

зования системного подхода к банковской деятельности, детально-го определения приоритетов в отборе показателей – критериев эффективности.

<http://edoc.bseu.by>

УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ, ИНВЕСТИРОВАННЫМ В МАЛЫЙ ИННОВАЦИОННЫЙ БИЗНЕС

В.Л. Тарасевич, Т.Н. Кондратьева
БГЭУ, Минск

В настоящее время в Республике Беларусь декларировано *инновационное развитие экономики*. Такое развитие в условиях перехода республики к рыночным условиям хозяйствования является вполне реальным. В советский период действовавший в том числе и в научно-технической сфере принцип планового развития, а также разрыв между наукой и производством были серьезными препятствиями для развития научной и внедренческой деятельности. На современном этапе для успешной реализации поставленной цели необходимо изучать и внедрять на практике опыт других государств.

Зарубежный опыт показал, что наибольшие доходы инвесторы получают от инвестиций именно в инновационную сферу. Наиболее эффективно инновационная деятельность развивается в рамках малого бизнеса. Соответственно, желая получить наибольший процент на капитал, инвесторы стремятся вкладывать свои средства в малые инновационные фирмы.

Основной формой развития инновационного предпринимательства в развитых странах мира является венчурный бизнес, где инвесторы могут реализовать свою основную цель – достижение многократного прироста капитала путем финансирования производства новых товаров, услуг, внедрения новых технологий. К важнейшим институциональным инвесторам венчурного бизнеса относятся банки, пенсионные фонды, страховые компании. Помимо цели получения максимальной прибыли на вложенный капитал, они имеют и другие интересы для участия в *венчурной деятельности*. Так, для банков – это налаживание в процессе работы с *венчурами* деловых контактов со своими потенциальными клиентами, у кото-

рых многообещающие перспективы развития. Пенсионные фонды и страховые компании участвуют в венчурном предпринимательстве с целью капитализации средств во избежание их обесценения, с целью наращивания объемов фондов для выполнения своих обязательств перед клиентами.

Целью участия крупных корпораций в венчурной деятельности является выживание в условиях растущей конкурентной борьбы, быстро меняющихся условий внутреннего и международного рынков. Государство – как институциональный инвестор – может участвовать в венчурном финансировании с целью регулирования направлений, темпов развития научно-технического прогресса, решения экономических проблем (в том числе проблем дефицита бюджета), социальных проблем (в том числе проблемы безработицы). Примером такого участия может быть создание в 1982 г. в США в штате Мичиган при департаменте финансов специального отдела венчурного капитала, который в последующие четыре года инвестировал 160 млн долл. США в 30 высокотехнологичных фирм и 15 фондов венчурного капитала.

Банки, страховые компании, пенсионные фонды отказываются принимать участие в прямом рисковом финансировании, поскольку для них это будут чрезвычайно рискованные вложения по следующим причинам: отсутствие материального обеспечения под выделяемые финансовые ресурсы; капиталовложений в рисковые фирмы; высокая норма банкротств на начальной стадии существования венчуров. Поэтому, как правило, инвесторы предоставляют свой капитал финансовому посреднику – *фирме венчурного капитала* (ФВК), то есть участвуют в непрямом венчурном финансировании.

Непрямое рисковое финансирование иначе можно назвать *фондовым рисковым финансированием*. Инвесторы предоставляют свой капитал в венчурный фонд долговым или долевым (акционерным) методами. В первом случае капитал предоставляется на условиях возвратности, срочности, платности, возможности перевода в простые акции всех средств, вложенных в форме ссуд. Последнее условие выступает в качестве косвенной гарантии от полной

потери инвесторами своих средств в случае банкротства венчурного предприятия. При этом инвесторы получают возможность приобрести предприятие, а точнее реформируют задолженность в собственность и прилагают все усилия к тому, чтобы вывести предприятие из кризисного состояния, а затем с выгодой для себя продать.

При долевом (акционерном) финансировании индивидуальные инвесторы на предоставленный ими капитал получают акции (обычные или привилегированные), то есть становятся совладельцами инвестируемого объекта. Они получают право участвовать в распределении прибыли венчура, в распоряжении его активами пропорционально вложенным средствам. При этом методе финансирования инвесторы не ожидают возврата средств венчуром, свою прибыль они предполагают получить по завершении венчурного процесса после реализации акций венчура на фондовом рынке.

Акционерный метод может предусматривать приобретение инвесторами не только акций самого венчура, но финансового посредника, например, инвестиционных сертификатов. Финансовый посредник в этом случае может выполнять либо чисто посредническую функцию, то есть купить акции венчура и передать их в руки инвестору для дальнейшего самостоятельного управления этими акциями, либо, помимо оформления продажи акций, он может взять на себя обязанности по управлению акциями путем формирования портфеля ценных бумаг и размещения капитала по различным венчурным проектам.

При долевом методе финансирования в качестве косвенной гарантии от полной потери инвесторами своих средств в случае банкротства венчурного предприятия инвесторы требуют, чтобы условием выпуска привилегированных акций была их обратимость в простые акции в случае неуплаты дивидендов или основной суммы долга.

Обращение к услугам посредника дает инвестору определенные выгоды, в частности, следующие:

1) *организационные* – возможность участия в финансируемом проекте (в подборе кадров венчура), пользоваться конфиденциаль-

ной информацией (знакомиться с проектами, другими инвесторами);

2) *финансовые* – экономия в расходах по управлению капиталом, снижение степени риска финансовых вложений, разделение между группой инвесторов возможных убытков в результате неудачных капитальных вложений; получение нормы прибыли, превышающей среднерыночную;

3) *экономические* – инвестор освобождает себя от функций по выбору объекта инвестирования, контроля, анализа за состоянием объекта инвестирования, вложенного капитала, состоянием и динамикой ситуации на фондовом рынке; снимает с себя ответственность за управление капиталом.

Таким образом, инвесторы, с одной стороны, перекладывают ответственность за результаты управления на финансового посредника, с другой стороны, получают право участвовать в управлении капиталом. Участие инвесторов в управлении ограничивается их долей в общем капитале. Как правило, инвесторы не участвуют в оперативном управлении предприятием. Текущие вопросы функционирования венчура решает руководство предприятия. Инвесторы участвуют в управлении в двух формах: 1) путем вхождения в состав совета директоров; 2) через назначение на должность управляющего финансами своего представителя.

Чтобы не обременять себя обязанностями по оперативному управлению предприятием, владельцы венчурного капитала редко становятся владельцами контрольного пакета акций. При значительных вложениях достигается это следующим способом: часть денег вкладывается в обычные акции, но так, чтобы их доля в собственном капитале венчура не превышала 50 %; остальные средства предоставляются в виде займа или вкладываются в привилегированные акции.

Реализуют инвесторы право на управление капиталом путем участия в разработке бизнес-плана венчура, участвуя наряду с финансовым посредником в финансовом планировании, аналитической, контрольной работе. Рассмотрим некоторые аспекты управленческой деятельности инвесторов.

Видами управленческой деятельности инвесторов выступают

определение отраслей (или отрасли) вложения капитала, конкретных проектов для инвестирования с целью снижения риска от вложения средств; участие в учреждении фирмы – финансового посредника, участие в формировании инвестиционной стратегии с тем, чтобы учесть свои интересы от вложения средств; определение степени риска вложений; участие в подборе управляющих для фирмы финансового посредника и венчура; участие в распределении прибыли.

Задачами венчурного капиталиста при финансовом планировании являются следующие: определение целесообразности финансирования конкретного венчурного проекта; определение величины первоначальных инвестиций; прогнозирование ожидаемой через некоторое время рыночной стоимости предприятия (пропорционально этой стоимости будет определяться стоимость доли в нем венчурных капиталистов).

В ходе проверки бизнес-планов изучается произведенная предпринимателем оценка капитала создаваемой компании и факторы, от которых зависит эта оценка (перспективы экономического положения отрасли, предприятия; балансовый капитал компании; способность предприятия выплачивать дивиденды; оценка репутации фирмы, ее связей и других нематериальных активов; оценка будущего спроса на акции предприятия; оценка стоимости фирмы, исходя из рыночной цены акций других компаний, выпускающих аналогичные товары или услуги, ожидаемые доходы). Расчеты производятся по каждому товару, изучается информация об амортизации, крупных одноразовых расходах, фонде заработной платы, арендных платежах и др.

Важной на этапе осуществления анализа и контроля является оценка прибыльности проекта. Минимальная прибыльность, которой должен характеризоваться проект, чтобы быть принятым, зависит от испрашиваемой суммы, этапа жизненного цикла венчура, типа инвестора. Обычно крупные инвесторы к финансированию принимают проекты, обещающие принести прибыль не менее 50-60 %. Минимальная сумма финансирования при этом в США составляет порядка 400 тыс. долл. Инвесторы проводят также ана-

лиз рисков, – с помощью экспертов рассчитываются вероятность технического, коммерческого успеха новшества, его жизненный цикл, общие издержки производства и обращения и прирост прибыли, обеспечиваемый за счет его внедрения. При выборе оптимального для инвестирования проекта из числа альтернативных применяются следующие критерии оценки: стоимость проекта, срок окупаемости затрат, стабильность поступлений потока наличности, уровень рентабельности с учетом фактора времени и темпов инфляции; соотношение среднегодовой рентабельности инвестиций и средней ставки банковского процента и др.

Разница между величиной инвестиций и предполагаемой в будущем рыночной стоимостью приобретаемой в предприятии долей должна быть такой, чтобы, как минимум, обеспечить требуемую данным инвестором годовую (квартальную, месячную) ставку доходности с учетом рисков инвестирования. Прогнозные оценки величины будущей рыночной стоимости предприятия можно осуществлять разными методами, но наиболее приемлемыми из них являются методы компании-аналога и дисконтированного денежного потока.

Финансовый результат проекта для инвесторов определяется как доля в увеличенной стоимости фирмы на момент продажи акций венчура. Эта стадия процесса реализации проекта венчурного инвестирования называется *выводом* (или *выходом*) *венчура из бизнеса*. Предприниматель и инвестор заранее оговаривают некоторые общие моменты выхода, обсуждая примерные сроки и выбирая устраивающий обе стороны способ выхода, связанный, как правило, с трансформацией организационно-правовой формы предприятия. Как финансовый процесс, вывод капитала из бизнеса представляет собой реализацию ценных бумаг венчура (фонда). Капитал выводится из бизнеса в случае успеха (инвесторы получают прибыль) предприятия или его банкротства (инвесторы несут убытки). Существует два основных метода вывода капитала из бизнеса: 1) выход на биржу (то есть превращение компании в акционерное общество открытого типа); 2) продажа акций венчура крупной корпорации, владельцам предприятия или управляющим, другой вен-

чурной компании, другому финансовому учреждению и функционирование предприятия в соответствии с целями новых владельцев.

Таким образом, управление венчурным предприятием как инструментом инновационного развития включает все существующие этапы менеджмента, начиная от управления генерацией идеи и заканчивая управлением выводом венчура из бизнеса. При этом основные проблемы менеджмента связаны с повышенной неопределенностью реализации продукции венчурного предприятия, являющегося товаром-новинкой на рынке, и, соответственно, значительно большими трудностями в поисках инвесторов, для которых определяющим является норма прибыли на капитал. В таких условиях именно успешное управление венчурным процессом на всех этапах, а не просто наличие перспективной идеи может служить гарантией коммерческого успеха венчурного предприятия.

Сложность развития венчурного бизнеса в Республике Беларусь связана, прежде всего, с неразвитостью рыночной инфраструктуры, в частности, рынка ценных бумаг, повышенной инфляцией, срывающей инвестиционную активность институциональных инвесторов, а также практически отсутствием квалифицированных управленческих кадров, способных обеспечить реализацию венчурного процесса. Именно эти вопросы являются ключевыми, требующими первоочередного решения для обеспечения инновационного развития отечественной экономики.

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ ОТРАСЛЕЙ И ПРЕДПРИЯТИЙ РАЗЛИЧНЫХ ФОРМ СОБСТВЕННОСТИ В БРЕСТСКОЙ ОБЛАСТИ

*Е.В. Филипенко,
Пинский филиал БГЭУ*

Острая борьба за лидирующее место в экономике заставляет пристально изучать мировые экономические тенденции, влияющие на эффективность национальной экономики. Выявляются значитель-