

© Р.В. Кулагин

DOI: <http://doi.org/10.15350/2409-7616.2022.2.42>

УДК 330.322.16

**ВЫБОР ФОРМЫ ОРГАНИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИЙ ДЛЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО
УЧАСТИЯ В РЫНКЕ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА**

Р.В. Кулагин

Кулагин Роман Вадимович,магистр института управления, экономики
и финансов, Казанский (Приволжский)
федеральный университет, Казань, Россия.

РИНЦ SPIN-код: 5021-0660 / ORCID iD: 0000-0002-6412-4761

E-mail: rkulagin9@gmail.com

Аннотация. *Венчурное инвестирование является основным механизмом финансирования малых инновационных предприятий. Государственное участие сыграло определяющую роль в развитии и институционализации рынка венчурного инвестирования. Считается, что предприятия, продвигающие инновационные проекты способствуют экономическому росту и повышению конкурентоспособности экономики страны. По этой причине, правительства многих стран уделяют особое внимание проблемам функционирования и развития институтов венчурных инвестиций. В экономике России наблюдается тенденция к снижению объема венчурных инвестиций. Увеличение объема финансовых средств, выделяемых государством на венчурные инвестиции, могло бы сгладить этот тренд. Однако перед этим, необходимо определить, какие инструменты не только позволят насытить финансами рынок венчурного капитала, но и будут способствовать выполнению функций государства по стимулированию инновационной активности хозяйствующих субъектов. На примере России, было изучена эффективность исполнения указанной функции государства, посредством финансирования частных фондов венчурного инвестирования. В работе были сопоставлены статистические данные, характеризующие динамику объема инвестиций таких фондов и динамику показателей, отражающих инновационную активность хозяйствующих субъектов и исследователей. Были рассмотрены и другие формы организации венчурного инвестирования. Выведены их основные достоинства и недостатки, исходя из способности оказывать положительное влияние на малые инновационные предприятия. Ценность венчурных предприятий была разложена на технологическую и финансовую. Оценка положительного влияния фондов проведена исходя из стремления разных типов фондов максимизировать ту или иную ценность компаний-реципиентов инвестиций. Промежуточным результатом исследования, является определение наиболее актуальных проблем российского рынка венчурного капитала.*

Ключевые слова: *венчурный капитал, венчурное инвестирование, инновационная деятельность, провал финансирования, технологическая ценность, инновационная активность, государственное участие.*

UDC 330.322.16

CHOICE OF THE FORM OF INVESTMENT ORGANIZATION FOR STATE PARTICIPATION IN THE VENTURE CAPITAL MARKET

R.V. Kulagin

Roman V. Kulagin,Master of the Institute of Management, Economics and Finance,
Kazan Federal University, Kazan, Russian Federation.

ORCID iD: 0000-0002-6412-4761

E-mail: rkulagin9@gmail.com

Abstract. *Venture investment is the main mechanism for financing small innovative enterprises. State participation has played a decisive role in the development and institutionalization of the venture investment market. It is believed that enterprises promoting innovative projects contribute to economic growth and increase the competitiveness of the country's economy. For this reason, the governments of many countries pay special attention to the problems of functioning and development of venture investment institutions. In the Russian economy, there is a trend towards a decrease in the volume of venture investments. An increase in the amount of financial resources allocated by the state for venture investments could smooth out this trend. However, before that, it is necessary to determine what tools will not only saturate the venture capital market with finance, but will also contribute to the performance of the functions of the state to stimulate the innovative activity of economic entities. On the example of Russia, the effectiveness of the performance of this function of the state, through the financing of private venture investment funds, was studied. The paper compared statistical data characterizing the dynamics of the volume of investments of such funds and the dynamics of indicators reflecting the innovative activity of business entities and researchers. Other forms of organization of venture investment were also considered. Their main advantages and disadvantages are derived based on the ability to have a positive impact on small innovative enterprises. The value of venture capital enterprises was decomposed into technological and financial. The assessment of the positive impact of funds was carried out on the basis of the desire of different types of funds to maximize one or another value of investment recipient companies. An intermediate result of the study is the identification of the most pressing problems of the Russian venture capital market.*

Keywords: *venture capital, venture investment, innovation activity, funding failure, technological value, innovation activity, state participation.*

Введение

Социально-экономическое развитие страны подразумевает наличие устойчивого роста уровня жизни. Для этого необходим не только экономический рост, но и его интенсификация – рост производительности труда, внедрение и широкое распространение новых технологий. Разработка новшеств, использование их в производстве товаров и услуг, с последующим продвижением на потребительском рынке определяют, как инновационный процесс. Инновационный процесс основан на паре предприниматель - инвестор. В работе рассматривается венчурное инвестирование, как составная часть инновационного процесса. Институциональной основой рынка венчурного инвестирования являются фонды.

Исходя из значения инноваций для национальных экономик, руководства стран стремятся поддерживать деятельность венчурных фондов. Кроме административной поддержки, государство может принимать непосредственное участие, создавая государственные фонды и финансируя частные. Участие государства в рынке венчурного инвестирования позволяет ему выполнять свои функции по поддержанию конкурентоспособности национальной экономики. По этой причине, интерес представляет то, какая форма организации венчурного инвестирования предпочтительна для прямого участия государства. Исходя из функций государства, это должен быть тот тип венчурных фондов, который больше других благоприятствует венчурному предпринимательству и инновационной активности.

А. Куас и др. отмечают, что вместе с самими финансовыми ресурсами, венчурные инвесторы помогают проводить или проводят в компаниях-реципиентах мероприятия, способствующие повышению конечной стоимости венчурного предприятия. [14] Инвесторы напрямую повышают стоимость портфельных фирм оказывая им административную, маркетинговую, стратегическую и управленческую поддержку. Такая поддержка особенно важна венчурным предпринимателям, так как, зачастую, у них нет опыта создания и ведения бизнеса.

Д. Усече и др. в своей работе выяснили, что уровень оказываемого положительного влияния со стороны венчурного инвестора может быть разным – он зависит от инвестиционной стратегии. [16] Важной частью инвестиционной стратегии является продолжительность инвестиционного цикла. В данном контексте инвестиционный цикл начинается с совершения первых инвестиций, и заканчивается выходом из компании-реципиента. Влияние продолжительности инвестиционного цикла на доступность венчурного капитала было исследовано С. К. Шармой и К. Е. Майером. Авторы выяснили, что сжатые сроки инвестиционных циклов некоторых венчурных инвесторов приводят к тому, что при выборе цели инвестиций предпочтение зачастую отдается венчурным предприятиям, находящимся на поздних стадиях своего развития. Кроме того, многие уже проинвестированные венчурные предприятия не успевают реализовать свои проекты до ликвидации фондов. [15]

Материалы и методы

Для анализа эффективности государственных затрат по софинансированию частных венчурных фондов в работе использован ресурсный подход. Он заключается в соотнесении показателей ресурсной обеспеченности изучаемого объекта или явления. Ресурсный подход в работе конкретизирован до применения так называемого «золотого правила экономики». Последнее предполагает соотнесение прироста результирующего показателя с показателем его ресурсного источника. При соблюдении этого правила показатель ресурса будет возрастать с меньшим темпом, чем показатель результата.

Такое применение общеизвестного метода в контексте изучения инновационной деятельности имеется в работе Н.М. Абдикеева и др. В своей работе авторы исследовали эффективность государственных затрат на научные исследования и разработки. [1] В данной работе исходным ресурсом выступает объем инвестиций частных фондов с участием государственного капитала.

Отметим некоторые термины, которые не были разобраны в основной части работы. Венчурный капитал является разновидностью долевого финансирования, принимающего форму долгосрочных вложений в капитал молодых предприятий, основывающих свою бизнес-модель на продвижении инновации. Компании-реципиенты инвестиций, которые называют венчурными предприятиями, отличаются высоким потенциалом к росту капитализации и объемов денежных потоков. [5, с. 4]

В своем развитии венчурное предприятие проходит несколько стадий – от посевной до стадии расширения. На посевной стадии венчурное предприятие получает первые

финансовые средства, на которые в последствии реализует и развивает свой инновационный проект. На ранней стадии и стадии развития продвигаемая венчурным предприятием инновация получает окончательное оформление в производстве. В случае успешного развития компании-реципиента, венчурный инвестор продает свою долю в капитале предприятия. Последнее принято называть «выходом» инвестора из венчурного предприятия. Инвестор может выйти из венчурного предприятия на любой стадии его развития. [5, с. 5]

Результаты

Наиболее распространенной формой организации венчурного инвестирования (далее – ВИ) является частный фонд ВИ. Такая форма организации ВИ представляет собой партнерство, которое инвестирует средства, привлеченные у своих вкладчиков. Частные фонды обычно имеют ограниченный срок существования. До конца этого срока фонд должен выйти из всех портфельных фирм. Это значит, что венчурные предприятия, не создавшие продукт, обладающий рыночным потенциалом, могут быть ликвидированы. [17, с. 998]

Ограниченный срок функционирования венчурного фонда определяет значение краткосрочных результатов деятельности как самого инвестиционного фонда, так и компаний-реципиентов. С одной стороны, это стимулирует частные фонды ВИ к интенсивной работе по оказанию поддержки менеджменту компаний-реципиентов. С другой стороны, продвижение на потребительском рынке технологически прогрессивного продукта требует появления нового спроса – потребности в новом продукте, что сопряжено со значительными временными затратами. [11, с. 712]

Очевидно, что венчурные предприятия, развитие которых находится на этапе проведения научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ (далее – НИОКР), не вызывают интереса у частных фондов ВИ. Сами частные фонды также испытывают трудности с привлечением капитала. Частные фонды ВИ должны предлагать своим вкладчикам высокий уровень доходности – намного выше уровня публичных фондовых рынков. [17, с. 1005] Высокий уровень требований к фондам со стороны вкладчиков, сказывается на доступности венчурных инвестиций.

Венчурное предприятие, рассчитывающее получить финансирование частного фонда ВИ, должно обладать потенциалом к значительному росту капитализации и получению значительной прибыли в течение ограниченного периода времени. Инвестиционные стратегии частных фондов ВИ предполагают работу с теми венчурными предприятиями, от которых ожидается рост объема денежных потоков в течение короткого периода времени, обычно не превышающего семь лет. [2, с. 44] Зачастую инвестиции получают те венчурные предприятия, которые прошли этап проведения НИОКР.

Изложенные особенности частных фондов ВИ являются основными причинами так называемого «провала» финансирования. Такой формулировкой принято обозначать ситуацию, при которой венчурные предприятия не могут найти инвестора для перехода от начальной стадии к стадии расширения. Таким образом, многие венчурные предприятия не могут реализовать свои инновационные проекты из-за нехватки финансирования работ по разработке проекта и проведения дополнительных НИОКР. [8, с. 76] Данная причина провала венчурных проектов позволяет допустить, что среди нереализованных проектов есть и те, которые могли бы стать коммерчески успешными. Оценить масштаб проблемы провала финансирования в России можно по данным, представленным в таблице 1.

Таблица 1.

Объем венчурных инвестиций в России по стадиям развития компаний-реципиентов¹

¹ Составлено по: Официальный сайт Российской ассоциации венчурного инвестирования (РАВИ). Аналитические сборники РАВИ 2004 – 2020. URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/>

Год	Венчурные инвестиции на посевной и начальной стадии, млн. долл. США	Венчурные инвестиции на ранней стадии, млн. долл. США	Венчурные инвестиции на стадии расширения, млн. долл. США
2012	120	195	56
2013	74	169	41
2014	41	80	28
2015	23	36	87
2016	15	28	84
2017	22	41	67
2018	16	26	125
2019	8	24	96
2020	6	6	114

С 2012 года наблюдается сокращение объемов инвестиций на посевных, начальных и ранних стадиях развития предприятий – к 2020 году их объемы снизились на 95,0 и 96,9 процента соответственно. Объем инвестиций на стадии расширения также сокращался с 2012 года, однако уже с 2015 года наблюдается рост. В общем объеме на инвестиции в предприятия, находящиеся на стадии расширения, в 2019 году приходилось 75,0 процента, а в 2020 году – уже 90,5 процента.

Подобная проблема существует во многих странах. Ввиду этого, и того, что требования к венчурным предприятиям со стороны управляющих компании частных фондов ВИ считаются излишне строгими, правительства многих стран принимают активное участие на рынке венчурного инвестирования. Примером такого участия является организация государственных инвестиционных фондов. Инвестиции государственных фондов ВИ призваны не только решать проблему провала финансирования, но и стимулировать региональное развитие и развитие новых отраслей. [13, с. 865]

Недостатком такой формы организации ВИ является то, что венчурные предприятия, финансируемые государственными фондами, часто демонстрируют низкие показатели финансовых результатов деятельности. Отмечается, что государственные фонды в меньшей степени занимаются обучением персонала венчурных предприятий и иной деятельностью по способствованию роста капитализации компаний-реципиентов. [13, с. 868]

В среднем, в государственных фондах больше портфельных компаний на одного менеджера. При этом, такие фонды располагают меньшим числом контактов в коммерческой среде, что осложняет процесс формирования операционной деятельности венчурных предприятий. Кроме того, зачастую рост капитализации венчурных предприятий не приводит к росту доходов менеджеров государственных фондов ВИ. [9, с. 33] Очевидно, что управляющие государственных фондов вовлечены в деятельность по коммерческому развитию венчурных предприятий меньше, чем их коллеги из частных фондов.

В противовес вышесказанному нельзя не отметить, что государственные фонды ВИ обладают большей финансовой устойчивостью и, как правило, большим сроком существования. Благодаря этому, факт получения венчурным предприятием инвестиций от государственного фонда оказывает важное сигнальное воздействие на других венчурных инвесторов. Такое воздействие позволяет предприятиям, финансируемым государственными фондами получить дополнительное финансирование из других источников. [12, с. 492]

Кроме рассмотренных проблем, в России наблюдается нехватка общего объема венчурных инвестиций. К примеру, в 2019 году в России отношение объема венчурных инвестиций к внутреннему валовому продукту составило 0,003 процента. В том же 2019 году, в странах с сопоставимыми размерами экономик (Япония, Германия, Франция и

Великобритания) этот показатель варьировался от 0,047 процента до 0,102 процента.² Простое формирование больших государственных фондов ВИ не дало бы долгосрочного эффекта. Из результатов приведенных ранее исследований можно вывести, что полностью государственные фонды ВИ, отличающиеся низкими уровнями экономической эффективности, не могут существенно повлиять на объем венчурных инвестиций. [7, с. 60]

Значение экономической эффективности обусловляется заикленностью, характерной венчурному капиталу. [4, с. 37] Иными словами, финансовые средства, принесшие прибыль от инвестирования, в увеличенном размере инвестируются в новые венчурные предприятия. В России государственные средства направляются на софинансирование частных фондов ВИ. Эффективность такого государственного участия можно оценить с помощью так называемого «золотого правила».

Концепция данного метода заключается в проведении анализа динамики взаимосвязанных показателей, с помощью сопоставления темпов их изменения. «Золотое правило» можно назвать соблюденным, а инвестиционную модель эффективной, если темп роста результатов превосходит темп роста промежуточных результатов, а те, в свою очередь, возрастают с большим темпом чем объем инвестиций. [3, с. 47] Исследуемые данным методом показатели представлены в таблице 2. В данном случае, результатами являются стимулирование научно-исследовательской и инновационной деятельности, а также способствование росту предложения венчурного капитала.

Последнее зависит от доходности инвестиций и уровня реализации венчурных проектов, который характеризуется количеством производимой высокотехнологичной продукции (S). Объем производства высокотехнологичной продукции представлен как конечный результат, а количество организаций, выполняющих научные исследования и разработки (R) и объем затрат организаций на инновационную деятельность (D) – промежуточные результаты.

Государственные затраты на венчурное инвестирование должны способствовать росту всех перечисленных показателей. Так как в работе исследуются формы организации венчурного капитала, далее использован показатель объема инвестиций частных фондов с участием государственного капитала (G). Темп роста объемов производимой продукции должен превосходить темп роста объемов затрат на инновационную деятельность. Последний показатель, в свою очередь, должен превосходить темп роста количества организаций, выполняющих научно-исследовательские работы (далее – НИР). Таким образом, должно соблюдаться соотношение, указанное в формуле (1). Результат анализа представлен в формулах 2-3.

$$\Delta G < \Delta R < \Delta D < \Delta S \quad (1)$$

где Δ – темп изменения показателя.

Таблица 2.

Венчурные инвестиции фондов с участием государственного капитала и некоторые показатели инновационной и исследовательской активности в России³

Год	Инвестиции венчурных фондов с участием государственного капитала, млн. дол.	Число организаций, выполнявших НИР, ед. (R)	Затраты на инновационную деятельность организаций, млн. рублей (D)	Отгружено товаров собственного производства, млн. рублей (S)
-----	---	---	--	--

² Официальный сайт Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР). База данных. URL: <https://data.oecd.org/>

³ Составлено по: Федеральная служба государственной статистики. Наука, инновации и технологии. – Текст: электронный. – URL: <https://rosstat.gov.ru/folder/154849>

	США (G)			
2012	112	3566	904561	2872905
2013	118	3605	1112429	3507866
2014	38	3604	1211897	3579924
2015	36	4175	1203638	3843429
2016	27	4032	1284590	4364322
2017	39	3944	1404985	4166999
2018	50	3950	1472822	4516276
2019	58	4051	1954133	4863382
2020	78	4175	2134038	5189046

Принимая во внимание предположение о том, что увеличение объемов венчурных инвестиций оказывает влияние на остальные показатели с задержкой, составим соотношение, основываясь на расчете изменений средних значений 2019 и 2020 годов со средними значениями 2012 и 2013 годов. Тогда соотношение темпов роста значений показателей будет выглядеть следующим образом:

$$G (-40,9\%) < R (14,7\%) < D (102,7\%) > S (57,5\%) \quad (2)$$

В течение исследуемого периода объем инвестиций венчурных фондов с участием государственного капитала снизился на 40,9 процента, в то время как значения других показателей возросли. Тем не менее, золотое правило не было соблюдено лишь в случае соотнесения динамики затрат на инновационную деятельность и объема произведённых высокотехнологичных товаров. Последнее соотношение позволяет оценить то, какой объем средств полученных от производства высокотехнологичных товаров и услуг, будет вновь использован организациями для финансирования новой инновационной деятельности. Эти результаты можно сопоставить с аналогичными, рассчитанными по изменению среднегодовых значений показателей с 2016 и 2017 годов к 2019 и 2020 годам:

$$G (106,1\%) > R (3,1\%) < D (52,0\%) > S (18,9\%) \quad (3)$$

В этом временном отрезке объемы инвестиций частных венчурных фондов с государственным капиталом возрастали. Как можно видеть, к нарушению золотого правила в соотношении динамик затрат на инновационную деятельность и объема производства, прибавилось нарушение в соотношении динамики объема инвестиций и динамики количества организаций, занятых выполнением НИР.

Объемы инвестиций частных венчурных фондов с государственным капиталом не оказывают должного воздействия на исследовательскую и инновационную активность хозяйствующих субъектов – можно говорить об отсутствии связи этих показателей. Наблюдается отрицательная динамика объемов посевных инвестиций при одновременном росте общего объема венчурных инвестиций фондов с участием государственного капитала.

Таким образом, не решается и описанная ранее проблема «провала» финансирования. Государственное участие через рассматриваемую форму венчурного инвестирования не способствует и росту объема рынка венчурного капитала – изменение объемов инвестиций частных фондов с участием государственного капитала не имеет прямой положительной связи, как с динамикой производства высокотехнологичных товаров, так и с динамикой затрат организаций на инновационную деятельность.

Изменение объема производства высокотехнологичной продукции является ключевым показателем, зависящим от совокупной технологической ценности венчурных предприятий. Каждое венчурное предприятие имеет финансовую и технологическую ценность. Финансовая ценность предприятия измеряется либо рыночной его стоимостью, либо, потенциальным вкладом предприятия в другие фирмы (при слиянии и поглощении венчурного предприятия).

Технологическую ценность принято определять, как уровень синергии технологий венчурного предприятия с технологиями и производственным процессом фирмы-инвестора. Данный подход широко распространен по причине того, что многие корпорации используют венчурное инвестирование как инструмент разработки специальных технологий для себя. [11, с. 720] Если технология имеет большую ценность для инвестора, но не представляет интереса для других компаний, ее технологическая ценность выше финансовой. Если в качестве инвестора выступает государство, то оценка технологической ценности венчурного предприятия проводится, исходя из интересов общества или правительства. [10, с. 123]

Различия форм организации венчурного инвестирования проявляются в том, какой ценности венчурного предприятия отдается больший приоритет. Частные фонды ВИ формируются для получения прибыли, следовательно, приоритетна финансовая ценность компании-реципиента. В случае государственного венчурного капитала, приоритетной является технологическая ценность венчурного предприятия.

В контексте классификации ценностей венчурных предприятий, особый интерес представляют корпоративные фонды ВИ. Они осуществляют прямые инвестиции в венчурные предприятия, позволяющие приобретать технологии. В то же время, особенности корпоративных фондов ВИ позволяют получать и финансовую прибыль. Если к моменту выхода инвестора из венчурного предприятия, финансовая стоимость последнего окажется выше технологической, корпоративный фонд может продать свою долю в предприятии для получения прибыли. Если технологическая ценность предприятия окажется выше, то инвестор поглощает предприятие вместе с его интеллектуальной собственностью.

Анализ изложенных результатов

Направленность венчурного капитала напрямую связана с ценностью компании-реципиента инвестиций. Как было установлено, ценность венчурного предприятия представляет собой совокупность ценностей – технологической и финансовой. Особенности формирования и функционирования частных фондов ВИ не позволяет им эффективно реализовывать технологическую ценность портфельных фирм. Обратная проблема присуща государственным фондам – они имеют мало возможностей способствовать повышению финансовой ценности портфельных фирм, и сами уступают другим фондам в уровне доходности. Формирование государственных фондов в России не решит выявленную в ходе исследования проблему нехватки общего объема венчурных инвестиций.

Этим можно объяснить, почему в России практически весь государственный венчурный капитал направлен на софинансирование частных фондов. При этом наблюдается снижение объема инвестиций ранних стадий. В результате проведенного исследования было выявлено, что частные фонды с участием государственного капитала на прямую не влияют на инновационную активность хозяйствующих субъектов. Частные фонды отдают предпочтение инвестициям поздних стадий, так как они отличаются малой способностью к реализации технологической ценности портфельных фирм.

Иной подход присущ корпоративным фондам ВИ. Основная цель их формирования – приобретение технологий. Это вынуждает такие фонды инвестировать в венчурные предприятия на самых ранних стадиях их развития. При этом, корпоративные фонды лишены недостатков управления, которые присущи государственным фондам. Корпоративные фонды выгодно отличаются тем, что имеют возможность реализовывать обе ценности венчурных предприятий. [6, с. 171] Это позволяет предположить, что инвестиции частных и корпоративных фондов могут быть одинаково эффективными при финансировании высокодоходных предприятий. При этом, частные фонды уступают корпоративным в реализации технологической ценности венчурных предприятий. Учитывая изложенное, проблемой является тот факт, что в России совокупная капитализация корпоративных фондов ВИ стремится к нулю.

Заключение

В ходе исследования были выявлены две проблемы государственного участия на рынке венчурного инвестирования. Как уже было сказано, государственный венчурный капитал нацелен на софинансировании частных фондов ВИ. Статистические данные и результаты их анализа указывают на то, что этот подход не способствует решению острой проблемы провала финансирования. Кроме того, данная форма организации ВИ не позволяет государству выполнять свои функции, в части регионального и технологического развития экономики. Увеличение государственных затрат, при сохранении существующей политики не приведет к увеличению инновационной активности хозяйствующих субъектов и исследователей.

Для стимулирования регионального развития, и поддержания наиболее новаторских проектов необходимо сформировать целевые государственные фонды ВИ. Как было выявлено, этот вид венчурных фондов подходит для финансирования инновационных проектов коммерческий потенциал которых невелик. Проблему провала финансирования можно решить, создавая государственные фонды, цель которых должна заключаться в производстве посевных инвестиций. Однако, государственные фонды не могут оказывать венчурным предпринимателям управленческую и менторскую помощь. Это затрудняет развитие предприятий, и, как следствие затрудняет процесс продвижения инноваций. По этой причине, предпочтительнее формировать посевные фонды, совместно с крупными корпорациями.

Литература:

1. Абдикеев Н. М., Тютюкина Е. Б., Богачев Ю. С. Оценка эффективности финансово-экономических механизмов государственного стимулирования инновационной активности в России // Финансы: теория и практика. - 2018. - Т. 22, № 5. - С. 40-55. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=36435285>
2. Бойко Т. А. Основные понятия венчурного бизнеса // Modern Science. - 2020. - № 12-4. - С. 43-47. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=44458163>
3. Васильева Н. К., Резниченко С. М., Сидорчукова Е. В. Оценка инвестиционной привлекательности организаций аграрного сектора // Вестник Академии знаний. - 2021. - № 3 (44). - С. 43-51. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=46541682>
4. Веретенников Н. П. Венчурные инвестиции в инновационный бизнес в регионах России // Вестник Алтайской академии экономики и права. - 2020. - № 10-1.- С. 33-38. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=43997222>
5. Денисова О. Н. Венчурное финансирование инновационного малого бизнеса в России // Инновации и инвестиции. - 2020. - № 6. - С. 3-7. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=43180390>
6. Ерёмченко О. А., Зинов В. Г. Корпоративные венчурные инвестиции: особенности и успешные практики // Экономика науки. - 2019. - Т. 5, № 3. - С. 170-184. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=41161223>
7. Ерёмченко О. А., Зинов В. Г. Мировая практика государственной поддержки венчурной индустрии // Экономика науки. - 2021. - Т. 7, № 1. - С. 51-65. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=46346046>
8. Ключарев Г. А., Чурсина А. В. Научеёмкие производства для инновационной экономики: мнения экспертов // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Социология. - 2021. - Т. 21, № 1. - С. 68-83. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=44806905>
9. Лапочкина В. В., Каменский А. С., Корнилов А. М. Региональные государственные фонды поддержки научной, научно-технической и инновационной деятельности: успех, проблемы, зарубежный опыт // Наука. Инновации. Образование. - 2018. - № 2 (28). - С. 26-53. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=35087183>

10. Попов С. О. Российские венчурные инвестиции: текущее состояние и пути совершенствования // *Инновационная деятельность*. - 2021. - № 2. - С. 115-125. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=46630871>
11. Engberg E., Tingvall P. G., Halvarsson D. Direct and indirect effects of private-and government-sponsored venture capital // *Empirical Economics*. - 2021. - Vol. 60, № 2. - P. 701-735. DOI: <https://doi.org/10.1007/s00181-019-01770-w>
12. Fazekas B., Becsky-Nagy P. A new theoretical model of government backed venture capital funding // *Acta Oeconomica*. - 2021. - Vol. 71, № 3. - P. 487-506. DOI: <https://doi.org/10.1556/032.2021.00024>
13. Johansson J., Malmström M., Wincent J. How individual cognitions overshadow regulations and group norms: a study of government venture capital decisions // *Small Business Economics*. - 2021. - Vol. 56, № 2. - P. 857-876. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00273-3>
14. Quas A., Martí J., Reverte C. What money cannot buy: a new approach to measure venture capital ability to add non-financial resources // *Small Business Economics*. - 2021. - Vol. 57, № 3. - P. 1361-1382. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00352-w>
15. Sharma S. K., Meyer K. E. *Venture Capital // Industrializing Innovation-the Next Revolution*. - Cham: Springer, 2019. - P. 37-48. DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-030-12430-4_4
16. Useche D., Sophie P. Where do we go? VC firm heterogeneity and the exit routes of newly listed high-tech firms // *Small Business Economics*. - 2021. - Vol. 57, № 3. - P. 1339-1359. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00351-x>
17. Zhang Y. Gain or pain? New evidence on mixed syndication between governmental and private venture capital firms in China // *Small Business Economics*. - 2018. - Vol. 51, № 4. - P. 995-1031. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11187-018-9989-4>

References:

1. Abdikeev N.M., Tiutiukina E.B., Bogachev U.S. Evaluation of the effectiveness of financial and economic mechanisms of state promotion of innovation activity in Russia. *Finance: theory and practice*, 2018, vol. 22, no. 5, pp. 40-55. (In Russian). URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=36435285>
2. Boiko T.A. Basic concepts of venture business. *Modern Science*, 2020, vol. 4, no. 12, pp. 43-47. (In Russian) URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=44458163>
3. Vasileva N.K., Reznichenko S.M., Sidorchukova E.V. Assessment of the investment attractiveness of agricultural sector organizations. *Bulletin of the Academy of Knowledge*, 2021, vol. 44, no. 3, pp. 43-51. (In Russian). URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=46541682>
4. Veretennikov N.P. Venture investments in innovative business in the regions of Russia. *Bulletin of the Altai Academy of Economics and Law*, 2020, vol. 1, no. 10, pp. 33-38. (In Russian). URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=43997222>
5. Denisova O.N. Venture financing of innovative small business in Russia. *Innovation and investment*, 2020, no. 6, pp. 3-7. (In Russian). URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=43180390>
6. Eremchenko O.A., Zinov V.G. Corporate venture investments: features and successful practices. *Economics of science*, 2019, vol. 5, no. 3, pp. 170-184. (In Russian). URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=41161223>
7. Eremchenko O.A., Zinov V.G. World practice of state support of the venture industry. *Economics of science*, 2021, vol. 7, no. 1, pp. 51-65. (In Russian). URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=46346046>
8. Kliucharev G.A., Chursina A.V. Knowledge-intensive industries for an innovative economy: expert opinions. *Bulletin of the Peoples' Friendship University of Russia. Series: Sociology*, 2021, vol. 21, no. 1, pp. 68-83. (In Russian). URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=44806905>

9. Lapochkina V.V., Kamenskii A.S., Kornilov A.M. Regional State Funds for Support of Scientific, Scientific, Technical and Innovation Activities: Success, Problems, Foreign Experience. *Science. Innovation. Education*, 2018, no. 2 (28), pp. 26-53. (In Russian). URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=35087183>
10. Popov S.O. Russian venture investments: current state and ways of improvement. *Innovation activity*, 2021, no. 2, pp. 115-125. (In Russian). URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=46630871>
11. Engberg E., Tingvall P. G., Halvarsson D. Direct and indirect effects of private-and government-sponsored venture capital. *Empirical Economics*, 2021, vol. 60, no. 2, pp. 701-735. DOI: <https://doi.org/10.1007/s00181-019-01770-w>
12. Fazekas B., Becsky-Nagy P. A new theoretical model of government backed venture capital funding. *Acta Oeconomica*, 2021, vol. 71, no. 3, pp. 487-506. DOI: <https://doi.org/10.1556/032.2021.00024>
13. Johansson J., Malmström M., Wincent J., Parida V. How individual cognitions overshadow regulations and group norms: a study of government venture capital decisions. *Small Business Economics*, 2021, vol. 56, no. 2, pp. 857-876. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00273-3>
14. Quas A., Martí J., Reverte C. What money cannot buy: a new approach to measure venture capital ability to add non-financial resources. *Small Business Economics*, 2021, vol. 57, no. 3, pp. 1361-1382. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00352-w>
15. Sharma S.K., Meyer K.E. *Venture Capital. Industrializing Innovation-the Next Revolution*. Cham, Springer Publ., 2019, pp. 37-48. DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-030-12430-4_4
16. Useche D., Sophie P. Where do we go? VC firm heterogeneity and the exit routes of newly listed high-tech firms. *Small Business Economics*, 2021, vol. 57, no. 3, pp. 1339-1359. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00351-x>
17. Zhang Y. Gain or pain? New evidence on mixed syndication between governmental and private venture capital firms in China. *Small Business Economics*, 2018, vol. 51, no. 4, pp. 995-1031. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11187-018-9989-4>

Submitted: 22 May 2022

Accepted: 22 June 2022

Published: 23 June 2022

