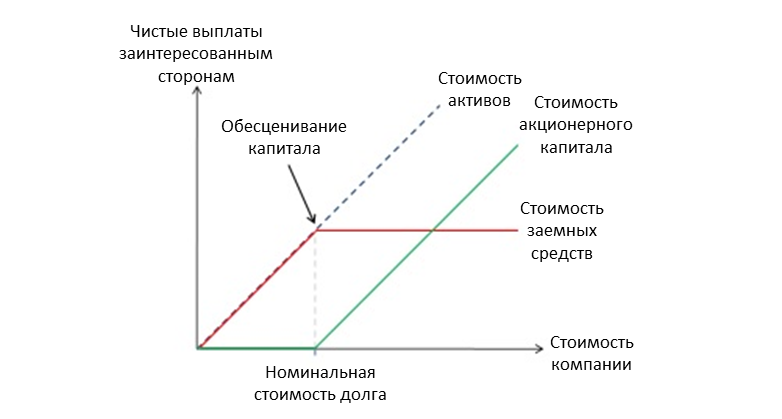


Рисунок 1– стоимость средств финансирования компании для предпринимателя

Одним из драйверов стоимости опционов является волатильность, или риск базового актива, которым в данном случае является компания-реципиент. Большая волатильностьповышает ценность опциона, потому что вероятность получения более высоких выплат увеличивается. Это применимо к обоим опционам - «колл» и «пут». Другими словами, у предпринимателя, являющимся владельцем акций, или владельцем опциона на покупку, есть стимул увеличить риск фирмы, увеличивая тем самым вероятность более высокихвыплат.   
С другой стороны, повышенный риск компании снижает ценность кредитования, поскольку стоимость заемных средств равна разнице между безрисковыми инвестициями и стоимостью «пут» опциона (putoption). До тех пор пока банк не сможет достоверно оценить предпринимательскую деятельность и скорректировать процентные ставки по заемным средствам  
в соответствии с повышенным риском фирмы, предприниматель расположен   
кувеличению степенириска, и тем самым увеличивает стоимость капитала   
за счет банка.

Проблема информационной асимметрии не ограничивается кредитным финансированием. В случаеполученияинвестиционного капитала от внешних инвесторов для предпринимателя открываетсявозможность получениявыгоды от информационной асимметрии, что может привестик расточительным расходам (например, слишком большой офис, корпоративные вечеринки, дорогие служебные автомобили и прочее). Предпринимательполучает непропорциональную выгоду, при этом, не несет полной стоимости затрат. Большинство инвесторов с осторожностью относятся кподобным проблемамии требуют более высокую ставку прибыли, чем в случае формирования внутреннего капитала. Даже если руководство компании достаточно мотивированона максимизациюстоимости акционерногокапитала, информационные асимметрии могут сделать процесс привлечения внешнихинвестиций более дорогостоящим или даже полностью исключить его [1].

Исходя из вышеизложенного, можно резюмировать, чтокомпании, которые особенно подвержены асимметричности информации и не имеют достаточных материальных активов для обеспечения, скорее всего, не получат традиционного вида финансирования от банков или внешних инвесторов. Таким образом, есликомпанияне может сгенерировать достаточно денежных средств, планируемые инвестиционные проекты немогут быть реализованы.

Майкл Пенедерв своей статье «Влияние венчурного капитала на инновационное поведение и рост фирмы» объясняет это по-разному. Он пишет: «В идеальныхусловиях рынка без проблем информационного доступа, для инвесторов с нейтральным отношением к риску количество финансово-осуществимых проектовопределяется, исключительно,размером ожидаемой прибыли, и, следовательно, независит от степени волатильности Var (π)». Далее он дополняет: «В условиях несовершенного рынка с проблемой разного уровня доступа к информациивозникают дополнительные затраты, связанные снеобходимостью более тщательного анализа и процесса мониторинга, чтобы снизить проблемы неблагоприятного «выбора обратного» и морального риска». В заключении он указывает, что в такой ситуации возникает финансовый разрыв, так как в связи с увеличившейся затратной частью на мониторинг, консалтинг и управление некоторые проекты больше не считаются финансово-осуществимыми (даже если ожидалось, что прибыль будет положительной в условиях достоверного информационного обеспечения). В данном случае   
М. Пенедерзатрагивает важное понятие воздействия риска на возврат вложенных инвестицийпри существующей проблемеасимметричной информации; количество финансово-осуществимых проектов для инвесторов с нейтральным отношением к риску не зависит от риска проекта, а определяется взаимодействием риска и ожидаемой прибыли. Это объясняется тем, что чем выше неопределенность, тем выше затраты на преодоление информационной асимметрии, и тем выше уровень прибыли,требуемыйинвестором. Также, сделаем вывод о том, что инвесторы не нейтральны к риску, что более соответствует действительности, а скорее неохотно идут на риск, то влияние информационной асимметрии является более выраженным [2]. Данный эффект проиллюстрированна Рисунке 2.

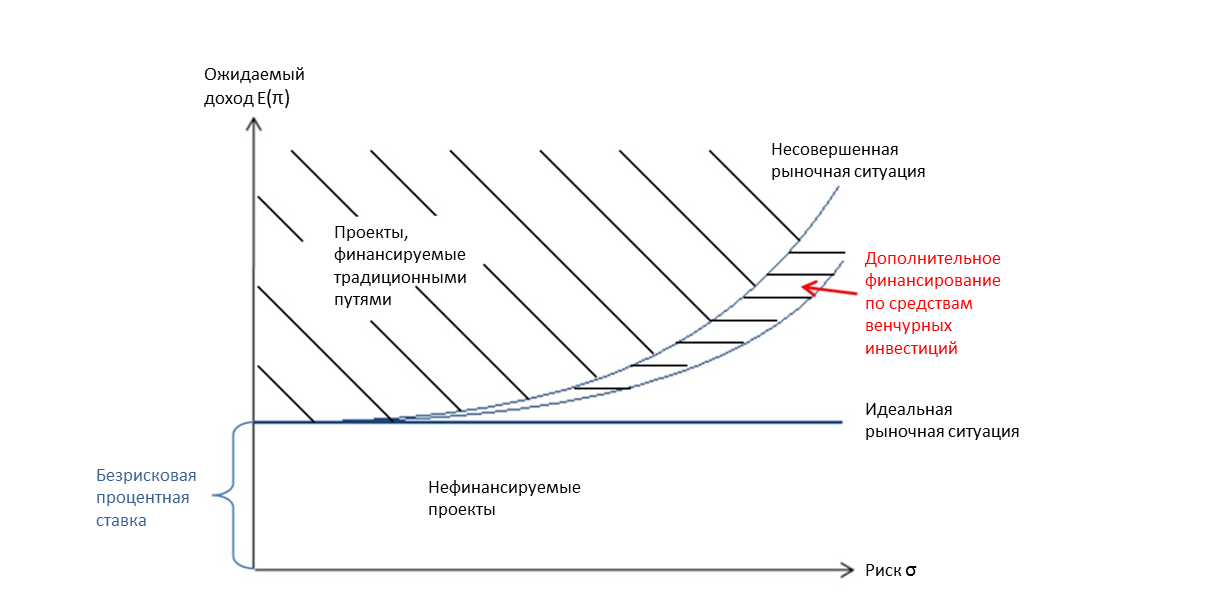


Рисунок 2 – Финансирование проектов в условиях совершенного и несовершенного рынков

Идеальные условия рынка, упомянутые на рисунке выше, предполагаютсовершенные рынки безналогового капитала, отсутствие посреднических издержек, свободный доступ к информации и инвесторов с нейтральным отношением к рискам. К условиям несовершенногорынка добавляются информационная асимметрия и инвесторы с отрицательным отношением к риску, но сохраняются предположения об отсутствии налогов и посреднических издержек.

В условиях идеального рынка инвесторы готовы финансировать любые проекты с ожидаемой доходностью выше безрисковойпроцентной ставки. В условиях несовершенного рынка инвесторы по-прежнему готовы финансировать проекты с ожидаемой доходностью близкой к безрисковойпроцентной ставке, когда неопределенность по проекту очень низка (т. е. когда затраты, связанные с преодолением информационной асимметрией, незначительны). По мере увеличения неопределенности проекта и увеличения затрат на уменьшение информационной асимметрии инвесторы будут требовать более высокие ставки доходности по проекту, чтобы компенсировать повышенный риск и большие расходы для получения необходимой информации.

По самой своей природе молодые научно-исследовательские компании в высокотехнологичных IT отраслях и биотехнологиях наиболее подвержены проблемам информационной асимметрии и высоких посреднических издержек. У молодыхкомпаний нетотчетов по исторической деятельности, что увеличивает неопределенность в отношении их будущих операционных и финансовых показателей. Компании, занимающиеся исследованиями и разработками (R&D), также имеют весьма неопределенное будущее касательно окупаемости их исследовательских усилий.Кроме того, у них нет значительных материальных активов, которые могут быть предоставлены в качестве залога. Инвестиции в научно-исследовательские и опытно-конструкторские фирмы равнозначны покупке «колл» опциона (calloption) на конкретныйпроект в области НИОКР. Кроме того, поскольку высокотехнологичные информационные технологии и биотехнологии настолько сложны и прогрессивны, для анализа их работы и потенциала необходима достоверная экспертиза. Следовательно, компании, которым присущи вышеуказанные особенности, наиболее подвержены проблемам информационной асимметрии и существенных посреднических издержек. Таким образом, большинство венчурныхфондов будут инвестировать в компании, где они имеютнаибольшее преимущество ввидусвоего опыта в проведении экспертизы для выбора, мониторинга и управлении компании [3].

Существует один – последний инструмент, помимо анализа и мониторинга, который венчурные инвесторы используют, чтобы уменьшить стимул к деструктивному поведению со стороны предпринимателя. Данный инструмент дал индустрии венчурного капитала репутацию, своего рода, «вора» проектов. Этот инструмент был изучен Капланом и Стромбергом.Они описали, каким образом венчурные инвесторы распределяют право собственности и вовлечение в управление компанией в зависимости от финансовых и нефинансовых показателей. Если компания в портфеле венчурного инвестора работает плохо, то венчурные инвесторы берут под свой контроль полное управление компанией. По мере улучшения показателей деятельности компании управление постепенно переходит обратно к предпринимателю. Если компания преуспевает, венчурные инвесторы отказываются от большинства своих прав на управление, но сохраняют свою долю собственности [4]. Поэтому, чтобы сохранить контроль и право управления своей компанией, предприниматель должен упорно трудиться, чтобы обеспечить хороший прогресс и производительность.

**Литература:**

1. Lerner, J.The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program, Journal of Business, vol. 72(3), University of Chicago Press, 1999. – 285-318с.
2. Peneder, M. The Impact of Venture Capital on Innovation Behavior and Firm Growth, Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, Vol. 12(2), 2009. – 83-107с.
3. Hall, B. & Lerner, J. The Financing of R&D and Innovation, National Bureau of Economic Research, Working paper, 2009.
4. Kaplan, S. N. & Stromberg P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity, Journal of Economic Perspectives, vol. 23(1), 2009. – 121-46с.

**Научный руководитель:**

кандидат экономических наук, и.о. профессора Кенжебаева А.А.