

10.15. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ОПТИМАЛЬНЫХ РАЗМЕРОВ ОТРАСЛИ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА США

Шарипов Д.М., аспирант Высшей школы экономики,
кафедра «Фондового рынка и рынка инвестиций»,
ведущий аналитик

ООО «Инвестиционная компания
«Эм Джи Секьюритиз»

Сегодня в индустрии венчурного капитала США наблюдается переломный момент. В течение последних трех десятилетий отрасль успешно развивалась, выступая финансовым катализатором быстрорастущих компаний во всем мире. Однако сейчас можно наблюдать снижение доходности в этой отрасли по сравнению с бурным ростом конца 1990-х гг. В данной работе рассматривается один из аспектов будущего отрасли венчурного капитала, а именно – ее размеров. Каковы должны быть размеры отрасли в части финансовых обязательств участников? Должна ли отрасль расширяться, чтобы бизнес мог успешно решать проблемы, которые стоят перед обществом? Или должно произойти сокращение отрасли, и она должна стать еще более рискованной и вместе с тем еще более доходной? Какова роль венчурного капитала в будущем?

РОЛЬ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА

Нельзя недооценивать важность отрасли венчурного капитала. Несмотря на свою молодость, эта область инвестиционного бизнеса достигла немалых результатов. Многие из наиболее известных и успешных компаний, таких как Apple, Google, Genentech, Home Depot, Microsoft, Starbucks, Cisco и другие, начали свое существование именно благодаря венчурным инвестициям. Национальная ассоциация венчурных инвестиций (The National venture capital association), основной лоббист отрасли, утверждает, что, согласно проведенным исследованиям, компании возникшие с 1970-го по 2005 г. создали более 10 млн. рабочих мест и заработали к 2005 г. 2,1 трлн. долл., что соответствует 17% валового внутреннего продукта (ВВП) Соединенных Штатов. Озвученные цифры впечатляют, но то, что венчурный капитал играл важную роль в основании этих компаний, не всегда говорит о том, что эти компании обязаны венчурному капиталу в большей степени, чем например, поставщику электроэнергии. В то время как поставщик электроэнергии один, поставщиков венчурного капитала существует множество, и меньшая или большая по размерам венчурная компания достигла бы аналогичного, а то и большего успеха, фондируя те же компании. Конечно, провести эксперимент для разграничения венчурного капитала и компаний, в которые он был инвестирован, и определить итоговый результат их взаимодействия – не представляется возможным. Однако мы имеем некоторые факты. Например, известно, что только незначительный процент (менее 1%) из более чем 600 тыс. новых предприятий, создаваемых в США ежегодно, получают венчурное финансирование [3]. Эти пропорции не претерпели изменений в последние годы и вряд ли изменятся в будущем. Большинство компаний, создаваемых в США, какой бы период мы не рассматривали, являются частными индивидуальными предприятиями, которым не требовалось венчурное финансирование, в виду их небольшой капиталоемкости. Потребность в венчурном капитале более выражена среди быстрорастущих компаний, чем среди индивидуальных предприятий или компаний сектора ус-

луг. Такие компании, тем не менее, представляют лишь незначительную долю среди создаваемых предприятий. Среди 900 самых успешных и быстрорастущих частных компаний в США, созданных за последние 10 лет, выявлено, что только приблизительно 16% из этих предприятий имели венчурное финансирование [4]. Иными словами, венчурное финансирование имели меньше одной пятой из числа созданных компаний. Причем, отсутствие венчурного финансирования объясняется отсутствием необходимости.

Тем не менее, такое положение дел несколько не умаляет роли венчурного капитала в финансировании быстро растущих компаний. Внешние источники капитала иногда требуются частным компаниям на ранних этапах, поэтому основную поддержку часто оказывает существующий класс профессиональных инвесторов, имеющих финансовые ресурсы.

ДОХОДНОСТИ ОТРАСЛИ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА

Каково дальнейшее направление развития отрасли венчурного капитала? Существует множество возможностей для бизнеса и для венчурного капитала. Специфические области широки – от способов лечения болезней и производства лекарств до мобильных технологий. Во всех этих областях в ближайшие годы, несомненно, появятся крупные и успешные компании, некоторые из которых обязательно будут фондироваться венчурным капиталом.

Для того чтобы финансировать бизнес на постоянной основе и косвенно приносить общественное благо, отрасль венчурного капитала должна быть жизнеспособна – она должна предлагать инвесторам соответствующие доходности. На данный момент не существует гарантий того, что американская отрасль венчурного капитала способна и будет давать инвесторам соответствующий доход. Подсчет доходностей венчурных инвестиций является сложной задачей, если учитывать ликвидность инвестиций, дюрацию, смещение отбора и т.д. [8, с. 1747-1748]. Тем не менее, доходности венчурных инвестиций должны быть скорректированы на неликвидность и долгосрочную природу инвестиций. При вложениях на срок десять и более лет инвесторы ожидают намного более высокие доходности, чем на публичном рынке ценных бумаг, чтобы компенсировать неликвидность инвестиций и отсутствие вторичного рынка.

В табл. 1 показаны доходности за одно-, пяти- и десятилетний периоды по сравнению с фондовыми индексами за те же периоды. Сравнение рынка венчурного капитала с другими рынками осложняется тем, что венчурный капитал низколиквиден и не может быть оценен на регулярной основе. Тем не менее, пяти- и десятилетний периоды являются наиболее приемлемыми для сравнения, учитывая длительность периода вложений венчурного фонда. В то время как многие сравнивают доходности венчурных инвестиций с индексом S&P 500, который является индексом компаний с большой капитализацией, индекс Russell 2000, включающий компании с малой капитализацией лучше подходит для данных целей. Отрасль венчурного капитала превосходит индекс Russell 2000 на пяти- и десятилетнем горизонте инвестирования в показателях годовых доходностей, немного отставая лишь по результатам десятилетнего периода.

Таблица 1

ДОХОДНОСТЬ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА [7]

Наименование	1 год		5 лет		10 лет	
	Суммарно	За год	Суммарно	За год	Суммарно	За год
NASDAQ	- 41	- 41	- 21	- 4,70	- 28	- 3,20
S&P 500	- 38	- 38	- 19	- 4,10	- 27%	- 3
Russell 2000	- 35	- 35	- 10	- 2,20	18%	1,70
Венчурный капитал ¹	- 21		6		16	

Это десятилетие также включает эпизод с бумом dot-com, который значительно улучшает результаты индустрии венчурного капитала (совокупный объем IPO компаний, основанных на венчурном капитале в 1999-м и 2000 гг. был больше, чем совокупный объем за все года между 1994-м и 2008 гг. включительно). Согласно данным Cambridge associates [2], результаты отрасли за девятилетний период отрицательные. Если при этом исключить результаты, достигнутые в период бума в 1999 г., и добавить соответствующий дисконт за неликвидность, то доходность венчурных инвестиций окажется весьма сомнительной и уступающей доходности более ликвидных классов активов. Снижение доходности отрасли венчурных инвестиций – относительно недавний феномен. В 2003 г. доходность за пятилетний период по отрасли составляла более 20% [5], при этом она не была отрицательной начиная с 1990 г. Все изменилось в 2004 г., когда произошел кризис dot-com, который повлек за собой падение доходности отрасли за пять лет до отрицательных уровней, составивших -2,4% и -6,7% в 2004-м и 2005 гг. соответственно. С тех пор доходность отрасли лишь незначительно превышает отметку нулевой доходности. В чем причина этих изменений? Существует как минимум три возможные причины, и все они взаимосвязаны. Возможно, что в результате завышенных оценок и заниженных мультипликаторов в венчурные предприятия было вложено слишком много средств. Вторая причина может заключаться в сжатии конечных рынков, например уменьшении IPO, что не позволяло инвесторам получать доходности, которые они получали ранее. И, в конце концов, возможно, венчурный бизнес сам по себе столкнулся со структурными проблемами, поскольку ключевые рынки венчурного капитала, такие как телекоммуникационные и информационные технологии, долгое время являвшиеся локомотивом венчурной отрасли, теперь стали зрелыми и имеют стабильную доходность, в то время как новые революционные направления для венчурного капитала еще набирают оборот [1, с. 124-126]. Фокусируя внимание на последней предполагаемой причине низких результатов отрасли, возникает вопрос – является ли отрасль информационных технологий намного более зрелой отраслью по сравнению с тем, какой она была два десятилетия назад? С тех пор как Интернет предоставляет множество инвестиционных возможностей, включая финансовые инструменты таких компаний, как Google, сектор претерпел изменения. Компьютеры, корпоративное программное обеспечение и рынки сетей давно прошли период пика инноваций, когда они требовали значительных инвестиций на раннем этапе развития. В то же время большинство предприятий, занимающихся информационными технологиями, отмечают,

¹ Объединенные данные.

что сейчас для того, чтобы начать дело, требуется значительно меньшая доля тех средств, которые требовались для открытия компании десятилетие назад. Это объясняется еще и тем, что большая часть технологий находится в открытом доступе, и стоимость создания сети снизилась, также как маркетинговые затраты, так как значительная доля рынка рекламы перекочевала на Интернет-ресурсы. Несмотря на снижение стоимости (в долларовом выражении) более чем в два раза, венчурные инвестиции по-прежнему составили более половины всех инвестиций в Америке в 2008 г. (рис. 1, 2).

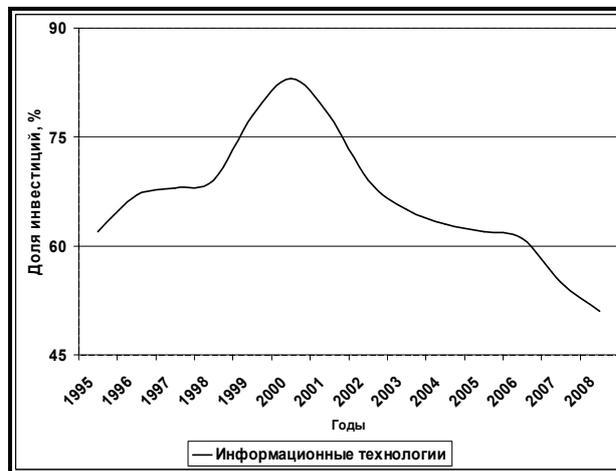


Рис. 1. Венчурные инвестиции по секторам: 1995-2008 [9]

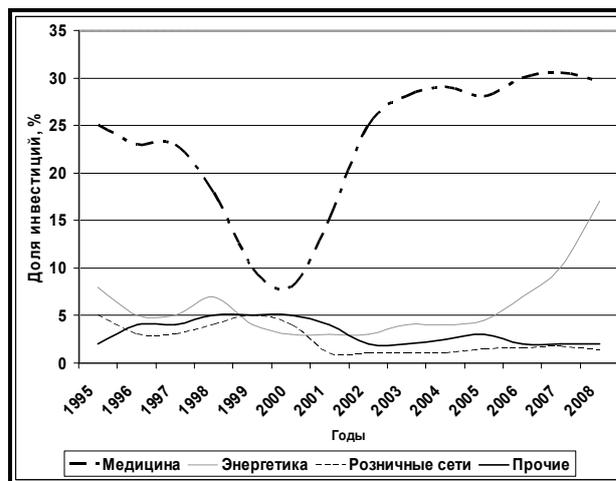


Рис. 2. Венчурные инвестиции по секторам: 1995-2008 [8]

Существует мнение, что причина низких результатов отрасли заключается в том, что доступ к IPO всегда был затруднен для молодых компаний, что исключало наиболее удобный способ получения первого дохода через размещение акций на бирже. Уже является фактом то, что размещение компаний, основанных на венчурном капитале, снизилось, и среднегодовое значение за период с 2004-го по 2008 г. составило 33 IPO, что немногим больше половины уровня в период Интернет-бума [10]. Компании, в том числе высокотехнологичные, успешно выходили на публичный рынок в прошлом десятилетии, сейчас же фондовые инвесторы стали в меньшей степени реагировать на появление молодых ком-

паний. Поскольку ключевые направления венчурных инвестиций становятся более зрелыми и менее капиталоемкими, а публичные инвесторы в меньшей степени готовы покупать молодые компании с низкой первоначальной доходностью, то становится очевидным, что главный вопрос для венчурных инвестиций заключается в капитале, а именно в его объемах. Необходимо учитывать уменьшающиеся возможности на потенциальных рынках для венчурных инвестиций. Два графика ниже показывают взаимосвязь между объемом венчурных инвестиций и их доходностью. График на рис. 3 показывает, как быстрый рост инвестиций между 1998-м и 2001 г. предзнаменовал снижение доходности данного класса активов и оказался совершенно случайным. Пятикратное увеличение инвестиций ограниченным числом сторон привело к коллапсу рынка, от которого сектор так и не восстановился до сих пор.

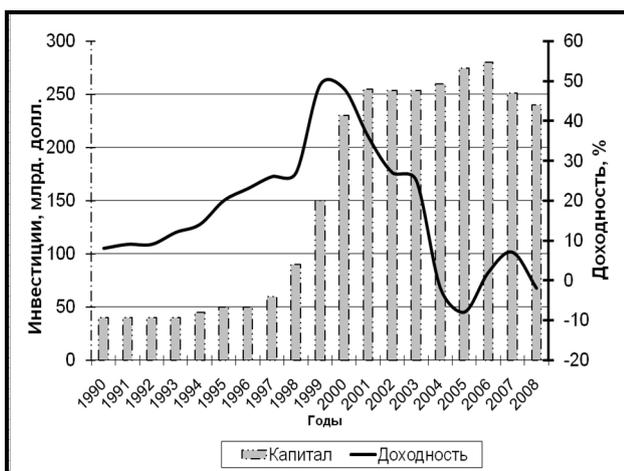


Рис. 3. Доходность и объемы венчурного капитала [6]

Ситуация будет выглядеть аналогичным образом, даже если венчурные капиталисты продолжают инвестировать в отрасль, несмотря на ее низкую доходность. На графике рис. 4 показано, как венчурный капитал инвестировался в объемах 1998-1999 гг., т.е. 30 млрд. долл. в год, что соответствует приросту в 5-10 млрд. долл. по сравнению с периодом до бума в 1995 г. и ранее.

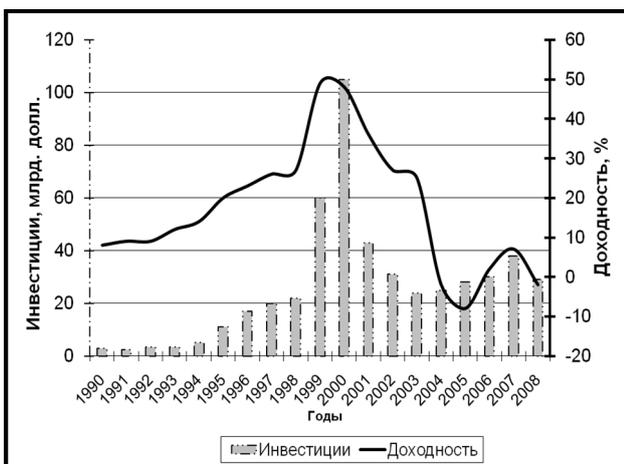


Рис. 4. Доходность и объемы венчурных инвестиций [6]

Распространенное мнение о том, что возможности для венчурного капитала расширяются, и что такие отрасли, как, например, биотехнологии требуют, для большей отдачи в будущем, больших финансовых вложений сейчас, является не совсем верными. Увеличение объемов венчурного инвестирования, не приводит к увеличению доходности, а имеет ровно обратный эффект. Эффективность инвестирования, выраженная в конечном итоге в увеличении доходности, может быть обусловлена в будущем аллокацией венчурного капитала. Эта проблема может казаться поверхностной и второстепенной, однако мы полагаем, что степень ее важности нельзя недооценивать. Сегодня многие венчурные фонды продолжают инвестировать в сектор информационных технологий, по той лишь причине, что они всегда инвестировали в эту отрасль, а не потому, что ожидают роста доходности от вложений.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ОПТИМАЛЬНЫХ ОБЪЕМОВ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА

Принимая во внимание конъюнктуру и уровни доходности в венчурной индустрии, мы ожидаем снижения объемов инвестирования в данный класс активов в ближайшие годы. Подобный процесс должен оживить сектор посредством переоценки и корректировки отраслевых мультипликаторов. Мы уже затронули как минимум два подхода к данному вопросу. Если опираться на те пропорции «капитал / доходность», в периоды, когда сектор показывал высокую доходность, то при текущей доходности, можно ожидать двукратного снижения размеров венчурного капитала от текущих уровней в более чем 25 млрд. до 12 млрд. долл. Что касается активов под управлением фондов, то здесь снижение может произойти до 100 млрд. долл. с текущих 240.

Другой подход определения размеров отрасли венчурного капитала заключается в сопоставлении доли его вклада в экономику США. Доля венчурных инвестиций в валовой внутренний продукт (ВВП) страны в 1980-е гг. составляла 0,1%, к 1991 г. произошло снижение до 0,04%, а к 1995 г. – восстановление до 0,1%. Рост венчурных инвестиций постепенно достиг своих максимумов в период бума и составил 0,16% ВВП и с тех пор увеличился незначительно – лишь до 0,19%, оставаясь на уровнях значительно превышающих уровни 1980-х гг. Подобная картина еще раз свидетельствует о том, что в ближайшем будущем должно произойти снижение объемов инвестирования, возможно в два и более раза. Таким образом, коррекция позволит восстановить прежние высокие уровни доходности венчурного капитала.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Хотя бы участники индустрии венчурного инвестирования или нет, отрасль должна измениться. Существует огромный интерес в ускорении экономических преобразований в быстро реструктурируемой экономике и ограниченное число агентов продолжает инвестировать в данный класс активов. В то же время правительство США выражает интерес в поддержке сектора, стимулируя инвестиции в стратегические направления, в первую очередь в экологически чистые технологии. Но доходность венчурного капитала значительно снизилась, предшествуя текущему экономическому спаду, пришедшему вслед за быстрым ростом активов под управлением венчурных фондов в конце 1990-х гг. в Америке. Сегодня спад в венчурном инвестировании защищен от резкого снижения во многом

благодаря низкой ликвидности активов и длинному горизонту инвестиций.

Мы полагаем, что рынок венчурного капитала будет сокращаться неравномерно. В первую очередь сокращение может затронуть информационные технологии, занимающие долгое время передовые по объемам инвестирования позиции среди высокотехнологичных направлений. Данная отрасль достигла своей зрелости и прорывы эпохального масштаба в ней едва ли возможны. Рост капитала продолжится в других областях, включая экологически чистые технологии, а в первую очередь в сфере создания альтернативных источников энергии. Вместе с тем, сегодня венчурная отрасль должна пройти процесс оздоровления, путем сокращения своих размеров.

Литература

1. Амосов Ю.П. Венчурный капитализм: от истоков до современности [Текст] / Ю.П. Амосов. – СПб. : Феникс, 2005.
2. Cambridge Associates URL:<https://www.cambridgeassociates.com/>
3. Kauffman Foundation. URL:<http://www.kauffman.org/>
4. PriceWaterhouseCoopers MoneyTree URL:<http://www.pwcmoneytree.com/>
5. National Venture Capital Association Yearbook, 2008 edition. URL:<http://www.nvca.org/>
6. National Venture Capital Association Yearbook, 2009 edition. URL:<http://www.nvca.org/>
7. News Agency Thomson Reuters. URL:<http://www.reuters.com/>
8. Phalippou, L. & Gottschalg, O. The Performance of Private Equity Funds. Review of Financial Studies 22 (2008)
9. PricewaterhouseCoopers/National Venture Capital Association Moneytree™ Report. Data: Thomson Reuters. URL:<http://www.reuters.com/>
10. Thomson Reuters data. URL:<http://www.reuters.com/>

Ключевые слова

Венчур; венчурный капитал; венчурные инвестиции; доходность венчурного капитала; инвестиции в высокие технологии.

Шарипов Даврон Мухторович

РЕЦЕНЗИЯ

Аспирант Высшей школы экономики отмечает наступление переломного момента в индустрии венчурного капитала США. Долгие годы она успешно развивалась, а в настоящее время наблюдается снижение доходности этой отрасли. В такой ситуации важно обратить внимание на оптимизацию размеров рассматриваемой индустрии.

В статье на основе проведенного анализа определяются размеры отрасли в части финансовых обязательств участников, показывается роль венчурного капитала в будущем, дается ответ на вопрос о том, должна ли эта отрасль расширяться или сокращаться для того, чтобы стать более рискованной и доходной.

Отмечается, что венчурные инвестиции в США производились в основном в такие отрасли экономики, как информационные технологии, медицина, энергетика, розничные сети и пр.

По результатам проведенного анализа делается заключение, что рынок венчурного капитала в США будет сокращаться особенно в области информационных технологий, достигших состояния зрелости. Рост капитала продолжится в энергетике, в области экологически чистых технологий, в нанотехнологиях. Указывается, что в целом венчурная отрасль экономики США должна пройти процесс оздоровления в том числе и путем сокращения размеров.

В отечественных публикациях наблюдается заметный дефицит материалов, посвященных вопросам венчурного финансирования отраслей нашего народного хозяйства. Анализ американского опыта развития и сокращения рынка венчурного капитала в США безусловно полезен для разработки стратегии и тактики развития (или сокращения) такого рынка в экономике Российской Федерации.

Нельзя не отметить четкость изложения рассматриваемого материала.

Есть все основания рекомендовать рассматриваемую статью к опубликованию в солидном экономическом журнале.

Керимов В.Э., д.э.н., профессор, зав. кафедрой экономики и управления Московской гуманитарно-технической академии

10.15. DETERMINATION OF THE OPTIMAL SIZE OF U.S. VENTURE CAPITAL INDUSTRY

D.M. Sharipov, Post-graduate,
Higher School of Economics, Department of
Stock and Investments Market, Senior Analyst

Investment Company MG Securities,

The U.S. venture capital industry is at an inflection point. It has had many successes over the last three decades, and is prominent worldwide for its role in financially catalyzing notable, high-growth companies. More recently, however, venture capital returns have stagnated and declined, with the industry having seen little recovery since its go-go days of the late 1990s.

In this paper I consider just one aspect of the future of venture capital market, its size. What size should it be in terms of the underlying financial commitment to venture partnerships? Should it be larger to give more possibilities to entrepreneurs to solve the problems society faces? Or should the market of venture capital be smaller but more risky and thus keep investors satisfied? What role a venture capital will play in the future?

Literature

1. Kauffman Foundation. URL:<http://www.kauffman.org/>
2. PriceWaterhouseCoopers MoneyTree URL:<http://www.pwc-moneytree.com/>
3. Phalippou, L. & Gottschalg, O. The Performance of Private Equity Funds. Review of Financial Studies 22 (2008).
4. News Agency Thomson Reuters. URL:<http://www.reuters.com/>
5. Cambridge Associates URL:<https://www.cambridgeassociates.com/>
6. National Venture Capital Association Yearbook, 2008 edition. URL:<http://www.nvca.org/>
7. Y.P. Ammosov. Venture Capitalism: from the origins to modern. – SPb.: Phenix, 2005.
8. PricewaterhouseCoopers/National Venture Capital Association Moneytree™ Report. Data: Thomson Reuters. URL:<http://www.reuters.com/>
9. Thomson Reuters data. URL:<http://www.reuters.com/>
10. National Venture Capital Association Yearbook, 2009 edition. URL:<http://www.nvca.org/>

Keywords

Venture; venture capital; venture investments; venture capital performance; hi-tech investments.