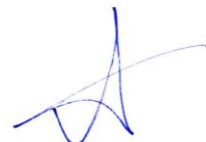


Министерство образования и науки Российской Федерации
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего профессионального образования
«Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»
Саратовский социально-экономический институт (филиал)

На правах рукописи



Ларионов Никита Александрович

РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТАРИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИЙ В РОССИИ

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени кандидата экономических наук

Научный руководитель:

доктор экономических наук, профессор

Ермакова Елена Алексеевна

Саратов – 2015

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	3
Глава 1. Теоретические аспекты исследования инструментария финансирования инноваций	14
1.1. Теоретико-методологические аспекты финансирования инноваций	14
1.2. Финансовое состояние инновационной среды России	24
1.3. Источники и инструменты финансирования инноваций	36
1.4. Финансовые институты развития инноваций в России	60
Глава 2. Краудфандинг как инструмент финансирования инноваций	77
2.1. Теоретические предпосылки и экономическое содержание краудфандинга	77
2.2. Классификация краудфандинга: модели и типы	92
2.3. Акционерный краудфандинг: сущность и особенности финансирования инновационных проектов	101
Глава 3. Поведенческие и организационные аспекты развития краудфандинга в системе финансирования инновационного развития России	120
3.1. Особенности финансового поведения краудинвесторов	120
3.2. Проблемы и направления развития краудфандинговой модели финансирования инноваций	136
Заключение	160
Список литературы	163
Приложения	189

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Инновационное развитие России является ключевым приоритетом в условиях осложнения макроэкономической ситуации в стране и мире, возросших геополитических рисков и серьезных глобальных экономических вызовов. В инновационном рейтинге стран Россия находилась в шестом десятке до 2014 года, по итогам которого заняла 49 место, поднявшись на 13 пунктов по сравнению с 2013 годом.

Поставленная в Стратегии инновационного развития России цель увеличения к 2020 году доли осуществляющих технологические инновации промышленных предприятий до 50 % требует не столько масштабного финансового потока, сколько новых стимулов и инструментов финансирования инноваций, причем с концентрацией преимущественно на ранних стадиях развития бизнеса.

Сложилась очевидная потребность в альтернативных инструментах финансирования инноваций, таких как краудфандинг, объединивший в себе достижения открытости интернет-пространства и возможность задействовать свободные финансовые ресурсы населения. Сегодня наблюдается исторический момент формирования нового финансового инструмента, и важно поддержать краудфандинг в начале своего развития. По оценкам Всемирного банка, инвестиции через краудфандинг к 2025 году составят около 96 млрд долл. (увеличившись в 30 раз с 2012 года), что вдвое больше мирового рынка венчурного финансирования.

В этой связи целесообразно обосновать теоретические и методические положения, определяющие требования к новым инструментам финансирования инноваций, адекватным современным экономическим и информационным условиям.

Исследуемая тема требует дальнейшей разработки понятийного аппарата, научного обоснования расширения системы источников и инструментов финансирования инноваций, формирования эффективной системы финансирования инноваций.

Все перечисленное выше делает актуальным решение теоретических и практических проблем, связанных с особенностями использования институтов и инструментов финансирования инноваций в изменившихся условиях.

Степень разработанности темы исследования. Вопросам инновационного развития современной экономики большое внимание уделено в работах В. Баумоля, С. Валентея, С. Глазьева, Р. Гринберга, И. Дежина, П. Друкера, В. Иванова, В. Ивантера, Б. Лундвалла, Ф. Махлупа, А. Некипелова, Р. Нельсона, Р. Солоу, Р. Такера, К. Фримена, Ф. Хайека, Г. Чесбро, Й. Шумпетера, Ю. Яковца.

Проблемы финансирования инноваций являются предметом исследования в трудах как зарубежных, так и отечественных экономистов: Л. Гохберга, О. Долиной, С. Ермасова, В. Засенко, А. Ивлева, И. Ишиной, В. Леонтьева, А. Литвиновой, А. Новикова, П. Ореховского, С. Сазонова, Р. Фатхудинова, С. Фруминой, М. Холла (M. J. V. Hall), М. Рассела (M. G. Russel) и др. Научное исследование институтов развития, в том числе российских, представлено в работах Т. Верхотуровой, Р. Волкова, К. Гончар, Д. Иванова, М. Кузык, Ю. Симачева, О. Солнцева, М. Хромова, А. Яковлева и др.

В последние годы в зарубежных изданиях стали появляться публикации, в которых предпринимаются попытки исследования краудтехнологий, в том числе применительно к финансированию инвестиций. Среди них следует отметить труды А. Агравала (A. Agrawal), Г. Алерса (G. Ahlers), И. Блатберга (E. Blattberg), К. Брэдфорда (C. Bradford), П. Бэлфлама (P. Belleflamme), К. Г. Вейсмана (C. G. Weissman), А. Голдфарба (A. Goldfarb), Т. Заки (T. Szaky), Р. Калтбека (R. Caldbeck), В. Капусвами (V. Kuppuswamy), К. Каталлини (C. Catalini), Л. Коллинза (L. Collins), Т. Ламберта (T. Lambert), Б. Ларралда (B. Larralde), О. М. Лейнера (O. M. Lehner), Л. Мицели (L. Miceli), И. Молика (E. Mollick), А. Ординани (A. Ordanini), А. Парасурамана (A. Parasuraman), Я. Пиеракиса (Y. Pierrakis), М. Пицетти (M. Pizzetti), Б. Рубинтона (B. Rubinton), С. Трейси (S. Treacy), Дж. Феллера (J. Feller), Дж. Хай

(J. Howe), А. Швайнбахера (A. Schwienbacher). Среди российских научных исследований можно выделить работы А. Бардиана, О. Воробьевой, Е. Глухой, Д. Гусевой, А. Дудкина, М. Душиной, С. Карелова, А. Ковалева, Е. Когана, Д. Котенко, А. Кочиевой, Н. Малыхина, С. Минькова, Ю. Петрушенко, С. Ратнера, Е. Хайрутдиновой, однако они не являются комплексными академическими трудами. В публикациях указанных ученых в основном приводится перевод англоязычного термина «crowdfunding», но не представлено его сущностное определение; охарактеризована статистика деятельности краудфандинговых площадок, но не раскрыты механизм и особенности их применения в качестве инструмента инвестирования в инновационные проекты. В научной литературе до сих пор не получили должного развития концептуальные основы краудфандинга как инструмента финансирования инноваций, что предопределяет недостаточную разработанность данной проблемы и необходимость проведения исследований в этом направлении.

Исследование особенностей финансового поведения основано на теориях психологии массового поведения, разработкой и развитием которых занимались ряд ученых, в числе которых Г. Лебон, С. Московичи, В. Мухортов, А. Назаретян, Д. Ибрахим (Ibrahim D.M.), С. Ли (S. S. Lee), М. Мохамед (M. Mohamad), М. Помпиан (M. Pompian).

Несмотря на то, что проблемы финансирования инноваций представлены в научной литературе достаточно широко, существует целый ряд проблемных областей, не получивших должного освещения в научных публикациях. Не в полной мере остаются изученными практические аспекты деятельности финансовых институтов развития и использования различных источников и инструментов финансирования инноваций. Комплексно не исследовался опыт развитых стран в части регулирования краудфандинга, а также вопросы финансового поведения инвесторов акционерного краудфандинга.

Таким образом, перечисленные выше факты однозначно свидетельствуют о высокой актуальности темы настоящего исследования, что, принимая во внимание недостаточную степень ее разработанности и большую практи-

ческую значимость, обуславливает необходимость дальнейшей теоретической и практической разработки проблематики финансирования инноваций.

Целью диссертационного исследования является теоретическое обоснование особенностей новых инструментов финансирования инноваций в российской экономике, таких как краудфандинг, а также разработка направлений их развития.

Поставленная цель предопределила решение следующих **задач**:

- выделить основные финансовые особенности развития инновационной среды в России для обоснования необходимости использования альтернативных инструментов финансирования инноваций преимущественно на ранних стадиях развития бизнеса;

- определить место неформальных инвесторов и краудфандинга в системе источников и инструментов финансирования инноваций;

- расширить представление о краудфандинге как новом инструменте финансирования инноваций за счет уточнения понятийного аппарата, субъектного состава, классификации его моделей и типов;

- охарактеризовать специфические особенности финансового поведения инвесторов акционерного краудфандинга;

- разработать организационные меры, стимулирующие развитие акционерного краудфандинга как инструмента финансирования инноваций в России.

Объектом выступили финансовые институты, источники и инструменты инновационного развития страны.

Предмет исследования составили финансовые отношения, возникающие между государством, хозяйствующими субъектами и населением в процессе финансирования инновационного развития страны.

Методология и методы исследования. Теоретической основой исследования послужили труды отечественных и зарубежных ученых в области финансирования инноваций и поведенческих финансов.

Методологическую базу диссертации сформировали общенаучные принципы и методы исследования, предполагающие системный и диалектический подходы к исследованию проблем финансирования инноваций. Непосредственно в процессе исследования применены такие общенаучные методы и приемы, как научная абстракция, группировка, классификация, сравнение, индукция, дедукция, анализ, синтез и другие. При оценке поведения инвесторов акционерного краудфандинга использован программный продукт IBM SPSS Statistics 21.

Область исследования. Область исследования соответствует Паспорту специальностей научных работников по экономическим наукам специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит», п. 2.14. «Финансирование инвестиционных процессов на федеральном и региональном уровне», п. 3.25. «Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования», п. 4.9. «Поведенческие финансы: личностные особенности и типовое поведение человека при принятии решений финансового характера».

Информационно-эмпирическую базу при подготовке исследования составили законодательные и нормативные правовые акты Российской Федерации по вопросам государственной поддержки и стимулирования инноваций; доклады, информационные материалы, аналитические и статистические обзоры; монографии и публикации в периодических изданиях и информационной сети Интернет.

Положения диссертации, выносимые на защиту:

1. Условиями повышения инновационной активности российской экономики выступают рост финансового обеспечения исследований, реализация эффективных мер по повышению качества институтов и результативности инструментов финансирования инноваций на всех этапах. Для российской модели финансирования инноваций в период с 2000 по 2013 годы характерны следующие особенности:

- недостаток объема и инструментов финансирования российских инновационных проектов на ранних стадиях и малых инновационных предприятий, с одной стороны, и внедрение и развитие новых инструментов финансирования инноваций, с другой стороны;

- неравномерное территориальное распределение и использование инновационного потенциала России;

- ограниченный доступ к финансовым ресурсам и возрастающая потребность малого бизнеса и стартапов в привлечении небольших сумм для начального финансирования при наличии свободных денежных средств населения, не задействованных в финансировании инноваций, и расширении возможностей интернет-технологий в финансовых отношениях.

Представленные особенности доказывают необходимость теоретического обоснования использования новых инструментов финансирования инноваций, прежде всего краудфандинга.

2. В системе источников и инструментов финансирования инноваций выделен краудфандинг как инструмент финансирования инноваций в отличие от преимущественного его использования в благотворительных и политических целях. С помощью данного инструмента финансовые средства непрофессиональных физических лиц, являющихся неформальными инвесторами, могут быть направлены на финансирование инновационных проектов. Преимущества краудфандинга для финансирования инновационных проектов заключаются: 1) в уменьшении роли финансовых посредников; 2) независимости от банковского кредитования; 3) продвижении инновационного проекта и его рекламе; 4) тестировании инновационной идеи; 5) публичности и прозрачности инвестирования в конкретные проекты; 6) увеличении скорости развития компании; 7) сохранении контроля за реализацией инновационного проекта со стороны инноватора.

Кроме того, анализ деятельности российских финансовых институтов развития как источника финансирования инноваций, через который государство генерирует отечественный спрос, позволил систематизировать финансо-

вые институты по объемам финансовой поддержки и стадиям инновационного цикла, а также сделать вывод о недостаточном финансировании на ранних стадиях.

3. Поиск альтернативных инструментов финансового обеспечения ранних стадий развития инновационного бизнеса привел к возможности использования краудфандинга, суть которого заключается в коллективном финансировании с помощью интернет-платформ конкретных проектов безвозмездно либо в обмен на денежные или неденежные вознаграждения. При этом в финансировании с помощью краудфандинга задействованы три субъекта: эмитент, финансовый портал как кумулятивный посредник и инвесторы. С учетом различий форм вложения и возврата финансовых средств выделяются модели финансирования (денежная и неденежная) и соответствующие им типы краудфандинга (благотворительный, классический, акционерный, кредитный).

4. Исследование финансового поведения инвесторов акционерного краудфандинга основано на анализе влияния двух групп факторов (мотивирующих факторов и поведенческих предубеждений).

Финансовому поведению краудинвесторов свойственно следующее:

- в принятии решений краудинвесторы руководствуются в первую очередь набором эгоистических факторов в отличие от преимущественно альтруистической мотивации инвесторов классического краудфандинга;

- деятельность краудинвесторов более взвешенная и рациональная, так как поведенческие предубеждения (подтверждение, консерватизм, эвристика привязки и корректировки, самоуверенность) оказывают меньшее влияние на принимаемые ими решения по сравнению с инвесторами классических финансовых институтов.

С учетом выявленных двух ключевых особенностей сделан вывод, что поведение краудинвесторов должно рассматриваться отдельно от остальных типов краудфандинга и других инвестиционных активностей.

5. С целью разрешения основных проблем функционирования акционерного краудфандинга (институциональные, управленческие, рискованные, рыночные), препятствующих его дальнейшему развитию в России, предложены организационные меры для функционирования данного финансового инструмента, направленные на охрану интересов участников и минимизацию рисков мошенничества, которые могут быть использованы в российском законодательстве и деятельности финансового мегарегулятора с целью активизации в России инновационного инвестирования и развития малого предпринимательства в приоритетных отраслях, обеспечивающих конкурентоспособность страны на мировых рынках.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в развитии комплекса теоретических положений и рекомендаций, связанных с формированием и использованием инструментария финансирования инноваций в России посредством краудфандинга.

Наиболее существенные научные результаты заключаются в следующем:

– сформулированы финансовые особенности развития российской модели финансирования инноваций (развитие новых инструментов финансирования инноваций; недостаток объема и инструментов финансирования инновационных проектов на ранних стадиях; ограниченный доступ к финансовым ресурсам и возрастающая потребность стартапов в привлечении небольших сумм для начального финансирования и др.), что обосновывает необходимость и приоритетность развития инструментария финансирования на ранних стадиях инновационного цикла;

– расширена система источников и инструментов финансирования инноваций путем включения в состав частных источников непрофессиональных физических лиц и актуализации нового финансового инструмента – краудфандинга, что позволяет вовлечь финансовые ресурсы населения в инновационную деятельность и увеличить тем самым финансирование высокорискованного инновационного бизнеса на ранних этапах развития;

– уточнено экономическое содержание краудфандинга за счет определения субъектного состава участников (эмитент, финансовый портал как кумулятивный посредник и инвестор), классификации его моделей (денежная и неденежная) и типов (благотворительный, классический, акционерный, кредитный), позволяющее интегрировать краудфандинг в единую систему инструментов финансирования инноваций;

– выявлены специфические особенности финансового поведения инвесторов акционерного краудфандинга с целью использования их в системе финансирования и продвижения инновационного проекта на основе методики исследования, состоящей из четырех этапов (подготовительный, социологический, статистический и интерпретационно-аналитический);

– обоснована ограничениями развития в России акционерного краудфандинга необходимость реализации специальных организационных мер для функционирования краудфандинга, среди которых – введение в гражданско-правовой оборот специальной терминологии; установление контроля деятельности участников путем финансовых ограничений.

Теоретическая значимость диссертационного исследования заключается в расширении научных представлений о краудфандинге как новом и перспективном инструменте финансирования инноваций. Полученные в диссертации научные результаты могут послужить основой для дальнейших исследований и разработок в области использования источников и инструментов финансирования инноваций.

Практическая значимость результатов диссертационного исследования заключается в том, что его основные выводы могут быть использованы органами власти финансово-экономического блока, финансовыми организациями и интернет-платформами для инноваторов и инвесторов, а также в учебном процессе при преподавании дисциплин «Инвестиции», «Долгосрочная финансовая политика», «Финансовые методы регулирования экономики», спецкурсов для слушателей системы дополнительного профессионального образования.

Степень достоверности результатов исследования. Достоверность результатов диссертационного исследования обеспечивалась четкой постановкой исследовательских задач, теоретико-методологической проработкой проблемы, применением состоятельных и надежных методов исследования, репрезентативностью выборки респондентов, использованием методов математической статистики в сочетании с качественным анализом и интерпретацией полученных данных.

Апробация результатов исследования. Основные положения и выводы диссертации прошли апробацию на международных научно-практических конференциях: «Управление общественными и корпоративными финансами: формирование ресурсного обеспечения инновационной экономики» (г. Саратов, 2014), «Актуальные проблемы современных общественных наук: научное знание в глобализирующемся мире» (г. Уфа, 2013), «Актуальные вопросы экономики и права» (г. Светлый Яр, 2014), «Развитие налоговых систем России, Украины, Казахстана» (г. Краснодар, 2014), «Бюджетная политика сбалансированного регионального развития» (г. Волгоград, 2013), «Новые технологии наукоемкого машиностроения: приоритеты развития и подготовка кадров» (г. Набережные Челны, 2013), «Актуальные вопросы развития финансовой сферы стран и регионов» (г. Махачкала, 2013), «Актуальные проблемы формирования и реализации налоговой политики» (г. Махачкала, 2013), «Актуальные проблемы обеспечения финансово-экономической безопасности Украины» (г. Тернополь, 2012).

Ряд положений, содержащихся в диссертации и представленных в опубликованных работах, нашли применение в деятельности Министерства экономического развития и торговли Саратовской области, ООО «Факторинговая Компания “Лайф”», онлайн-площадки для стартапов и инвесторов ООО «Старттрек». Выполненные научные разработки также используются в учебном процессе Саратовского социально-экономического института (филиала) ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г. В. Плеханова» в рамках пре-

подавания дисциплин «Инвестиции», «Долгосрочная финансовая политика», «Финансовые методы регулирования экономики».

Публикации. На основе материалов исследования опубликовано 18 работ общим объемом 7,9 п. л. (авторский вклад – 7,1 п. л.), в том числе 4 статьи в изданиях, рекомендованных ВАК Минобрнауки России.

Структура диссертации predetermined поставленной целью и задачами исследования и подчинена общей логике его проведения. Диссертация состоит из введения, трех глав, включающих девять параграфов, заключения, библиографического списка, приложений.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ИНСТРУМЕНТАРИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИЙ

1.1. Теоретико-методологические аспекты финансирования инноваций

Характеризуя переход мировой экономики на инновационный путь развития, исследователи все чаще говорят о формировании «экономики инноваций», «экономики знаний», «новой экономики» и др. Такой тип экономики требует формирования в стране целостной системы, эффективно преобразующей новые знания в новые технологии, продукты и услуги, которые находят своих реальных потребителей (покупателей) на национальных или глобальных рынках. Эту систему и принято называть национальной инновационной системой (НИС). Родоначальником этого нового подхода следует считать К. Фримана, который в конце 1980-х гг. прошлого столетия ввел само понятие национальной инновационной системы¹, как сложной системы экономических субъектов и общественных институтов (таких, как ценности, нормы, право), участвующих в создании новых знаний, их хранении, распространении, превращении в новые технологии, продукты и услуги, потребляемые обществом. Одно из современных определений НИС приводится в работе Metcalfe S. как «совокупность различных институтов, которые совместно и каждый в отдельности вносят свой вклад в создание и распространение новых технологий, образуя основу, служащую правительствам для формирования и реализации политики, влияющей на инновационный процесс. Как таковая, это система взаимосвязанных институтов, предназначенная для того, чтобы создавать, хранить и передавать знания, навыки и артефакты, определяющие новые технологии»².

¹ Freeman C. Technology Policy and Economic Performance. L.: Printer Publishers, 1987.

² Metcalfe S. The Economic Foundation of Technology Policy: Ecvililibrium and Evolutionary Perspective //Handbook of the Economics of Innovation and Technical Change / P. Stoneman (ed.). L.: Blackwell, 1995.

Термин «инновация» не имеет устоявшегося определенного содержания. Огромное влияние на становление теории инноваций оказали работы Й. Шумпетера, который предложил пять типов инноваций: 1) введение в обращение новых продуктов, 2) введение в обращение новых методов производства, 3) открытие новых рынков, 4) освоение новых источников снабжения сырьем или другими ресурсами, 5) создание новых рыночных структур для той или иной отрасли промышленности.

В последние годы обсуждается социокультурная проблематика формирования экономики инноваций. Большинство таких исследований остается в рамках парадигмы определения объема человеческих ресурсов, обладающих потенциалом инновационного развития, выделение групп «носителей» модернизационных изменений и описания их основных социально-экономических характеристик. Такой подход продолжает технико-экономическую традицию определения инноваций, реализованную, например, в современной мировой практике в рамках «Руководство Осло» (Oslo Manual) – документе, подготовленном в 1992 г. Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), который содержит описание феномена инноваций, как введения в употребление какого-либо нового или значительно улучшенного продукта (товара или услуги)³. Минимальным признаком инновации является требование того, чтобы продукт, процесс, метод маркетинга или организации был новым (или значительно улучшенным) для практики данного предприятия.

Проведенный анализ исследований, посвященных сущности инноваций (Приложение 1 таблица 1), показал наличие двух ключевых подходов к пониманию:

1) объектный – рассматривает инновации как результат деятельности, средство, продукцию, технологию и т.п. (российское законодательство);

³ Руководство Осло: Рекомендации по сбору и анализу данных по инновациям. [Электронный ресурс]. URL: http://www.uis.unesco.org/Library/Documents/OECD OsloManual05_rus.pdf (дата обращения: 02.09.2014)

2) процессный – рассматривает инновацию как процесс, изменение, использование и т.п. (международные рекомендательные документы).

В Российской Федерации, как и в большинстве развитых стран, идет активный поиск эффективного подхода, который бы, с одной стороны, опирался на всесторонний анализ и понимание глобальных инновационных процессов, особенностей развития высокотехнологичных мировых рынков, а с другой - учитывал текущее состояние отечественной инновационной сферы, ее сильные и слабые стороны, тот социально-экономический контекст, в котором предстоит осуществить переход к инновационной экономике, основанной на знаниях. Отдельные определения в российских нормативно-правовых документах представлены в таблице 2 Приложения 1. Наиболее четко понятийный аппарат в области инновационной деятельности сформирован в Федеральном законе «О науке и государственной научно-технической политике»: инновация определяется как «введенный в употребление новый или значительно улучшенный продукт (товар, услуга) или процесс, новый метод продаж или новый организационный метод в деловой практике, организации рабочих мест или во внешних связях»⁴ (данное понятие было введено Федеральным законом от 21.07.2011 № 254-ФЗ).

Не ставя перед собой цели уточнить имеющиеся или предложить новое определение, в данном исследовании мы базируемся на зарубежной практике («Руководство Осло») и рассматриваем инновацию как процесс изменений.

Специфическими чертами инноваций являются:

- открытость, что предполагает необходимость постоянной ситуационной коррекции инновационной деятельности в ходе ее осуществления;
- нелинейность, т.е. непредсказуемость инноваций, постоянное наличие момента неопределенности в появлении и реализации, что является

⁴ О науке и государственной научно-технической политике. Федеральный закон от 23.08.1996 года № 127-ФЗ // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

предпосылкой осуществления различных вариантов и моделей инновационного развития и плюрализма в инновационной практике;

- высокий уровень динамики, что подразумевает постоянное развитие, совершенствование видов и форм инновационной деятельности, элементов творчества;

- незавершенность, т. е. присутствие постоянной интенции на генерацию новшеств, изобретений, появление творчества на всех уровнях как фактора и источника саморазвития и самоорганизации общества;

- альтернативность, включающую возможность выбора и реализации множества инвариантов инновационного развития;

- вероятностный и рисковый характер, что предполагает высокую степень неопределенности их реализации и эффективности, а также отсутствие гарантий как коммерческого, так и социального успеха

- системность инноваций, подразумевающую их осуществление при условии мобилизации всех видов и форм деятельности на различных уровнях в единый процесс, направленный на реализацию главной инновационной идеи;

- объективность, т.е. детерминированность инноваций и обусловленность их социокультурными, историческими, производственными и другими обстоятельствами и потребностями.

- процессуальность, которая проявляется в существовании особого «жизненного цикла» инновации, в течение которого поэтапно происходит реализация нововведений:

- 1) Первый этап – «посевной» («seed»), когда бизнес-идея продвигается командой разработчиков либо юридически не оформленной, либо организованной в новое юридическое лицо.

- 2) Второй – «становление» («start-up»). На данном этапе у компании еще нет рыночной истории и крупных активов, но которые она в состоянии продемонстрировать образцы готового продукта, предназначенные для рынка. Финансирование таким компаниям нередко предоставляют бизнес-

ангелы. Бизнес-ангелами обычно называют состоятельных частных инвесторов, вкладывающих деньги в рискованные инновационные компании или проекты, еще не оформленные в отдельное юридическое лицо. В России сегодня деятельность «ангелов» нередко носит благотворительный характер и основана на психологии богатых людей, готовых помочь в развитии рискованного высокотехнологичного бизнеса.

3) Третий этап – стадия «роста» («growth») или «ранняя стадия» («early stage»). Такие компании, как правило, уже имеют рыночный продукт, способны производить его в небольших количествах, но им не хватает своей прибыли для организации масштабного производства, инвестиций в оборудование, в рекламу и т.д. Иногда им требуются ресурсы и для продолжения НИОКР с целью окончательной доводки рыночных образцов.

4) Четвертый этап – «расширение» («expansion»), когда компания уже является жизнеспособной и ее продукт пользуется спросом.

Курс на инновационную экономику взяли все страны мира. Так, например, если сравнить современный мировой рынок высоких технологий (объем которого составляет порядка 3 трлн долл.) и рынок энергетических ресурсов (объем - 700 млрд долл.), то их соотношение составит 4:1. В течение ближайших лет (до 2020 г.) прогнозируется динамичный рост объема рынка высокотехнологичной продукции до 10–12 трлн долл. по основным направлениям, и падение рынка энергетических ресурсов – до 1 трлн 200 млн долл.⁵ Таким образом, в глобальном масштабе произойдет кардинальное изменение инновационной и традиционной ресурсной базы, которое составит 10:1. Последние годы расходы на освоение составляющих новый уклад технологий и масштаб их применения растут с темпом около 35% в год⁶. Есть серьезные основания полагать, что после структурной перестройки экономи-

⁵ Кузык Б. Инновационное развитие России: сценарный подход [Текст] / Б. Кузык // Экономические стратегии. – 2009. – № 1. – С. 56-67

⁶ Россия на пути к современной динамичной и эффективной экономике. Доклад РАН России / Под редакцией академиков А.Д. Некипелова, В.В. Ивантера, С.Ю. Глазьева. М., 2013. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.ras.ru/news/shownews.aspx?id=4f0a07fe-8853-4eda-9428-574f5fcf0654#content> (дата обращения: 21.05.2014).

ки ведущих стран на его основе, которая продлится еще 3-5 лет, начнется новая длинная волна экономического роста.

Финансовый кризис 2008 года стимулировал процессы конкуренции и реструктуризации компаний и целых отраслей, а антикризисные решения и программы, реализованные в США, ЕС, Японии подтвердили высокую приоритетность науки и инноваций. В США поставлена задача доведения расходов на науку до 3% ВВП (что практически уже достигнуто). В ЕС считают необходимым доведение расходов на науку в среднем до 2,6-2,8% ВВП. В Японии расходы на науку уже давно превысили 3%-й уровень и постоянно увеличиваются (по последним данным, доля расходов на науку оставляет 3,45%). Растет также число исследователей в ведущих странах мира и расходы на одного исследователя.

Крупные развивающиеся страны – Китай, Индия, Бразилия осваивают новые для них траектории роста на основе глобализации инновационной деятельности, сочетая активную политику привлечения иностранных инвестиций в наукоемкие отрасли сначала с торговой экспансией, а затем и осуществлением собственных инвестиционных проектов в сфере хайтека. Модернизация сельского хозяйства, промышленности, строительства, транспорта и связи на основе новейших технологических решений, реализованная в странах, где проживает большая часть населения мира, принципиально меняет картину глобального развития. В Китае и Бразилии рост расходов на науку сдерживается нехваткой исследователей. Тем не менее, в Китае доля расходов на науку уже достигла 1,8% ВВП и продолжает расти. Согласно Плану-2020, власти КНР в долгосрочной перспективе намерены создать инновационно ориентированное государство⁷. Руководство Китая открыто ставит инновации и научные разработки на первый план, называя их основой национального развития: снижение зависимости экономики от импортных технологий до 30% и увеличение доли высокотехнологичных производств во всем

⁷ За наукой в Поднебесную //Госменеджмент. Электронный журнал. 2014. №8. [Электронный ресурс]. URL: <http://gosman.ru/?news=33785> <http://gosman.ru/?news=36345> (дата обращения: 03.08.2014)

объеме ВВП до 60% и сроки, к которым показатели должны быть достигнуты. Национальная сеть инновационных исследований Китая включает 5400 национальных правительственных учреждений, 3400 университетов, аффилированных с научно-исследовательскими учреждениями, работают 13 тыс. исследовательских институтов в крупных государственных предприятиях и 41 тыс. негосударственных научно-ориентированных предприятий. Согласно американской статистике, в США каждый пятый, получающий степень PhD, – китаец.

В мире сложились достаточно универсальные тенденции развития инновационных систем. Важнейшую роль в них играет государство, развивающее координационные механизмы для увязки действий их субъектов и регулирующее «провалы рынка». В сфере инноваций выделяют несколько таких провалов рынка⁸: дилемма «совершенная конкуренция – инновационная рента»; некомпенсируемые внешние эффекты; дублирующие исследования; недостаточность скорости распространения новых знаний; недоступность крупномасштабных вложений; проблемы внутренней координации инновационного процесса; «ухудшающий отбор», «моральный риск» и проблема принципала – агента при заказе на исследования; институциональные ловушки инновационного развития («психологической неготовности», рентоориентированного развития, а догоняющей модернизации и копирования); некомплементарность инновационного потенциала, инновационных затрат, институциональной среды.

Именно провалы рынка в инновационной сфере вынуждают государственные органы развитых стран в случае необходимости принимать на себя часть расходов и ответственность, регулировать направления рынка инноваций и быстро реагировать на изменение ситуации. Рынок сам по себе не сможет заставить инвесторов уйти из наиболее прибыльных на сегодня сырьевых секторов и переместить свободные капиталы в сектора с очень высоки-

⁸ Эффективное государственное управление в условиях инновационной экономики: формирование и развитие инновационных систем [Текст]: Монография / С.Н. Сильвестров, И.Н. Рыкова; под ред. С.Н. Сильвестрова и И.Н. Рыковой. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2011. – С. 8.

ми рисками и гораздо более длительными сроками окупаемости. В этой связи важно определить область и степень участия граждан, бизнеса, публичных институтов (государственных, региональных, муниципальных) в инновационном развитии.

Роль государства в финансировании инновационного развития, по мнению многих экспертов, может быть реализовано на основе двух альтернативных подходов:

1) государство напрямую инвестирует из бюджета в отдельные проекты (мировой исторический опыт доказал низкую эффективность такой политики);

2) государство создает преференции для частного капитала путем разделения рисков, уменьшает налоговую нагрузку, устраняет различного рода барьеры, начинает само инвестировать в инфраструктуру и др. При этом ключевой задачей государства становится создание условий для повышения экономической отдачи от вложений в науку.

Мировая практика указывает также на двоякую роль государства в инновационной сфере – инвестора и администратора - и важность баланса между ними. Администрирование направлено в первую очередь на поиск новых прорывных сегментов и отраслей, их развитие и становление на начальном этапе. При этом роль государства как администратора снижается в отношении уже работающих и конкурентных отраслей (они развиваются самостоятельно на открытом рынке и переходят к саморегулированию), и сводится к поддержанию благоприятных условий для их успешной работы и оказанию необходимой ситуационной поддержки. В России государство в течение продолжительного периода времени продолжает играть роль активного администратора и регулятора для всей инновационной отрасли в целом. Во многом это обусловлено структурой экономики и слабым спросом на инновации.

На современном этапе развития инновационной экономики России целесообразно концентрировать финансовые ресурсы и возможности государства

на поддержке продуктовых, организационных и процессных инноваций, что повысит реалистичность и действенность государственной поддержки.

По результатам проведенного в России в конце 2012 года исследования, выделена группа новаторов – носителей инновационного потенциала в современном российском обществе, в большинстве своем (включающем прежде всего тех, кто согласованно оценивает собственный потенциал и его востребованность в обществе) выбирает не самостоятельную деятельность, а занятие позиций в государственном аппарате⁹. С одной стороны, такая ориентированность инновационно настроенной части общества работает в пользу «модернизации сверху», однако, с другой стороны, сложившая структура предпочтений соответствует модели государственного капитализма, когда государство мыслится как главный собственник и предприниматель, а госслужба – как работа в самой крупной управляющей компании. Такое смешение функций различных общественных институтов характерно для современной России, но оно вряд ли продуктивно с точки зрения инновационного развития, а направленный в эту сторону инновационный человеческий потенциал с большой долей вероятности будет израсходован впустую.

Важнейшими элементами и основой здоровой экономики в большинстве стран являются малый бизнес и создание новых инновационных предприятий. Неоклассическая модель экономического роста Солоу-Свона доказала, что экономический рост тесно связан с инновационным уровнем страны¹⁰. Малый бизнес вносит существенный вклад в развитие инновационной экономики многих стран: во Франции - 4,2 %, в США, Германии и Италии – более 5 %, Канаде, Великобритании – более 10 %¹¹. В современной российской

⁹ Инновационный и предпринимательский потенциал общества //Обследование Левада Центра по заказу Центра макроэкономических исследований Сбербанка России. Январь 2012 2 [Электронный ресурс]. URL: https://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CB0QFjAA&url=https%3A%2F%2Fwww.sbrf.ru%2Fcommon%2Fimg%2Fuploaded%2Ffiles%2Fpdf%2Fpress_center%2F2012%2F1%2FIPPS.pdf&ei=L4T9VM3DCsL5ywPGoYHwBw&usq=AFQjCNGjMCtEEOO40CUC00FVb32_xDXxw&bvm=bv.87611401,d.bGQ&cad=rjt (дата обращения: 21.12.2013).

¹⁰ Solow R.M. A Contribution to the Theory of Economic Growth //Quarterly Journal of Economics. 1956. №70, pp.65–94.

¹¹ Новиков А.А. Ресурсы и факторы инновационного развития российской экономики //Интернет-журнал «Науковедение». 2012. № 4. С. 6 [Электронный ресурс]. URL: <http://naukovedenie.ru/PDF/132evn412.pdf> (дата обращения: 21.06.2014).

же экономической практике доля малого бизнеса в ВВП не превышает 17% (в развитых странах – около 50%), а доля инновационного малого бизнеса не превышает 1 % ВВП.

Финансовые проблемы и кризисы протекают в условиях переживаемого мировой экономикой перехода на новый технологический уклад, а также на фоне серьезнейших изменений в климатической, экологической и энергетической сферах. Процессы во всех этих областях предъявляют принципиально новые требования, как к размещению имеющихся ресурсов, так и к экономическим институтам.

Определяющими тенденциями в текущем десятилетии в этой сфере мирового хозяйства российские экономисты определяют¹²:

- рост производства нетрадиционных и альтернативных источников энергии с использованием новых технологий, что в значительной степени будет определять рост конкуренции на рынке энергоресурсов;
- снижение удельных затрат всех видов ресурсов на единицу ВВП и гораздо более медленный, чем в 2001–2010 гг., прирост их потребления;
- ускоренное превращение энергетических рынков в «рынки покупателя».

В завершение данного параграфа выделим основные тенденции и определяющие черты современной экономики инноваций, присущие не только современной инновационной политике стран с развитой рыночной экономикой, но и России:

1) инновационная ориентированность экономики, предполагающая переориентацию с сырьевой (ресурсноориентированной) экономики на систему долгосрочных технологических приоритетов с учетом глобальных тенденций, внутренних социально-экономических задач, связанных с устойчивым

¹² Россия на пути к современной динамичной и эффективной экономике. Доклад РАН России /Под редакцией академиков А.Д. Некипелова, В.В. Ивантера, С.Ю. Глазьева. М.: 2013. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.ras.ru/news/shownews.aspx?id=4f0a07fe-8853-4eda-9428-574f5fcf0654#content> (дата обращения: 21.05.2014).

развитием, повышением конкурентоспособности и национальной безопасности;

2) активизация (стимулирование) инновационного развития путем создания благоприятных условий, стимулирование инновационного поведения всех экономических участников;

3) повышенная значимость государственных и общественных институтов, ориентированных на разработку, демонстрацию и тиражирование и использование нестандартных методов и инструментов регулирования;

4) внедрение и развитие новых инструментов финансирования инноваций с использованием интернет-технологий, обладающих новыми качественными свойствами (в частности, краудтехнологии);

5) поиск оптимального соотношения между масштабами и инструментами финансового стимулирования инноваций, исследований и разработок с целью повышения отдачи от собственных инвестиций и достижения мультипликативного эффекта;

6) рост интереса к сектору наукоемких услуг и нетехнологическим инновациям (организационным, управленческим, маркетинговым, потребительским) и решающего значения информационных и коммуникационных технологий;

7) активизация социально-ориентированных инноваций, предполагающие ориентацию инвестиций в социальную сферу и качество жизни в стране (образовательные и медицинские услуги и др.);

8) возросший интерес общества к вопросам замещения импорта и увеличения значения отечественного производства.

1.2. Финансовое состояние инновационной среды России

Обсуждение условий формирования инновационной экономики в России продолжает быть актуальным уже не одно десятилетие. При этом, оши-

бочно считать, что для развития экономики инноваций в России достаточно увеличивать вложения в НИОКР. Линейной зависимости в данном случае нет, т.к. для получения действенного эффекта необходимы прежде всего, экономика соответствующего технологического уровня, инновационно ориентированная инфраструктура, востребованность инноваций.

Процессы технологического перевооружения российского бизнеса развиваются с задержкой и далеко не в том объеме, как в передовых и динамично развивающихся странах, потенциал отечественных производителей хайтека используется недостаточно, зависимость от иностранных технологий нарастает. Интерес иностранных инвесторов, носителей передовых технологий, к российскому рынку сдерживается различными причинами как производственного, так и институционального характера. Крупнейшие российские компании, являющиеся монополистами на внутреннем рынке профильной продукции, уступают глобальным лидерам по мощности предприятий, имеют избыточные непроизводственные издержки, отсутствуют на фондовом рынке устойчиво ликвидных акций (кроме сырьевых гигантов, банков с государственным участием и крупных интернет-компаний). Активизацию деятельности иностранных инвесторов на российском рынке ограничивает и закрытость корпоративных структур. Большая часть этих факторов сдерживает и стратегическую инновационную активность российского бизнеса, и возможности реализации эффективных догоняющих стратегий. По этим причинам отставание России в ближайшие годы может усилиться.

В рейтинге лучших стран для ведения бизнеса¹³ Россия заняла 43 место (61,6 балла) наряду с Оманом, место перед ними заняла Болгария, а на 44-й строчке оказалась Панама¹⁴. Первые три места разделили Гонконг, Канада и США.

¹³ Рейтинг Bloomberg составляется на основе 6 показателей: стоимость начала бизнеса, транспортные расходы, готовность клиентской базы, стоимость труда и материалов, также учитываются риски и расходы, связанные с коррупцией и нарушением прав человека, и экономическая интегрированность страны.

¹⁴ Bloomberg: В рейтинге лучших стран для бизнеса Россия — 43-я //Госменеджмент. Электронный журнал. 2014. №8. [Электронный ресурс]. URL: <http://gosman.ru/?news=33785> (дата обращения: 03.08.2014)

В инновационном рейтинге¹⁵ стран Россия находилась в шестом десятке среди 142 стран мира вплоть до 2014 года, итогам которого заняла 49 место, поднявшись на 13 пунктов по сравнению с 2013 годом (Приложение 2, Таблица 1). По мнению экспертов, страна имеет сильные позиции в сфере человеческого капитала и научных исследований, однако отстает качество институтов, уровень конкуренции и инвестиционный климат. Россия входит в число 15 стран, в которых зафиксирован рост расходов на науку за период с 2008 года (посткризисный). Следовательно, при сохранении и развитии конкурентных преимуществ, в том числе путем восстановления роста расходов на науку, реализации эффективных мер по повышению качества институтов и улучшению инвестиционного климата, можно ожидать повышение инновационной активности российской экономики.

По показателю величины расходов на исследования и разработки (R&D), как в абсолютном, так и в относительном выражении, Россия уступает странам ОЭСР, а также передовым азиатским странам (Приложение 2 Таблицы 2 и 3). Согласно проведенному анализу, наибольшие объемы финансирования инноваций на протяжении 13 лет демонстрирует США, увеличившие расходы в 1,7 раза (Приложение 2 Таблица 2).

На долю страны-лидеров по затратам на исследования и разработки в 2012 году (так же как и в предыдущие годы), к которым относятся США, Китай, Япония, Германия, приходится 90% совокупных затрат стран-участниц ОЭСР (Рис. 1). При этом наибольшими темпами наращивает финансирование инноваций экономика Китая - в 9 раз. Ощутимый рост расходов на ИР демонстрирует Южная Корея – в 3,5 раза, а также Сингапур – в 2,7 раза за 13 лет. Россия по темпам роста соответствует Корее и Сингапуру – рост в 3,6 раза с 2000 года. Однако суммарные объемы финансирования сопоставимы с Великобританией, при этом в 12 раз уступают США и почти в 8 раз – Китаю.

¹⁵ Глобальный Инновационный Индекс (The Global Innovation Index) рассчитывается для стран, население которых составляет свыше 90% населения планеты, а суммарный ВВП – 98% товаров, производимых в мире

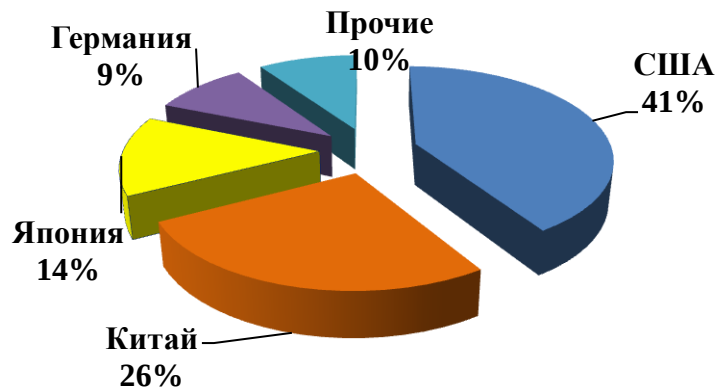


Рис. 1. Страны-лидеры по затратам на исследования и разработки в 2012 году, %
Источник: Составлено автором на основе статистических данных ОЭСР. /Main Science and Technology Indicators, 2014 [Электронный ресурс]. URL: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=33210> (дата обращения: 03.08.2014)

На основании анализа соотношения расходов на инновации и ВВП можно заметить, что в 2012 году внутренние затраты на научные исследования и разработки в России составили 1,25% ВВП (Приложение 2 Таблица 3). Значения аналогичного показателя составляют: для Китая - 1,98%, в среднем по странам ОЭСР - 2,39%; 2,79% в США; 3,35% в Японии; 4,35 % в Корее. При этом расходы большинства стран на данные цели имеют тенденцию к увеличению. Высокими темпами наращивает расходы на НИОКР Китай, который уже вытеснил Японию со второго места по объему расходов на исследования и разработки. В 2012 году к числу стран, быстро увеличивающих расходы на НИОКР, присоединились Малайзия, Индонезия и Саудовская Аравия. Расходы на исследования и разработки в России в 2012 году увеличились по сравнению с 2011 годом лишь на 0,16% по отношению к ВВП.

С учетом опыта мировых лидеров, очевидна необходимость обеспечить скорейшее увеличение расходов на НИОКР до 3% ВВП¹⁶. Как показывает опыт, совершения технологических прорывов в новых индустриальных странах, послевоенной Японии, современном Китае, и в нашей стране, требуемое для этого наращивание инвестиционной и инновационной активности связа-

¹⁶ Россия на пути к современной динамичной и эффективной экономике. Доклад РАН России /Под редакцией академиков А.Д. Некипелова, В.В. Ивантера, С.Ю. Глазьева. М.: 2013. С. 58-59 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.ras.ru/news/shownews.aspx?id=4f0a07fe-8853-4eda-9428-574f5fcf0654#content> (дата обращения: 21.05.2014).

но с повышением нормы накопления до 35-40% ВВП с ее концентрацией на прорывных направлениях глобального экономического развития¹⁷. При этом, чтобы «удержаться на гребне» новой волны экономического роста, инвестиции в развитие производств нового технологического уклада должны увеличиваться ежегодно не менее, чем в 1,5 раза.

В России доля внутренних затрат на гражданские исследования и разработки по отношению к ВВП составляет 0,8% (Приложение 2 Рис. 1). По этому показателю Россия находится в третьем десятке среди государств мира. Россия также сильно отстает от лидеров по внутренним затратам в расчете на одного исследователя (75,4 тыс.долл.). Например, в США этот показатель составляет 267,3 тыс.долл. (Приложение 2 Рис. 2). Расходы в расчете на душу населения в России в 4 раза ниже, чем в развитых странах. При этом затраты на душу населения в Японии в 7 раз выше, чем в России, в США в 7,4 раза выше, в Германии в 5,3 раза выше¹⁸.

Важно обратить внимание на еще одно отличительное свойство российской инновационной среды, заключающееся в неравномерном территориальном распределении и использования инновационного потенциала России. (Приложение 3). Около 70% затрат на технологические инновации приходится на 3 федеральных округа: Центральный, Уральский и Приволжский. Причем, в структуре производимых инновационных товаров, работ и услуг доминирует Приволжский федеральный округ (Республики Башкортостан и Татарстан, Самарская и Ульяновская области), на долю ПФО приходится около 40% инновационной продукции, вторым является Центральный округ (Москва, Московская, Липецкая и Ярославская области), но доля округа в динамике снижается и в затратах на инновации, и в производстве инновационной продукции. Региональная дифференциация проявляется и в других показате-

¹⁷ Россия на пути к современной динамичной и эффективной экономике. Доклад РАН России /Под редакцией академиков А.Д. Некипелова, В.В. Ивантера, С.Ю. Глазьева. М.: 2013. С. 59-60 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.ras.ru/news/shownews.aspx?id=4f0a07fe-8853-4eda-9428-574f5fcf0654#content> (дата обращения: 21.05.2014).

¹⁸ Атанов Н.И., Антипин Д.А. Анализ финансовых аспектов инновационного процесса в Российской Федерации //Вестник Иркутского государственного технического университета. – 2013. – № 12 (83). – С. 281-287

лях инновационной сферы (численность занятых исследованиями и разработками, число организаций в инновационной сфере и др.). Комплексная оценка сравнительного уровня инновативности субъектов РФ, включающая оценку инновационного потенциала, инновационной активности и региональной поддержки инноваций, показывает лидирующие позиции Москвы, Санкт-Петербурга, Московской, Калужской, Самарской, Томской, Ульяновской, Тверской областей, Республики Татарстан.

Другой отличительной чертой России в финансировании инновационных разработок является повышенная роль государства по сравнению с бизнес-сообществом. Вместе с тем, в период крупномасштабных структурных изменений экономической турбулентности, когда рыночные механизмы дают сбой, ведущую роль в генерировании иницирующего импульса, необходимого для вывода экономики на новую траекторию развития, должно взять на себя государство. Как показало проведенное нами сравнительное исследование структуры финансирования НИОКР в странах-лидерах мирового инновационного развития, в России существенно большая часть расходов на исследования и разработки финансируется государством – 67,84% в 2012 году (Приложение 4). При этом заметна тенденция продолжающегося роста государственного финансирования с 57,8% в 2000 году, с пиком этого показателя в 2010 году – на уровне 70,35%.

Для сравнения доля государства в финансировании научных исследований в ЕС составляют около 30% (2011 год), в США – 30,79%, в Японии – 16,84%, и даже Китай снизил этот показатель с 33,41% в 2000 году до 21,57% – в 2012 году (Рис. 2.). В среднем по странам ОЭСР доля корпораций в общенациональных затратах на НИР составляет около 60%. В России же финансирование исследований и разработок частным сектором на протяжении исследуемого периода (2000-2012 гг.) находилось в интервале 27-32% от совокупных затрат на исследования и разработки. При этом крупнейшие российские компании в среднем тратили на НИОКР 0,2% своей годовой выручки (зарубежные – 2-3%, а у технологических лидеров этот показатель достигал

3,5%). Следует отметить, анализ показал, что в Европе соотношение между основными инвесторами несколько отличается от американского и азиатского в части значительно большей роли государственных инвестиций.

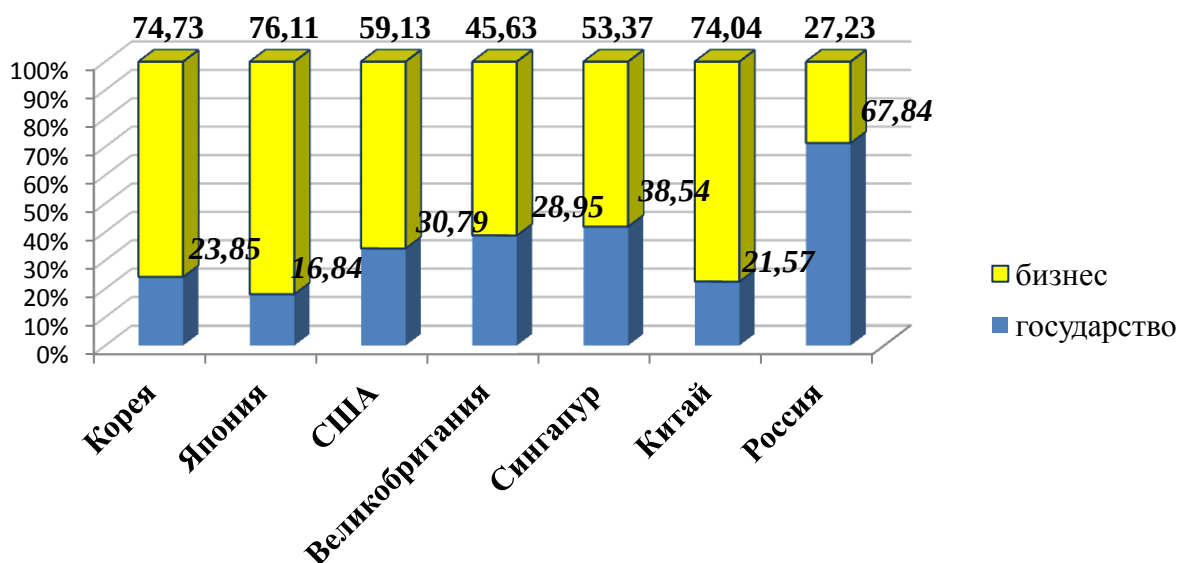


Рис.2. Отличие России по структуре финансирования НИОКР в 2012 году, %
 Источник: Составлено автором на основе статистических данных ОЭСР: Main Science and Technology Indicators, 2014 [Электронный ресурс]. URL: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=33210> (дата обращения: 03.08.2014)

Баланс взаимодействия частного сектора и государства оказался под угрозой в период последнего кризиса: бизнес столкнулся с массовым падением спроса на все виды товаров и услуг, включая наукоемкие, а государственное финансирование сокращалось в условиях повсеместных дефицитов бюджетов. Согласно опросу ВЦИОМ доля россиян, не имеющих собственного бизнеса и не планирующих в будущем начать свое дело растет с 65% в 2011 году до 72% в 2013 году.

На сегодняшний момент ключевой проблемой является в целом низкий спрос на инновации в российской экономике, а также его неэффективная структура – избыточный перекося в сторону закупки готового оборудования за рубежом в ущерб внедрению собственных новых разработок. Ни частный, ни государственный сектор не проявляют достаточной заинтересованности во внедрении инноваций. Восприимчивость бизнеса к инновациям технологического характера остается низкой. В 2009 году разработку и внедрение

технологических инноваций осуществляли 9,4 % от общего числа предприятий отечественной промышленности, что значительно ниже значений, характерных для Германии (71,8%), Бельгии (53,6%), Эстонии (52,8%), Финляндии (52,5%), Швеции (49,6%). Мала доля предприятий, инвестирующих в приобретение новых технологий (11,8%). Низка не только доля инновационно активных предприятий, но и интенсивность затрат на технологические инновации, составляющая в промышленности России 1,9% (аналогичный показатель в Швеции 5,4%, в Финляндии – 3,9%, в Германии – 3,4%).

Несмотря на увеличение расходов на исследования и инновации их результативность и эффективность не растут. Рост бюджетного финансирования, направляемого на поддержку исследований и разработок, на развитие сектора генерации знаний, не привел к должному росту инновационной активности предприятий. За период с 2000 по 2012 года доля средств российского предпринимательского сектора во внутренних затратах на исследования и разработки уменьшилась с 32,86 до 27,23%. В целом затраты на технологические инновации организаций промышленного производства составили в 2012 г. 430,5 млрд. руб. (Приложение 5). Доля высокотехнологичной продукции в общем объеме отгруженной продукции в 2012 году составил 8% (по оценкам, пороговое значение – 15-20%¹⁹, при этом в развитых странах доля инновационной продукции доходит до 30-40%), а удельный вес организаций, осуществлявших технологические инновации, около 10% общего количества промышленных предприятий (Приложение 5). Удельный вес инновационных товаров и оказанных услуг в объеме отгруженных товаров составил в 2012 г. 7,8% (что 3,3% больше, чем в 2009 году). Несмотря на некоторое улучшение положения дел в последние годы, масштаб финансирования научных исследований остается весьма низким.

В целом расходы российских компаний на инновации (в процентах к ВВП) значительно ниже, чем в странах - инновационных лидерах и в странах

¹⁹ Глазьев С. Ю., Локозов В. В. Оценка предельно критических значений показателей состояния российского общества и их использование в управлении социально-экономическим развитием [Текст] / С. Ю.Глазьев, В. В. Локозов // Вестник Российской академии наук. – 2012. – Т. 82. – № 7. – С. 587-604.

«второго эшелона», и составляют 1,24% по сравнению с 2,5-4,5% в среднем в странах - инновационных лидерах и 1,5-2,5% в странах «второго эшелона». Российские компании тратят на инновации значительно меньше своих зарубежных конкурентов в соответствующих секторах. В рейтинге за 2011 год 1000 крупнейших компаний, осуществляющих исследования и разработки, представлены только 3 российские компании: Газпром (108-е место по абсолютному объему затрат на исследования и разработки, доля затрат на них в выручке – 0,6%), Автоваз (758-е место, 0,8%), ОАО «Ситроникс» (868-е место, 2,6%). Для сравнения, доля расходов на исследования и разработки в бюджетах компаний-лидеров мировой автомобильной индустрии более чем в 6 раз выше, чем у российского автопроизводителя: у General Motors (2-е место в рейтинге по объему затрат на исследования и разработки) она составляет 4,4% от выручки, у Toyota (4-е место в рейтинге) – 3,9%. Для ведущих мировых телекоммуникационных компаний соответствующий показатель в 10 раз выше, чем у российского лидера: так, у компании Qualcomm (США, 43-е место в рейтинге) он составляет 20,6% от выручки. В рейтинге 2012 года Россия была представлена только ОАО «Газпром», переместившись на 200 место, за счет снижения затрат на НИОКР на 40% при наблюдаемом совокупном росте вложений участников рейтинга на 5,8%. Необходимо отметить, что холдинги из первой двадцатки ТОП-1000 тратят от 4% до 20% от выручки на исследования, ОАО «Газпром» в 2012 г. израсходовал менее 0,4% от выручки. Важно также отметить, что в России отмечается низкая вовлеченность крупных промышленных компаний именно с государственным участием в финансирование инновационных проектов и исследований, не говоря уже о классическом частном секторе.

Уровень инновационной активности предприятий значительно уступает показателям стран-лидеров в этой сфере. Инновационная активность в области технологического предпринимательства в России остается низкой – на уровне, не превышающем 10% (доля инновационно-активных компаний в

общем числе компаний), что особенно наглядно видно при сравнении с развитыми странами мира (Рис. 3).

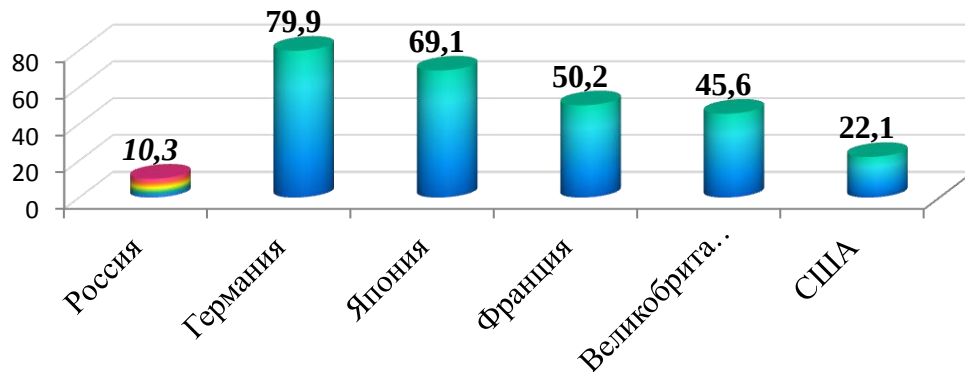


Рис. 3. Доля инновационно-активных предприятий, осуществляющих технологические инновации в 2013 году, %

Источник: составлено автором на основе:

Индикаторы инновационной деятельности: 2013 [Текст]: Стат. сб. – М.: Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2013. С. 446

Недостаточный уровень инновационной активности усугубляется низкой отдачей от реализации технологических инноваций. Хотя в абсолютном выражении объемы инновационной продукции постоянно повышаются (в 2011 году – на 69%, в 2012 году – на 36%), затраты на технологические инновации растут еще быстрее (в 2011 году – на 83%, в 2012 году – на 23%, и в 2,2 раза в 2012 году по сравнению с 2009 годом) (Приложение 5). Как следствие, на 1 рубль таких затрат в 2011 году приходилось 2,87 рубля инновационной продукции, в 2012 году – 3,17 рубля инновационной продукции против 5,5 рубля в 1995 году.

Во многом низкий спрос на инновации объясним сырьевой направленностью российской экономики. Доля экспорта российской высокотехнологичной продукции в ВВП составляет всего 5% в 2012 году на фоне показателя 70-80% экспорта энергоносителей. При этом по прогнозам доля инновационного сектора в ВВП России должна повыситься до 17% в 2030 году при снижении доли нефтегазового сектора до 10 %.

В 2009-2011 годах доля высокотехнологичного²⁰ сектора в ВВП составляла 0,9%, в развитых странах доля высокотехнологичных наукоемких производств в ВВП превышает 2%, в Корее – более 5%. По оценкам реализация государственных программ развития высокотехнологичных отраслей позволит нарастить долю сектора в ВВП до 1,3% к 2020 году. С 2009 по 2011 год доля наукоемких²¹ отраслей в ВВП сократилась с 7,6% до 6,8%, в наибольшей степени сократилась доля образования. В развитых странах доля наукоемких отраслей в ВВП превышает 10%. По оценкам к 2020 году доля наукоемких отраслей увеличится до 10,7% (Приложение 6).

На Рис. 4 наглядно показан дисбаланс российской экономики и чрезмерно высокая зависимость от группы топливно-сырьевых товаров²², что делает её уязвимой к воздействию внешних факторов.

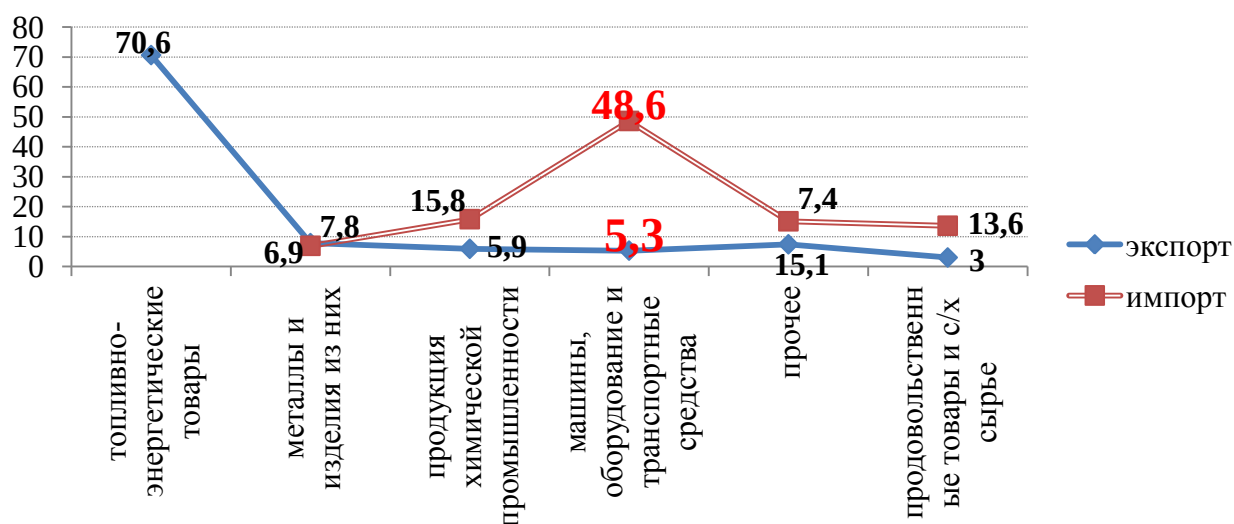


Рис. 4. Товарная структура российского экспорта и импорта в 2013 году

Источник: Составлено автором на основе: Россия в цифрах. 2014.

Крат. стат. сб./Росстат- М., 2014 – С, 520. [Электронный ресурс]. URL:

http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1135075100641 (дата обращения: 03.04.2014)

²⁰ В соответствии с методологией ОЭСР критерием отнесения к высокотехнологичным наукоемким отраслям является степень прямого и косвенного использования результатов НИОКР в том или ином виде экономической деятельности. К высокотехнологичным относят производственные виды экономической деятельности: производство летательных аппаратов, производство фармацевтической продукции и медицинских изделий, средств измерений и контроля, электронная и радиоэлектронная промышленность, производство офисного оборудования и вычислительной техники.

²¹ К наукоемким относят виды экономической деятельности, производящие услуги, среди которых на формирование новой экономики, основанной на знаниях, в наибольшей степени оказывают влияние: образование, здравоохранение, научные исследования и разработки.

²² Ермакова Е.А. Формирование нефтегазовых доходов России: налоговый аспект. //Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2012. №9.

Россия сегодня экспортирует машиностроительного оборудования всего на 27 млрд долл., т.е. сколько Южная Корея и Тайвань экспортировали 20 лет назад, а Таиланд - 10 лет назад²³. В результате сегодня Южная Корея и Тайвань экспортируют машиностроительной продукции в 11,5 раз больше, чем Россия. По доле высокотехнологичной продукции в общем объеме экспорта показатели России сравнимы с ЮАР – 3,02% и Турцией – 3,44%. Лидерами-экспортерами высокотехнологичной продукции являются Филиппины – 1 место (54,33%), Китай – 50,79%, Тайвань – 48,09%, Малайзия – 44,50%, Израиль – 31,11%, Таиланд – 30,65%, США – 28,51%. По абсолютным объемам экспорта высокотехнологичной продукции Россия более чем вдвое уступает Дании, Греции и Австрии, Корею и Малайзии – примерно в 13 раз, Германии и Великобритании – в 27, Японии – в 38, США – в 70 раз²⁴.

Получается, что Россия поставляет «интеллектуальное сырье» (идеи и разработки) на рынок инноваций, а обратно импортирует готовые технологии и оборудование, созданное, в том числе, на основе российских разработок. Такая ситуация не может не настораживать и позволяет говорить о необходимости активизации деятельности по поддержке национальных инновационных компаний.

На основе проведенного сравнительного анализа состояния инновационной среды выделены ключевые особенности российской модели финансирования инноваций:

- низкий уровень внутренних расходов на исследования и разработки: Россия тратит средств на исследования и разработки в 4 раза меньше, чем Япония, почти в 8 раз меньше, чем Китай и в 12 раз меньше, чем США;
- отсутствие существенного роста расходов на исследования и разработки – колебание в пределах 1,1% ВВП;

²³ Господдержка выхода национальных инновационных компаний на международные рынки [Электронный ресурс]. URL: <http://gasweek.ru/index.php/547-gospodderzhka-vykhoda-natsionalnykh-innovatsionnykh-kompanij-na-mezhdunarodnye-rynki> (дата обращения: 03.06.2014)

²⁴ Васильев С.В. Правовые средства налогового стимулирования инновационной деятельности. [Текст] / С.В. Васильев. – М.: Торгово-промышленная палата Российской Федерации, 2008. – 120 с.

- неравномерное территориальное распределение и использование инновационного потенциала России и высокий уровень концентрации в небольшом количестве субъектов РФ;
- преобладание доли государственного финансирования исследований и разработок (около 70% ВВП) с усилением тенденции на протяжении 13 последних лет (рост доли государственных расходов в ВВП – на 13%);
- слабое участие бизнеса в финансировании НИОКР (27% ВВП), при этом ни частный, ни государственный сектор не проявляют достаточной заинтересованности во внедрении инноваций;
- низкий спрос на инновации, порождаемый сырьевой направленностью российской экономики.

Для реализации целей формирования в России конкурентоспособной экономики инноваций и достижения показателей, определенных комплексом взаимосвязанных программных документов, считаем возможным переориентировать финансовые регулятивные механизмы активизации инновационного сектора в направлении создания действенных условий развития инновационной среды, в том числе не столько за счет сокращения государственного финансирования инноваций, но путем повышения качества государственных финансовых регуляторов (инструментов и институтов).

1.3. Источники и инструменты финансирования инноваций

Формирование и развитие инновационной политики обязательно предполагает выбор источников и инструментов финансирования инноваций в государстве. Прежде чем систематизировать источники, инструменты методы финансирования инноваций, необходимо четко определиться с пониманием этих основных терминов. Под источниками финансирования инноваций мы понимаем финансовые институты, компании и организации разных форм собственности и организационно-правовых форм, различные фонды, а также

физические лица, которые обеспечивают финансовыми ресурсами инновационные проекты. В трактовке западной экономической традиции, финансовые институты являются посредниками между инвесторами (домохозяйствами) и предпринимателями (потребителями инвестиций).

Гриньова В. и Коюда В. понимают под финансовыми инструментами любые «контракты, из которых возникают финансовые акты или финансовые обязательства»²⁵. Это определение в большей степени подходит к инструментам финансов предприятий и мало пригодно для общественных финансов.

Некоторые экономисты заменяют понятие финансовых инструментов финансовыми рычагами и стимулами, подразумевая под ними налоги, сборы, обязательные платежи, проценты за кредит, дотации, субсидии, штрафы, резервные фонды, бюджетное финансирование, финансов предприятий (прибыль, доход, амортизационные отчисления, целевые фонды, проценты, дивиденды, ставки по кредитам и депозитам, портфельные инвестиции и др.). Кудряшов В. относит к инструментам финансовой политики налоги, сборы, отчисления, инвестиции, цены, тарифы и государственные расходы, а к инструментам бюджетной политики - конкретные элементы первых (например, перечень налогов, их ставки, льготы по налогообложению и т.п.)²⁶.

Более справедливо использовать в настоящем исследовании трактовку финансовых инструментов как «различных компонентов механизма регулирования движения финансовых ресурсов, которые используются регулирующими органами (правительственными ведомствами, центральным банком и др.) для воздействия на образование, распределение и перераспределение данных ресурсов».²⁷

²⁵ Гриньова В.М., Коюда В.О. Финансы предпринимательства [Текст]: пособ., 3-е изд. / В.М. Гриньова, В.О. Коюда. – Киев: Знания_Пресс, 2006. С.29.

²⁶ Кудряшов В.П. Финансы. [Текст] / В.П. Кудряшов. – Херсон: Олди-плюс. 2002.. С.21-22.

²⁷ Фаминский И.П., Завьялов П.С., Ежкин Л.В., Пресняков В.Ю. Внешнеэкономический толковый словарь. [Текст] / И.П. Фаминский, П.С.Завьялов, Л.В.Ежкин, В.Ю.Пресняков. – ИНФРА-М, 2000. 512 с.

Козельский В.Н. предлагает рассматривать финансовые инструменты в широком и узком понимании²⁸. В широком, общеэкономическом смысле финансовыми инструментами являются прибыль, амортизация, бюджет, налоги, инвестиции, расходы и т.д., это одновременно и частные финансовые категории, производственные от общей категории финансов. В узком, управленческом понимании финансовые инструменты – это те первичные составляющие элементы форм финансовых отношений и явлений (инструментов в широком понимании), посредством которых реализуются на практике финансовые методы. Определенный набор и комбинация финансовых инструментов определяет специфику конкретных форм и методов формирования и использования финансовых ресурсов и доходов. Например, налоговые формы и методы реализуются через виды налогов, элементы налогообложения каждого из них (объекты налогообложения, налоговую базу, налоговые ставки, налоговые льготы и т.д.). Инструментами налоговых отношений являются ассигнования из бюджета, лимиты финансирования, межбюджетные трансферты, бюджетные инвестиции и т.д. Частнохозяйственными финансовыми инструментами являются нормы амортизации, норма прибыли и рентабельность, процентные ставки, дивиденды, инструменты фондового рынка и т.д., и т.п. С данной позицией мы согласимся и используем ее в рамках настоящего исследования.

Что касается финансовых методов, то например, Данилов А. и Серебрянский Д. рассматривают их как способы влияния финансовых отношений на хозяйственный процесс, формирование и использование денежных фондов.²⁹ Козельский В.Н. предлагает понимать под финансовым методами «конкретные способы формирования и использования финансовых ресурсов и доходов, обеспечивающих функционирование и реализацию соответ-

²⁸ Козельский В.Н. Методология и финансовый инструментарий стратегии социально-экономического развития государства. [Текст] / В.Н. Козельский. – Саратов: СГСЭУ, 2012. С. 31

²⁹ Данилов А.Д., Серебрянский Д.Н. Финансы в вопросах и ответах [Текст]: Учебное пособие, издание 2-е, переработанное и дополненное. / А.Д. Данилов, Д.Н.Серебрянский. – Киев: КНТ, 2008. - С.57

вующих форм финансовых отношений и элементов финансового фактора развития»³⁰.

Для целей нашего исследования используются три группы источников финансирования инноваций (Рис. 5):

1) государственные, к которым относятся бюджеты и различные финансовые институты развития;

2) корпоративные (институциональные), в числе которых выделены организации, венчурные фонды, инвестиционные фонды, коллективные инвесторы (негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, коммерческие банки и другие финансово-кредитные организации);

3) частные, в составе которых бизнес-ангелы, а также неформальные инвесторы (непрофессиональные физические лица – «толпа»).

Основными инструментами государственной поддержки исследований и разработок являются: бюджетное финансирование в виде субсидий, распределяемых в форме грантов; инвестирование в виде взносов в уставный капитал организаций; кредиты и займы на особых (льготных) условиях; государственные гарантии; государственный заказ; налоговые льготы.

Рассмотрим некоторые из них более подробно.

Безвозмездные субсидии (гранты) часто используются в целях формирования стартового капитала малого бизнеса, который является основой рыночной экономики. В России гранты для развития малого бизнеса начали использоваться в 2007 г. Размер гранта для осуществления инновационной идеи, как правило, составляет до 300 тыс. руб. При этом частных грантодателей, в первую очередь, интересуют инновационные идеи, государственных – развитие приоритетных отраслей для экономики региона, зарубежных – разработка перспективных проектов.

³⁰ Козельский В.Н. Методология и финансовый инструментарий стратегии социально-экономического развития государства. [Текст] / В.Н. Козельский. – Саратов: СГСЭУ, 2012. С. 31

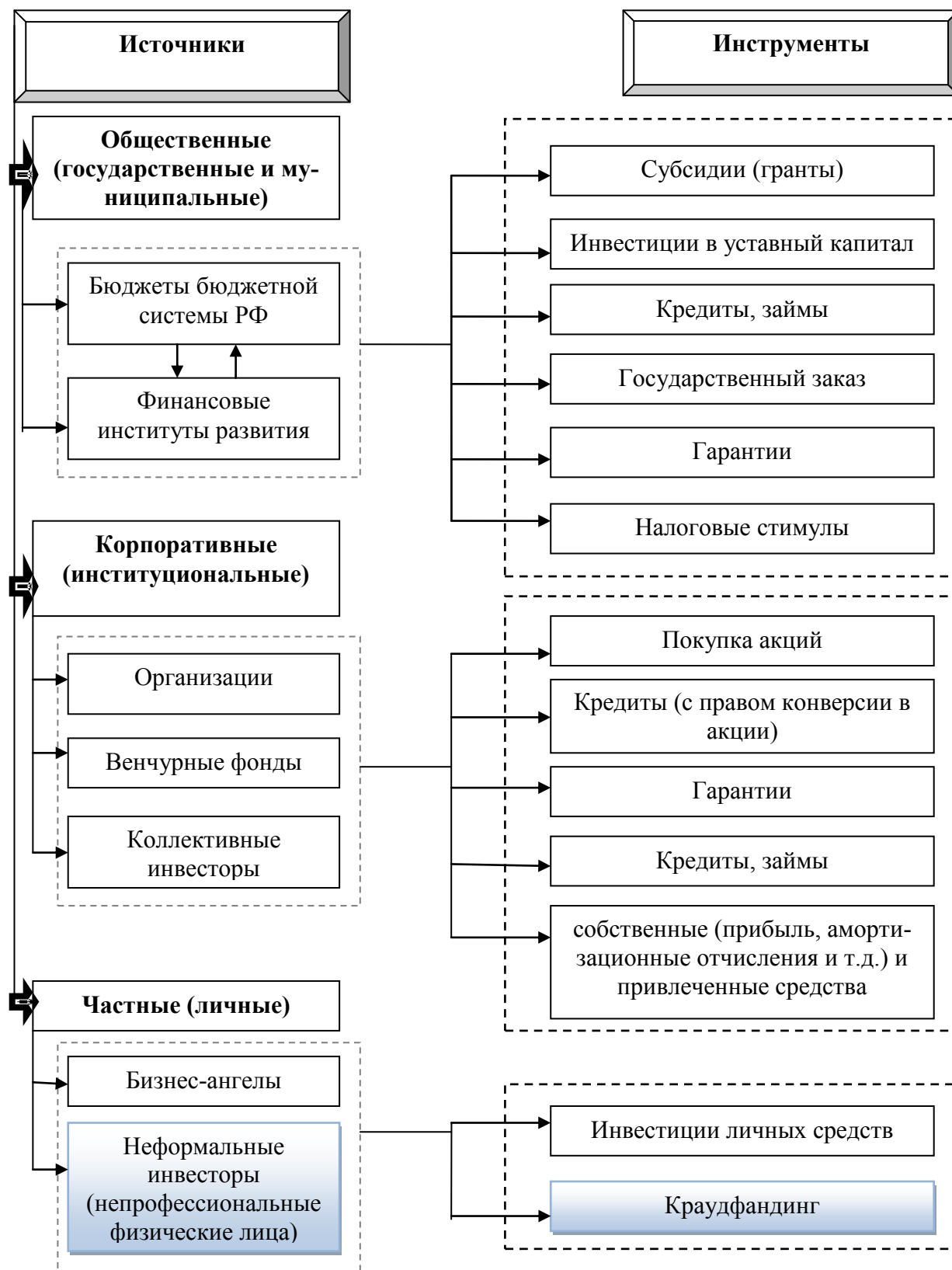


Рис. 5. Источники и инструменты финансирования инновационного развития
 Источник: составлено автором

Финансирование в виде гранта реализуют в России такие институты развития и органы государственного управления, как РФФИ, РАН, Фонд содействия развитию малого предпринимательства, Фонд развития Инновационного центра Сколково. Российским организациям предусмотрена господдержка на компенсацию части затрат на проведение НИОКР по приоритетным направлениям гражданской промышленности³¹. При этом установлены порядок и условия предоставления на конкурсной основе из федерального бюджета субсидий.

Сложившаяся «дефицитная» система финансовой поддержки инновационного бизнеса, при которой субсидии распределяются в результате «конкурса затрат», имеет недостатки. Во-первых, с точки зрения компаний, претендующих на получение субсидий, такая помощь со стороны государства крайне нестабильна и трудно прогнозируема. В условиях, когда государственные субсидии распределяются пропорционально между всеми соискателями, заранее планировать, какую часть затрат предприятие сможет компенсировать за счет субсидии, невозможно. Соответственно, предприятие не может учитывать предоставление субсидий при принятии инвестиционных решений. Во-вторых, сложившаяся модель не позволяет оценить эффективность предоставления целевых субсидий. Органы власти субъекта не могут прогнозировать экономический эффект (например, создание новых рабочих мест, увеличение налоговых поступлений в региональный и муниципальный бюджеты), который регион получит в результате такого рода затрат. До тех пор пока субсидии остаются необязательным бонусом для инновационного предприятия, а не фактором, стабильно влияющим на финансовую модель его бизнеса, все дискуссии по поводу «достаточности» или «недостаточно-

³¹ Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским организациям на компенсацию части затрат на проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ по приоритетным направлениям гражданской промышленности в рамках реализации такими организациями комплексных инвестиционных проектов в рамках подпрограммы "Обеспечение реализации государственной программы" Государственной программы Российской Федерации "Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности. Постановление Правительства РФ от 30 декабря 2013 г. № 1312. Вступило в силу с 17 января 2014 года. // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс».

сти» объема предоставляемой в форме безвозвратных субсидий поддержки лишены экономического обоснования. Одним из возможных вариантов изменения сложившейся ситуации могло бы стать изменение модели предоставления субсидий. Речь идет о проведении конкурса проектов, затраты на реализацию которых компенсировались бы в приоритетном порядке. Такая модель поддержки реализуется, в частности, в Сингапуре, где институты развития оказывают приоритетную поддержку 500 отобранным по результатам конкурса компаниям, реализующим проекты по приоритетным направлениям технологического развития. Такая модель имеет ряд преимуществ: отобранные по результатам конкурса компании смогут планировать свои затраты с учетом поддержки со стороны государства и подавать заявки на предоставление субсидий заранее, а не после того, как соответствующие затраты уже произведены; фокусируя поддержку на ограниченном числе приоритетных проектов, органы власти смогут более четко понять, как этот бизнес работает, какова его финансовая модель, и более гибко реагировать на его потребности. В данном случае субсидии становятся инвестицией в экономику территории, поскольку связь между затратами на поддержку предприятия и результатами его деятельности (включая объемы налоговых выплат в региональный бюджет, количество созданных рабочих мест, фонд оплаты труда и т. д.) становится более очевидной. Вместе с тем, встает вопрос обеспечения прозрачности конкурсных процедур и необходимого уровня экспертизы проектов.

Другой финансовый инструмент – инвестирование в виде взносов в уставный капитал организаций – активно используют ОАО «РВК», ОАО «РОСНАНО», Фонд развития инновационного центра Сколково. В частности, Роснано инвестирует в проекты с выраженной отраслевой направленностью (нанотехнологии), в Сколково ориентируется на приоритетные направления, определенные Президентом РФ.

Кредиты и займы на особых (льготных) условиях предоставляют ФГАУ «РФТР» (причем на ранних стадиях проекта), а также Роснано в каче-

стве сопутствующего инструмента в общем объеме финансирования проекта (но только на стадии внедрения и промышленного производства). В кредитовании инновационных компаний наибольшую активность проявляет Внешэкономбанк (через дочерние банки), но не на стартовые научные и инновационные разработки.

В кредитной форме работает с конца 2012 года Московский посевной фонд (Moscow Seed Fund), инвестирующий в стартапы от 500 тыс. до 8 млн руб. под 12,4% сроком на 3 года при условии частных инвестиций в проект от аккредитованных инвесторов.

Для целей финансовой поддержки инновационных проектов задействованы и различные инвестиционные фонды, так федерального, так и регионального назначения. Например, Российский инвестиционный фонд информационно-коммуникационных технологий (Росинфокоминвест), партнером которого могут стать венчурные фонды (в 2014 году 14 партнеров из числа крупных ИТ-компаний и венчурных фондов) или их управляющие компании, контролирующие активы на сумму не менее 300 млн.руб.

Многие субъекты РФ также создают собственные инвестиционные фонды. В частности Инновационный фонд Самарской области (Приложение 12 Рис. 1), основанный в 2006 году, поддержал более 350 проектов путем предоставления займов малым предприятиям.

Государственный заказ используется отдельными проектами органов исполнительной власти и дает возможность инновационной компании получить средства для развития за счет продажи продукции. Особенности государственного заказа как инструмента финансирования инновационных проектов заключаются в следующем:

- механизм прямого бюджетного финансирования инновационных разработок. Здесь важно повысить обоснованность планирования объемов и номенклатуры государственных закупок, обеспечить их взаимоувязку с программами инновационного развития страны и регионов;

- выступает как инструмент регулирования и стимулирования инновационной деятельности посредством развития рынка инновационной продукции, в том числе за счет стимулирования спроса на рынке через закупки новых продуктов и технологий. В этом случае важно снижение барьеров и создание конкурентных преимуществ для входа на государственный рынок предприятий, производящих инновационную продукцию³²;

- создает предпосылки перехода на инновационный тип развития путем вовлечения большего количества предприятий в инновационную деятельность, стимулирует спрос на инновационную продукцию а также влияет на вложения государственных средств в российскую экономику.

В развитых странах государственные контракты от различных правительственных организаций на проведение НИОКР и производство инновационной продукции являются одним из важнейших инструментов поддержки инновационных малых и средних предприятий.

В российской структуре финансирования затрат на исследования и разработки средства бюджетной системы РФ заметно превалируют над другими источниками – свыше 60 %, в то время как собственные средства организаций различного типа (научных, образовательных, предпринимательского сектора, некоммерческих организаций) – 28% (Приложение 12 Рис. 2). Причем, на протяжении десятилетия в России очевидно наблюдается тенденция к росту бюджетного финансирования. Этот рост отмечается и в абсолютных показателях: с 41 190,9 млн. руб. в 2000 году до 462 203,2 млн.руб. в 2012 году, т.е. более чем в 11 раз (Приложение 12 Таблица 1).

Результаты исследований и разработок недостаточно востребованы со стороны предпринимательского сектора, о чем свидетельствует факт, что бюджетное финансирование растет большими темпами, чем в целом затраты и средства организаций – увеличение в 9 раз за 13 лет, иностранные источники выросли в 3 раза.

³² Смотрицкая И. Государственный заказ как механизм стимулирования инновационной деятельности предприятий-резидентов особой экономической зоны «Дубна» [Электронный ресурс]. URL: <http://www.hse.ru/mag/gz/2010--22/42582557.html> (дата обращения: 16.08.2014)

Вместе с тем, в России наблюдается иная ситуация с финансированием технологических инноваций, к которым относятся деятельность организации, связанная с разработкой и внедрением: технологически новых продуктов и процессов, а также значительных технологических усовершенствований в продуктах и процессах; технологически новых или значительно усовершенствованных услуг; новых или значительно усовершенствованных способов производства (передачи) услуг. В структуре затрат на технологические инновации в промышленном производстве преобладают собственные средства организаций - свыше 70%, бюджетные средства составляют в последние годы – 5-7,5% (Приложение 12 Рис. 3).

Несмотря на высокую долю государства в затратах на исследования и разработки (как показал анализ, проведенный в параграфе 1.2), крайне недостаточны предусмотренные в бюджете ассигнования на науку. Согласно российскому закону «О науке и государственной научно-технической политике» 1996 года средства на финансирование научных исследований и экспериментальных разработок гражданского назначения выделяются в размере не менее 4 % расходной части федерального бюджета. Анализ доли расходов федерального бюджета на гражданскую науку в ВВП и совокупных расходах бюджета России за 2000-2014 гг. и прогноз на 2015-2017 гг. доказал, что данный уровень никогда так и не был достигнут (Приложение 12 Рис. 4). На протяжении анализируемого периода фактический показатель колебался в интервале 1,51-2,76% ВВП.

По показателю доли затрат на науку в ВВП Россия находится на 31-м месте и существенно отстает от ведущих стран мира: в Израиле – 4,38%, Финляндии – 3,78%, Кореи – 4,03%, Швеции – 3,37%, Японии – 3,39%, США – 2,77%, Китае – 1,84%..

Опыт стран свидетельствует о том, что негосударственный сектор заинтересован в финансировании научных исследований тогда, когда иные (более дешевые) способы повышения эффективности производства уже исчерпаны. Инновации невозможны без достижений в фундаментальной науке.

Фундаментальная наука не может осуществляться исключительно рыночными методами. Выгоду от научных открытий получает общество в целом, но отдельные рыночные субъекты, как правило, не готовы платить за них ту цену, которая обеспечивала бы покрытие всех необходимых расходов. В этой связи государство берет на себя финансирование основной части расходов на фундаментальные научные исследования. Основная причина проблем финансирования фундаментальной науки в России заключается в том, что результативность в этой сфере отложена во времени и имеет качественные характеристики, трудно поддающиеся количественной оценке. Вовлечение научных организаций, в том числе занимающихся фундаментальными исследованиями, в рыночные отношения приводит к деформации собственно научного процесса. Необходимость привлечения финансовых ресурсов привела к увеличению объемов исследований, выполняемых на заказ, зачастую характеризующихся низким качеством исполнения.

В настоящее время в России в отношении бюджетного финансирования фундаментальной науки проводится политика, направленная на относительное сокращение выделяемых средств. В 2011 г. ассигнования из федерального бюджета Российской Федерации на фундаментальные исследования составили 91,7 млрд рублей, или около 0,8% федерального бюджета, в 2012 г. произошло снижение этой суммы до 85,97 млрд рублей, или 0,6% федерального бюджета. В целом в структуре ассигнований на гражданскую науку из средств федерального бюджета доля расходов на фундаментальные исследования постоянно сокращается. В 2008 г. этот показатель составлял 51,3%, в 2009 г. – 47,9%, в 2010 г. – 44,7%, в 2011 г. – 35,6%, в 2012 г. – 34,3%. Фактически государство в условиях индифферентности бизнеса сосредотачивается на финансировании прикладных исследований и разработок в ущерб реализации своих прямых обязанностей – поддержке фундаментальной науки.

Среднесрочной бюджетной политикой России заложено сокращение расходов федерального бюджета на развитие научной и научно-технической сферы гражданского назначения: в 2015 году - 379,3 млрд. рублей, в 2016

году – 316,8 млрд. рублей, в 2017 году – 297,5 млрд. рублей (Приложение 12 Рис. 5). Такая динамика расходов сложилась в связи с завершением мероприятий ряда федеральных целевых программ³³.

С 2014 года федеральный бюджет сформирован и исполняется в «программном» формате с классификацией расходов по государственным программам и подпрограммам (в том числе утвержденным федеральным целевым программам). В структуре расходов федерального бюджета по направлению «Инновационное развитие и модернизация экономики» по итогам 2017 года ожидается увеличение доли расходов федерального бюджета на реализацию государственных программ «Космическая деятельность России на 2013 - 2020 годы» (2014 год – 8,6%, 2017 год – 11,3%), «Развитие науки и технологий» (2014 год – 7,2%, 2017 год – 8,9%), «Государственная программа развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия на 2013 - 2020 годы» (2014 год – 8,1%, 2017 год – 9,4%) в общем объеме расходов на направление. Сложившиеся изменения обусловлены перераспределением бюджетных средств в пользу приоритетного развития науки и отдельных секторов экономики.

Одним из механизмов государственной поддержки и реализации общегосударственных инвестиционных проектов являются государственные гарантии РФ по кредитам (облигационным займам) для финансирования общегосударственных инвестиционных проектов. На сегодняшний день в России фактически нет возможностей для большинства инновационных проектов получить государственные гарантии в связи с тем, существующая система распространяется в основном на действующий бизнес. Для того, чтобы претендовать на получение госгарантий, полная стоимость проекта должна составлять не менее 5 млрд рублей, в области энергосбережения и повышения энергетической эффективности в сфере ЖКХ – не менее 500 млн рублей, а в промышленности – не менее 1 млрд рублей.

³³ Основные направления бюджетной политики на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов [Электронный ресурс]. URL: http://www.minfin.ru/common/upload/library/2014/07/main/ONBP_2015-2017.pdf (дата обращения: 13.08.2014)

В России оператором гарантийного механизма для проектов размером от 100 млн до 2 млрд рублей выступает МСП-банк путем предоставления гарантий на 50% общей суммы заемных средств, в пользу банков, осуществляющих кредитование инвестиционных проектов субъектов среднего предпринимательства. В субъектах РФ также созданы гарантийные фонды для субъектов малого и среднего предпринимательства, которые предоставляют поручительства по обязательствам, основанным на кредитных договорах и договорах о предоставлении банковской гарантии. Учитывая, что размеры региональных гарантийных фондов невелики, выдаваемые ими гарантии по кредитам незначительны: максимальный размер поручительства на одного заемщика составляет в зависимости от региона 50–70% от суммы кредита и равен в среднем 10–30 млн рублей.

Для повышения действенности государственных гарантий для инновационного развития считаем целесообразным изменить некоторые условия их предоставления:

- повысить уровень государственного гарантирования для новых инновационных предприятий до 80-90% с целью привлечения частных инвесторов (в связи с высокими рисками инвесторы отказываются кредитовать новые предприятия);
- снизить порог стоимости инновационных проектов в 2 раза;
- увеличить размеры существующих региональных гарантийных фондов поддержки малого и среднего предпринимательства и максимальный размер поручительства на одного заемщика, с возможностью предоставления гарантии для инновационных проектов размером до 100 млн рублей включительно.

Налоговое стимулирование имеет важное значение, прежде всего, для стран, нуждающихся в значительных капитальных вложениях (например, реализующих программу модернизации экономики или ускоренного развития отдельных отраслей промышленности), но при этом не располагающих значительным объемом внутренних свободных финансовых ресурсов. Кроме

того, налоговое стимулирование может оказаться полезным для переориентации внутренних потоков капитала в направлении перспективных отраслей экономики.

В составе корпоративных (институциональных) источников финансирования инноваций в работе особо выделены венчурные и инвестиционные фонды, а также коллективные инвесторы.

На финансирование инноваций могут быть направлены и средства самих предприятий, реализующих инновационные проекты. Инструментами финансирования инноваций в организации выступают: собственные средства (прибыль, амортизационные отчисления, страховые возмещения, и т.д.); привлеченные средства, полученные от продажи акций, а также взносы, целевые поступления и пр.; заемные средства в виде бюджетных, банковских и коммерческих кредитов на различной основе.

Одним из эффективных финансовых инструментов инновационных проектов является венчурное финансирование, играющее роль катализатора развития отраслей, характеризующихся высокой добавленной стоимостью и динамично растущими (новыми) рынками. Становление в мире венчурного финансирования совпало по времени с бурным развитием компьютерных технологий. Венчурное финансирование стало одним из двигателей экономики развитых стран, хотя объем его капиталовложений в общем инвестиционном потоке относительно невелик³⁴. Венчурные фонды и компании живут по формуле - высокий риск (high risk) - высокие технологии (high tech) - высокий уровень жизни - (high life).

Как экономическая категория венчурное финансирование отражает систему социально-экономических отношений между заинтересованными субъектами (агентами) по поводу финансового обеспечения реализации потенциала и коммерциализации интеллектуальных продуктов и инновацион-

³⁴ Ларионов Н.А. Российская модель венчурного финансирования: состояние и пути развития [Текст] / Н.А. Ларионов // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2014. – №2 (51). – С.91-96

ных проектов научно-технологической сферы, развития инновационных компаний, разделения рисков и взаимовыгодного распределения доходов³⁵.

Главная специфика венчурного финансирования заключается в предоставлении денежных средств компании в обмен на долю в уставном капитале организации, что способствует росту бизнеса, который на начальной стадии своего развития выступает высокорисковым (Приложение 9 Таблица 3).

Кроме того, характерными чертами венчурного финансирования выступают следующие: - осуществляется непосредственно в акционерный капитал компаний; - всегда сопряжено с высоким риском; - существует длительное отсутствие ликвидности; - возврат по инвестициям осуществляется за счет продажи акций (доли в акционерном капитале) компаний.

В России активизация венчурного финансирования связана с государственными инициативами, начиная с 1994 г. по инициативе Европейского Банка Реконструкции и Развития (ЕБРР). Стратегия инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года разработана на основе положений Концепции долгосрочного развития Российской Федерации на период до 2020 года в соответствии с Федеральным законом «О науке и государственной научно-технической политике», утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 8 декабря 2011 г. № 2227-р. Новым документом, определяющим задачи и пути развития венчурной индустрии в России является подпрограмма «Стимулирование инноваций» государственной программы РФ «Экономическое развитие и инновационная экономика», разработанной Минэкономразвития РФ и утвержденной Распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 марта 2013 г. № 467-р.

Исследователь П. Ореховский выделил отличительные свойства российской модели венчурного финансирования (Приложение 13 Таблица 1). Главный вывод: в России это – особая форма бюджетной поддержки НИОКР, а в США – рисковое инвестирование.

³⁵ Волкова Т.И., Кузнецова М.Н. Институциональные критерии оценки реализации потенциала интеллектуальных продуктов в системе венчурного финансирования [Текст] / Т.И. Волкова, М.Н. Кузнецова // Экономика региона. – 2012. – № 3. – С. 116–125

За 2011-2013 гг. российский венчурный рынок, как минимум, утроился: по оценкам РВК, в 2012 году общий объем венчурных сделок в России достиг уровня 30-32 млрд рублей. С 2007 года он вырос более чем в 10 раз по объему доступного капитала и по количеству сделок, совершаемых на рынке (Приложение 13 Таблица 2). В результате по итогам исследования Dow Jones VentureSource в 2012 году Россия заняла 1-е место в Европе по темпам роста венчурного рынка и 4-е место по общему объему инвестиций в технологические проекты. В 2012 году на фоне общемирового сокращения активности на рынке высокорисковых инвестиций российский венчурный рынок вырос практически в два раза, венчурные инвесторы вложили в российские проекты 910,6 млн.долл Россия поднялась на 4 место в Европе по объему венчурных инвестиций в отраслях высоких технологий и за последние 4 года объем венчурных инвестиций в РФ вырос почти в 10 раз, а российский венчурный рынок является самым быстрорастущим в Европе. Если в 2010 году Россия по объему венчурных инвестиций отставала от Ирландии, Финляндии, Испании, Нидерландов и Швеции, то уже по итогам 2012 года Россия вошла в 5-ку инновационных лидеров Европы. В целом участие капитала РВК в инвестициях растет, хотя пик пришелся на 2010 год, когда объемы достигли почти 3,5 млрд. руб. (Приложение 9 Рис. 1). В 2012 году ОАО «РВК» предоставлено (702 гранта компаниям в сегментах «ИТ», «биотех» и «промтех» на общую сумму более 145 млн долл. Общий объем инвестиций фондов РВК по приоритетным направлениям составляет 87% при установленном целевом показателе – не менее 75% (Приложение 9 Рис. 2).

Бурный рост рынка венчурных инвестиций в России вызвал перекосы в сторону технологий и отраслей, в которых можно совершать сделки быстрее и дешевле: информационные технологии, разработка софта, разработка решений для интернета и т.д. Количество венчурных сделок в секторе информационных технологий по итогам 2012 года выросло на 19%: со 141 в 2011 году до 168 в 2012 году. В 2012 году участники рынка ИТ привлекли 792,1 млн долл. США, что 2 раза больше, чем в 2011 году (84% всех венчурных

сделок заключено с ИТ -компаниями). На рынке инвестиций в ИТ сегодня создан переизбыток денег и переизбыток инвесторов. Вместе с тем, российская ИТ-отрасль производит лишь около 1% мировой ИТ-продукции.

Основной дефицит рынок испытывает в инвесторах, которые рисковали бы на ранней стадии. По нашему мнению, в приоритете должны быть отрасли, которые имеют бурный темп развития, но вместе с тем хорошо интегрируются и отвечают задачам именно российской экономики: не только ИТ, но и смежные сферы, связанные с приборостроением, машиностроением (биотехнологии, медицина, здравоохранение, медицинская диагностика, энергетика), т.е. сферы, которые недостаточно еще капитализированы, и с потенциалом роста.

В 2012 году количество венчурных сделок, заключенных на посевной стадии, снизилось на 22% (60 против 77 в 2011 году)³⁶. Доля инвестиций в компании предпосевной и посевной стадий в общем объеме инвестиций фондов РВК составляет всего 10 % (Приложение 9 Таблица 4). При этом на стадии «стартап» зафиксировано практически 2-кратное увеличение числа сделок (65 сделок в 2012 году против 34 в 2011 году). Увеличилось и количество сделок как на стадии «раннего роста» (16 сделок в 2011 году против 31 сделки в 2012 году), так и на стадии «расширения» (3 сделки в 2011 году против 12 в 2012 году). Смещение интереса венчурных фондов с ранних стадий развития компаний на более поздние наглядно иллюстрируют данные об объемах инвестиций. Так, в 2012 году в сегменте «ИТ « на посевной стадии инвесторы вложили всего 27,7 млн долл. США (примерно на 10% меньше показателя 2011 года – 0,6 млн долл.). Тем временем на стадии «стартап» отмечен более чем двукратный рост (96,6 млн долл. США в 2012 году против 38,8 млн долл. в 2011 году), а на стадии «ранний рост» объёмы инвестиций выросли почти в 2,5 раза (253,8 млн долл. США против 94,1 млн долл.). На стадии

³⁶ Направления работы ОАО «РВК» на 2014-2016 годы [Электронный ресурс]. URL: http://www.rusventure.ru/ru/company/legal_basis/directions_RVC_2014_2016.pdf (дата обращения: 13.10.2014)

«расширение» венчурные инвесторы вложили в ИТ - проекты также в 2,5 раза больше (414 млн долл. США вместо 169,6 млн долл. США в 2011 году).

В 2013 году ситуация изменилась: средняя стоимость сделки уменьшилась за год с 4,9 млн долл. до 2,9 млн.долл. При этом количество выходов инвесторов выросло почти вдвое – с 12 до 21, а общая сумма, вырученная в результате выходов, возросла более чем в 5 раз – с 372 млн. долл. до рекордных 2 млрд.долл. На фоне сокращения числа сделок основным источником финансирования для небольших компаний остаются гранты, число которых растет: до 1693 грантов по сравнению с 702 в 2012 году (74% пришлось на промтех и биотех). При этом средний размер гранта в 2013 году резко сократился: с 207 тыс.долл. до 61 тыс.долл., в первую очередь из-за увеличения в структуре грантового финансирования организаций, финансирующих ранние стадии проектов.

Венчурный капитал России в отличие от венчурного капитала развитых стран (США, Германия, Финляндия, Япония, Израиль, Сингапур, Тайвань и др.) не дифференцирован; его источниками в основном выступают бюджетные средства, а также банковские кредиты.

На российском рынке действуют созданные РВК «Фонд посевных инвестиций РВК (ФПИ РВК)» (с целью увеличения предложения капитала на посевной стадии) «Биофонд РВК» (для увеличения доли инновационных отечественных препаратов на российском фармацевтическом рынке) и «Инфрафонд РВК» (с целью развития сервисной инфраструктуры инновационного рынка, не позволяющей его участникам эффективно коммерциализировать результаты научной и исследовательской деятельности).

В США, на долю которых приходится более $\frac{3}{4}$ мирового объема венчурного капитала, правительство участвует в поддержке венчурного бизнеса опосредованно, через предоставление финансирования малым фирмам, а основными инвесторами в венчурной индустрии по данным за 2000 год являются пенсионные фонды (37,47% всех средств), банки и страховые компании (21,77%), фонды (19,72%), частные лица и семьи (11,03%) и корпорации

(3,46%)³⁷. С 1958 г. существует государственная программа SBIC – Small Business Investment Companies Program – Программа инвестиционных компаний малого бизнеса, которая восполняет пробел между возможностями венчурных компаний и потребностями малого бизнеса в инвестициях на стартовой стадии и на этапе роста.

Важную роль в финансировании инноваций играют и коллективные инвесторы, к которым относятся негосударственные пенсионные фонды, страховые организации, инвестиционные фонды (паевые и акционерные), кредитные союзы, общества взаимного страхования. Причем их роль в основном сводится к дополнительному источнику ресурсов для венчурных фондов. Средства пенсионных фондов и страховых компаний, являясь «длинными деньгами», важны для венчурного бизнеса и инновационного сегмента экономики России в целом. Однако, механизмы, связанные с использованием средств институциональных инвесторов в этой области, должны быть жестко регламентированы и подконтрольны государству.

В Израиле доля инвестиций пенсионных фондов в венчурный капитал составляет более 2%, а в Великобритании исторически сложилась специфическая ситуация – целых 49%. В США примерно 7% средств пенсионных фондов и страховых компаний помещаются в фонды венчурных и прямых инвестиций. Принятый в 1979 году был принят Закон о страховании пенсионных выплат (Employment Retirement Income Security Act — ERISA) предоставил возможность пенсионным фондам частично размещать свои средства в венчурные фонды при условии небольшого относительного объема, что согласуется со взвешенной политикой размещения средств пенсионных фондов. В Азии пенсионные фонды также являются источниками инвестиций венчурных фондов (в среднем 3%). Например, доля пенсионных фондов в общем объеме инвестиций в венчурные фонды составляет: в Гонконге – 4%, Сингапуре – 4%, Китае – 7%.

³⁷ Science and Engineering Indicators – 2002. NSF, NSB. Vol. 1. P. 6–36. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.nsf.gov/statistics/seind02/pdf/volume1.pdf> (дата обращения: 01.08.2014)

В России банковские кредиты является наименее используемым инструментом для финансирования инновационных проектов, особенно в малом и среднем бизнесе. Нормативы ЦБ РФ ориентируют коммерческие банки в основном на кредитование действующего производства, а не нового бизнеса вследствие большого количества рисков. Для организации проектного финансирования банки требуют в качестве обеспечения гарантии третьих лиц – финансово устойчивых компаний или залоги, значительно превышающие сумму предполагаемого финансирования. На таких условиях подавляющее число инициаторов проектов (особенно представители малого и микробизнеса) не могут начать новое дело. Зачастую банковские условия ведут к банкротству инициатора проекта, и его активы переходят к банку. Отсутствие финансовых инструментов, компенсирующих риск удорожания проекта, приводит к тому, что банки отказываются от кредитования экономически эффективных проектов (индустриальных стартапов), если у инициаторов нет запаса финансовой прочности в виде залогов. Поэтому инициаторы проектов и банки заинтересованы не столько в государственных гарантиях при проектом финансировании, сколько на инвестиционной фазе.

Частные инвесторы в России зачастую не готовы вкладывать средства в высокорисковые и потенциально высокодоходные проекты. Отсутствие достаточного количества успешных выходов также отпугивает консервативных инвесторов от ведения ангельской деятельности.

Количество патентуемых изобретений – один из важнейших показателей результативности научной деятельности. В 2012 г. отечественные заявители направили в Роспатент 44 211 заявок (в 2002 г. – 23712, рост заявок составил 1,9 раза). В 2012 году было выдано 32 880 патентов (76% от числа заявок, в 2002г. – 67%), действовало 254 891 патентов (Приложение 14). Следует отметить рост и числа заявок на патенты, и числа выданных патентов, и числа действовавших патентов. Наибольшее число патентов выдается на изобретения – стабильно порядка 70%.

За последние несколько лет наибольшую популярность приобрели «бизнес-ангелы» (business angels) – частные инвесторы, вкладывающие личные финансовые ресурсы в высокорискованные проекты на ранних этапах развития. Об этом рынке известно гораздо меньше, чем о деятельности венчурных фондов. Одно из существенных отличий венчурных компаний от бизнес-ангелов заключается в том, что первые управляют чужими средствами, в то время как последние инвестируют свои собственные средства.

В России единственным нормативным документом, регулирующим деятельность бизнес-ангелов, является Приказ ФСФР от 18 марта 2008 г. № 08-12/пз-н «Об утверждении положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами», согласно которому бизнес-ангелы определяются как частные высококвалифицированные инвесторы, имеющие собственный капитал не менее 100 млн руб.; оборот за последний год не менее 1 млрд руб., и сумма активов должна быть равна не менее 2 млрд руб. Такая формулировка дает простор для трактовок и никаким образом не специфицирует бизнес-ангелов с точки зрения роли на рынке финансирования инноваций. Проблема определения статуса бизнес-ангелов является одним из основных препятствий к выстраиванию системы эффективного стимулирования рынка, которая бы способствовала развитию посевных инвестиций в России.

Институту бизнес-ангелов присущи некоторые особенности: - очень высокие риски, по сравнению с которыми даже венчурное финансирование является более консервативным; - отсутствие четкого (детального) бизнес-плана и выстроенной бизнес - модели у инновационного предприятия; - сравнительно небольшой объем инвестиций, запрашиваемых компанией, как правило до 1 млн. долл.; - осуществляют инвестиции в предприятия за счет собственных средств, а не привлеченных.

Размер инвестиций бизнес-ангелов находится в пределах от 20 тыс. до нескольких млн. долларов и обычно составляет 5-20 % имеющихся у них средств. Средний размер инвестиций бизнес-ангелов на одну сделку – 232 тыс. долл. Бизнес-ангелы совершают несколько инвестиций, тем самым, рас-

пределяя свои вложения и снижая риск. Примерно 1/3 инвестиций осуществляется путем вовлечения двух или более бизнес-ангелов. Таким образом, могут быть профинансированы более крупные проекты и снижен риск для инвесторов. Бизнес-ангелы инвестируют лишь незначительную часть своего состояния. Поэтому неудача и потеря денег при инвестировании не может пошатнуть их финансовое положение. Кроме того, они достаточно богаты, чтобы не нуждаться в промежуточной прибыли от вложенных инвестиций. Вложение средств, как правило, происходит в обмен на долю в компании: в России - не менее контрольного пакета; в странах Западной Европы и США от 15 до 49% и на срок от 3 до 7 лет. Бизнес-ангелы часто выступают в качестве катализатора для привлечения других источников финансирования, таких как банковские кредиты и инвестиции венчурных фондов.

Инвестиции бизнес-ангелов являются очень рискованными, это выражается в высокой доходности удачных вложений при большой доле неудач:

- полная неудача, потеря денег – 34 %;
- частичные потери или выход на «точку безубыточности» – 13 %;
- невысокая доходность – 17 %;
- удовлетворительная доходность в размере 25–49 % годовых – 13%;
- высокая доходность в размере 50 % годовых и выше – 23 %.

Наиболее известным примером успешных проектов бизнес-ангелов в мире являются инвестиции в компанию «Apple».

Общая сумма инвестиций в проекты за 2013 год составила 116,575 млн долл., что почти в 4,5 раза больше, чем за 2012 год³⁸. За 2013 год было профинансировано 96 проектов, из них 4 – на сумму 10 млн долл. и более. Количество проектов выросло в 2,7 раз по сравнению с 2012 годом. Средний объем сделки составляет 1 млн 356 тыс. долл., при максимальном в 25 млн долл.

³⁸ Ежегодное исследование рынка ангельских инвестиций. Результаты, динамика и новые вызовы. 2013.

[Электронный ресурс]. URL:

http://rusangels.ru/netcat_files/userfiles/%D0%9E%D1%82%D1%87%D0%B5%D1%82_%D0%BE%D0%B1_%D0%B8%D1%81%D1%81%D0%BB%D0%B5%D0%B4%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D0%B8_%D0%98%D0%A2%D0%9E%D0%93.pdf (дата обращения: 21.07.2014)

Отраслевая структура характерна как для венчурного финансирования, так и в целом для финансирования исследований и разработок: около 66% средств – 77,1 млн долл. - вложено в проекты, связанные с информационно-компьютерными технологиями. Доля количества сделок в ИКТ ниже, чем доля проинвестированных средств, и составляет 47%. Это свидетельствует о большей склонности инвесторов в данную отрасль к вложениям в рамках объемных инвестиционных раундов. Средний объем каждой сделки в ИКТ составил в 2013 г. 1,677 млн долл., что на 40% выше среднерыночного уровня. За исследуемый период средний размер сделки в ИКТ вырос на 65%.

По оценкам экспертов, потенциально вкладывать средства в молодые компании могут около 0,8% (1,1 млн.) жителей России, те, кто имеет от 1 до 12 млн. руб. свободных средств. По сути бизнес-ангелы, финансируя проект, рассчитывают в будущем разделить успех компании, но при этом его главная задача частного инвестора не просто найти проект на стадии идеи, но оценить его перспективы, помочь предпринимателю преодолеть «долину смерти» и превратить идею в продукт, а затем и в рентабельный бизнес. В России помимо отсутствия налоговых стимулов для бизнес-ангелов, затруднен выход из бизнеса, т.к. не развит механизм продажи компаний. Как правило инвесторы, вложившие в проект свой капитал, рассматривают проект как свой собственный новый бизнес и поэтому берут разработчика в долю, но контроль оставляют за собой.

Существующие источники финансирования, включая инструменты финансовой поддержки со стороны государства, покрывают инвестиционные потребности малых и средних инновационных компаний не более чем на 10-15%³⁹. На финансирование посевной стадии в России приходится меньше 5% доступных на рынке денег⁴⁰. В результате в России назрела проблема альтер-

³⁹ Опыт формирования зон инновационного роста: достижения и ошибки [Электронный ресурс]. URL: <http://www.raexpert.ru/docbank/38c/7cb/150/560e945f7460925d2ec6055.pdf> (дата обращения: 21.01.2014)

⁴⁰ Национальная ассоциация бизнес-ангелов [Электронный ресурс]. URL: <http://rusangels.ru/naba/investors/business-angels-investment/> (дата обращения: 28.07.2014)

нативных инструментов финансирования бизнеса на ранних стадиях развития.

В этой связи актуальность приобретают новые модели финансирования путем привлечения непрофессиональных инвесторов. В числе таковых можно выделить две группы:

1) 3F (Family, Friends, Fools) – частные инвесторы (семья, друзья и «наивные»), инвестирующие личные средства (сбережения) на самой ранней стадии разработки проекта;

2) краудинвесторы – группа частных инвесторов, в том числе непрофессиональных и независимых физических лиц, готовых вкладывать в новые проекты через специализированные интернет-площадки.

Новым финансовым инструментом становится краудфандинг или народное финансирование (от англ. crowd funding, crowd – «толпа», funding – «финансирование»), как коллективное сотрудничество людей, которые добровольно объединяют свои деньги или другие ресурсы вместе, как правило через Интернет, чтобы поддержать усилия других людей или организаций. В настоящее время краудфандинг зарекомендовал себя как полноценный финансовый инструмент, причем инвестиций на посевной стадии. Краудфандинг способен поменять правила игры в области финансирования инноваций и тем самым в конкурентной борьбе, идущей в каждой из отраслей и среди развитых стран мира.

В ходе исследования выделены тенденции и факторы развития краудфандинга, в том числе как инструмента финансирования инноваций ⁴¹:

– технологические достижения и развитие социальных средств массовой информации. Современный уровень развития технологий позволяет пользователям интернета вступать в онлайн-сообщества по интересам, чтобы обмениваться идеями и решать насущные проблемы;

⁴¹ Ларионов Н.А. Развитие новых моделей венчурного финансирования [Текст] / Н.А. Ларионов // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2013. – №5 (49). – С.129-133

- отказ от посредничества. Обеспечивается прямая связь покупателей с продавцами, создателей с инвесторами и проектов с сообществами. Традиционные бизнес модели слишком сложны и требуют больших временных и финансовых затрат;
- малый бизнес испытывает трудности с привлечением начального капитала. Стартапы сталкиваются с большими трудностями, пытаясь привлечь небольшие суммы для начального финансирования (до 1 млн. долл).
- краудфандинговый эффект «парадигма сдвига». Предприниматели начинают осваивать краудфандинговый способ финансирования, благодаря которому они получают не только необходимый стартовый капитал, но и дополнительную рекламу через социальные сети, и бесценные отзывы от потребителей. Многие инвесторы осознают, что они могут участвовать в реализации проектов от начала до конца, отслеживая процесс их развития и помогая по мере сил»;
- внедрение акционерного краудфандинга, в том числе за счет его легализации в 2013 г.

1.3. Финансовые институты развития инноваций в России

В условиях серьезных внешних спросовых ограничений перспективы экономического роста в стране зависят, прежде всего, от динамики внутренних расходов. Главным генератором отечественного спроса на этом этапе может и должно стать государство, причем речь идет о наращивании не столько его текущих, сколько инвестиционных затрат. Государство-инвестор призвано сконцентрировать свои усилия на финансировании проектов, способствующих развитию инфраструктуры и высокотехнологичных видов производства. Особенность ситуации состоит в том, что результатом государственных капитальных вложений будет не вытеснение частных инвестиций

(так называемый crowding-out effect), а их привлечение (так называемый crowding-in effect)⁴².

В организационном плане одним из действительно ключевых элементов финансовой системы любой страны с развитой рыночной экономикой являются финансовые институты. Под финансовыми институтами развития инноваций мы понимаем совокупность организаций, обеспечивающих доступ к финансовым ресурсам, осуществляющая аккумуляцию и перераспределение финансовых ресурсов для решения социально-экономических проблем инновационного развития и модернизации экономики, и/или оказывающих услуги участникам инновационной деятельности.

Основными целями деятельности финансовых институтов развития инноваций являются:

- выполнение каталитической роли в привлечении инвесторов для финансовых операций (чаще крупных);
- оценка социально-экономической эффективности проектов развития;
- сопровождение инвестиционных проектов долгосрочными кредитами;
- оказание технической помощи отраслям экономики, являющимися ключевыми для роста;
- снижение негативного влияния финансовых кризисов путем предложения кредитных ресурсов для восстановления экономики.

Хорошо работающие финансовые структуры дают возможность всем участникам рынка пользоваться инвестициями, направляя средства на более важные цели, способствуя экономическому росту, улучшая распределение доходов и сокращая бедность. Большое внимание уделяется глубине и эффективности финансовых систем: хорошо функционирующие финансовые системы эффективны по определению, так как направляют средства на наиболее важные цели. Современные экономические теории все чаще указывают

⁴² Россия на пути к современной динамичной и эффективной экономике. Доклад РАН России /Под редакцией академиков А.Д. Некипелова, В.В. Ивантера, С.Ю. Глазьева. М., 2013. С. 74 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.ras.ru/news/shownews.aspx?id=4f0a07fe-8853-4eda-9428-574f5fcf0654#content> (дата обращения: 21.05.2014).

на важность доступа к финансам для экономического развития: именно нехватка финансов лежит в основе устойчивого неравенства доходов и медленного роста. Доступность финансовых услуг, или финансовое включение, подразумевает отсутствие препятствий (как ценовых, так и неценовых) к использованию ими.

Проблемы финансового рынка (информационная асимметрия и операционные издержки) сильно сказываются на возможности развития микро- и малых предприятий, поскольку у них нет ни поручителей, ни кредитной истории, ни связей. Без всеохватывающей системного взаимодействия финансовых институтов развития инноваций они могут рассчитывать только на собственные сбережения и доходы.

Исследования показывают, что доступ к финансам особо важен для новичков на рынке: именно такие фирмы действуют более активно и предлагают инновации. Страны, сдерживающие их рост с помощью финансовых барьеров, не только теряют потенциал развития этих предприятий, но и рискуют упустить возможности диверсификации в новые области, что могло дать им определенные преимущества. Доступ к финансам позволяет предприятиям развиваться быстрее, в полной мере используя все возможности роста и инвестирования.

Сильная система финансовых институтов развития инноваций может способствовать выходу на рынок новых фирм, их росту, внедрению инноваций, более оптимальным размерам предприятий и снижению рисков, и это неизбежно улучшит агрегированные экономические индикаторы. Однако изменения в финансировании не улучшают эти показатели равномерно, они скорее трансформируют структуру экономики, влияя на разные типы предприятий по-разному. На любом из уровней финансового развития меньшие по размеру предприятия сталкиваются с большими трудностями при доступе к внешнему финансированию, чем крупные компании. Но с финансовым развитием и улучшением доступа к внешнему финансированию у таких предприятий появятся новые возможности. Исследования показывают, что пред-

приятия малого бизнеса получают наибольшие преимущества от финансового развития – с точки зрения и возможности выхода на рынок – и более быстрого роста. Доступность внешнего финансирования зависит не только от положения конкретного предприятия, но и от государственной политики и институциональной среды, поддерживающей законную силу и ликвидность контрактов, связанных с финансированием предприятий.

Согласно опросам, препятствия к финансированию намного сильнее отражаются на деятельности малых предприятий. В частности, финансовые ограничения снижают показатели роста предприятий в среднем на 6% крупных и на 10% для малых⁴³.

Таким образом, очевидно, что слабая система финансовых институтов развития инноваций ограничивает рост малых предприятий, может обречь страну на более медленное развитие. В более общем смысле экономика в целом упускает потенциал создания материальных ценностей в секторах, которые могут дать ей сравнительное преимущество, если бы не сложности доступа к финансовым услугам⁴⁴. При малом количестве секторов устойчивость экономики к потрясениям также, вероятно, снижается.

Хотя отсутствие финансового доступа сказывается на деятельности небольших фирм в большинстве стран со слабой институциональной средой, эмпирические данные показывают, что малые предприятия получают непропорционально большую выгоду от ослабления ограничений по мере развития финансовой системы. Следовательно, те фирмы, которые столкнулись с ограничениями, а не те, кто имел доступ к финансам, получают наибольшее преимущество от финансового развития. Тот же эффект проявляется при изучении финансовой либерализации. Финансовые ограничения для малых предприятий уменьшаются в ходе финансовой либерализации (включая либера-

⁴³ Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Vojislav Maksimovic. Bank Competition and Access to Finance: International Evidence // *Journal of Money, Credit, and Banking*. 2004. №36 (3, part 2), pp. 627–648.; Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Firm Size Matter? // *Journal of Finance*. 2005. № 60 (1), pp. 137–177.

⁴⁴ Используя методологию Райана и Зингейлса, Бек демонстрирует, что страны с более развитой финансовой системой имеют сравнительное преимущество в отраслях, сильнее рассчитывающих на внешнее финансирование.

лизацию процентной ставки, упразднение кредитного контроля, приватизацию и выход на рынок иностранных банков), в то время как финансовые ограничения для крупных фирм возрастают (возможно, отражая потерю привилегированного доступа к финансам крупных фирм и фирм, владельцы которых имеют хорошие политические связи)⁴⁵.

В России уже не первый год строится система финансовых институтов развития. Начиная с 2000 года специалисты выделяют 5 основных этапов этого процесса (Приложение 7). Интенсивное формирование финансовых институтов развития и существенное расширение их ресурсной базы начались в 2007 г., что было связано с политическим решением использовать часть средств Фонда национального благосостояния (около 300 млрд. руб.) для капитализации некоторых институтов развития.

В настоящее время в России для развития инноваций сформированы такие финансовые институты развития, осуществляющие государственную поддержку в инновационной сфере, как:

- Государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)»;
- Фонд «ВЭБ Инновации»;
- ОАО «Российская венчурная компания»;
- Государственная корпорация «Российская корпорация нанотехнологий» (РОСНАНО);
- ОАО «Российский фонд информационно-коммуникационных технологий» (ОАО «Росинфокоминвест»);
- Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере;
- Фонд развития Центра разработки и коммерциализации новых технологий (Фонд «Сколково»);

⁴⁵ Laeven, Luc. Does Financial Liberalization Reduce Financing Constraints? //Financial Management. 2003. Spring, pp. 5–34.

- Федеральное государственное автономное учреждение «Российский фонд технологического развития» (РФТР);
- Общество с ограниченной ответственностью «Фонд посевных инвестиций РВК» (ФПИ РВК, Фонд);
- Открытое акционерное общество «Российский Банк поддержки малого и среднего предпринимательства» (ОАО «МСП Банк»);
- Региональные венчурные фонды (на момент исследования функционировано 19 фондов).

Приведенные финансовые институты развития способствуют реализации в России планов мероприятий («дорожных карт») по развитию новых отраслей экономики (биотехнологии и геномная инженерия⁴⁶, информационных технологий⁴⁷, инжиниринга и промышленного дизайна⁴⁸, оптоэлектронных технологий (фотоники)⁴⁹, производства композитных материалов⁵⁰.

С помощью различных финансовых инструментов финансовые институты развития оказывают поддержку инновационным проектам на всех стадиях их реализации, содействуют созданию венчурных фондов, участвуют в трансфере технологий и компетенций в Российскую Федерацию, становясь таким образом, «катализаторами» роста экономики в важнейших отраслях.

Финансовые институты развития призваны создавать условия для стимулирования развития соответствующих отраслей инновационной экономики (в том числе венчурной, нанотехнологической), поддержки определенной стадии инновационного цикла, формирования инновационной экосистемы и

⁴⁶ План мероприятий ("дорожная карта") "Развитие биотехнологий и геномной инженерии". Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 18 июля 2013 г. № 1247-р [Электронный ресурс]. URL: http://cdnimg.rg.ru/pril/83/76/16/1247_plan.pdf (дата обращения: 02.08.2014)

⁴⁷ План мероприятий ("дорожная карта") "Развитие отрасли информационных технологий" Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 20 июля 2013 г. № 1268-р [Электронный ресурс]. URL: http://cdnimg.rg.ru/pril/83/76/45/1268_plan.pdf (дата обращения: 02.08.2014)

⁴⁸ План мероприятий ("дорожная карта") в области инжиниринга и промышленного дизайна Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 23 июля 2013 г. № 1300-р [Электронный ресурс]. URL: http://cdnimg.rg.ru/pril/83/92/46/1300_plan.pdf (дата обращения: 02.08.2014)

⁴⁹ План мероприятий ("дорожная карта") "Развитие оптоэлектронных технологий (фотоники)". Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 24 июля 2013 г. № 1305-р [Электронный ресурс]. URL: http://cdnimg.rg.ru/pril/83/98/79/1305_plan.pdf (дата обращения: 02.08.2014)

⁵⁰ План мероприятий ("дорожная карта") "Развитие отрасли производства композитных материалов" Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 24 июля 2013 г. № 1307-р [Электронный ресурс]. URL: http://cdnimg.rg.ru/pril/83/98/76/1307_plan.pdf (дата обращения: 02.08.2014)

выполнению основных направлений реализации Стратегии инновационного развития России на период до 2020 г. Общий объем средств, предоставленных государством институтам развития, поддерживающих инновационную деятельность, в настоящее время превышает 600 млрд. рублей⁵¹.

Каждый из финансовых институтов развития задействован в финансовой поддержке инновационных проектов на определенной стадии инновационного цикла (Рис. 6). При этом наибольшие объемы финансирования идут через два крупнейших института развития в России – ОАО «РОСНАНО» и Внешэкономбанк. С конца 1990-х по 2008 г. наблюдался постепенный сдвиг к формированию институтов развития, ориентированных на поддержку проектов на более поздних стадиях. Однако с 2009 г. некоторые институты развития (РВК и РОСНАНО) заметно расширили свою деятельность применительно к ранним стадиям, кроме того, вновь созданные институты (в частности, Фонд «Сколково») в большой мере также ориентировались на поддержку проектов на ранних стадиях (Приложение 8).

Государственная корпорация «Российская корпорация нанотехнологий» (РОСНАНО), учрежденная в 2007 году реализует государственную политику по развитию nanoиндустрии, выступая соинвестором в нанотехнологических проектах со значительным экономическим или социальным потенциалом, поскольку формирование национальной nanoиндустрии является важнейшим приоритетным стратегическим направлением государственной политики, определяющим новые подходы к модернизации отечественной экономики и инновационному развитию России. Данный институт развития инвестирует в высокотехнологичные компании, прошедшие венчурную стадию для увеличения объемов производства и (или) продаж («стадия роста»), но еще не достигшие размера и финансовой эффективности, позволяющих привлекать деньги на публичных рынках капитала.

⁵¹ Инновационный лифт России. [Электронный ресурс]. URL: http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/1a2bb70f-142e-4c9b-a5ad-7dff53b9854/MEDRF_booklet_spreads.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=1a2bb70f-142e-4c9b-a5ad-7dff53b9854 (дата обращения: 02.08.2014)

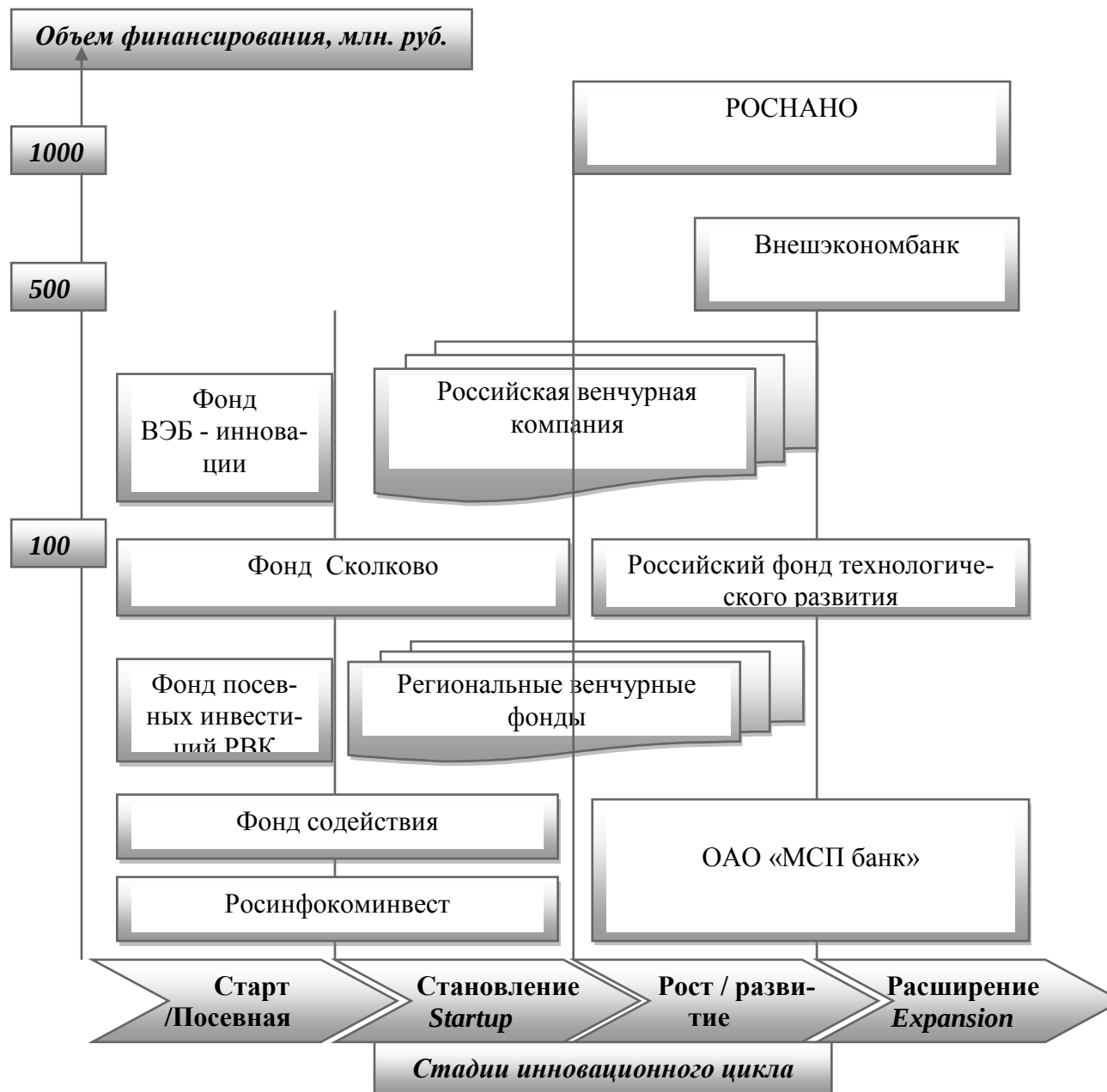


Рис. 6. Финансовые институты развития инноваций в России

Источник: составлено автором.

Государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)» действует в целях обеспечения повышения конкурентоспособности российской экономики, ее диверсификации и стимулирования притока инвестиций, включая инновационную сферу⁵². Внешэкономбанк финансирует крупные инвестиционные проекты путем предостав-

⁵² О банке развития. Федеральный закон №82 ФЗ, принят 17 мая 2007 года. // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

ления кредитов, гарантий и поручительств по проектам, срок окупаемости которых превышает 5 лет, а общая стоимость – более 2 млрд рублей. В 2010 году ВЭБ заключил соглашение о взаимодействии в сфере обеспечения непрерывного финансирования инновационных проектов на всех стадиях инновационного цикла совместно с другими российскими институтами развития и заинтересованными организациями. В результате с 2010 года участники соглашения передали друг другу на следующие стадии реализации свыше 170 проектов. Общая стоимость реализуемых проектов превышает 50 млрд. руб.

В 2011 году Внешэкономбанк учредил Фонд «ВЭБ Инновации» для инвестирования в высокотехнологичные проекты Фонда Сколково. Основными стратегическими задачами Фонда также являются содействие развитию инновационных программ Правительства РФ, создание инфраструктуры инноваций в РФ, содействие привлечению в РФ зарубежных передовых технологий, продвижение российских инноваций на мировой рынок. Фонд «ВЭБ Инновации» также может выступать соинвестором при получении грантов от инновационного центра «Сколково» на посевной и стартап-стадии. Также реализуется инвестирование в акционерный капитал и заемное финансирование инновационным компаниям.

ОАО «Российская венчурная компания» (ОАО «РВК»), созданное в 2006 году является государственным фондом фондов⁵³, в котором 100% капитала РВК принадлежит Российской Федерации, с целью стимулирования создания в России собственной индустрии венчурного инвестирования и значительного увеличения финансовых ресурсов венчурных фондов. РВК осуществляет финансовую поддержку высокотехнологического сектора в целом. Роль индустрии венчурного инвестирования заключается в мобилизации предпринимательства, интеллектуальных и финансовых ресурсов для обеспечения существенного роста производства конкурентоспособной высоко-

⁵³ Сводный план мероприятий по реализации основных положений послания Президента Российской Федерации Федеральному Собранию Российской Федерации 2006 года. Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 7 июня 2006 года № 838-р // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

технологичной продукции и услуг, ускоренной коммерциализации интеллектуальной собственности, реализации научно-технического потенциала в условиях рыночной экономики. Уставный капитал ОАО «РВК» составляет около 30 млрд. рублей (Приложение 9 Таблица 1). ОАО «РВК» использует несколько видов инвестиционных инструментов, которые могут создаваться в форме закрытых паевых инвестиционных фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций, инвестиционных товариществ, международных фондов, дочерних и зависимых хозяйственных обществ на территории России и за рубежом: – венчурные фонды посевных инвестиций; – венчурные фонды ранней стадии, включая специализированные инвестиционные фонды; – фонды поздней стадии, включая мезонинные фонды, фонды финансирования выкупа, фонды прямых инвестиций, ориентированные на высокотехнологичные промышленные активы. ОАО «РВК» инвестирует как во вновь создаваемые, так и в действующие фонды. Общее количество фондов, сформированных ОАО «РВК», достигло 15 (включая 2 фонда в зарубежной юрисдикции), с суммарным размером 25,2 млрд рублей, при этом доля ОАО «РВК» составляет более 15,7 млрд рублей (Приложение 9 Таблица 2). Число проинвестированных фондами РВК инновационных компаний в 2014 году достигло 156 на общую сумму 14,4 млрд руб. Перспективной задачей деятельности ОАО «РВК» на период 2014-2016 годов определен «выход венчурного рынка РФ по своим основным показателям – общему объему предложения денег и общему объему венчурных сделок за год – на 2-е место в Европе»⁵⁴. В целом, ОАО «РВК» играет определяющую роль в развитии венчурного рынка и инновационной экосистемы в России.

Общество с ограниченной ответственностью «Фонд посевных инвестиций РВК» (ФПИ РВК, Фонд) создано 22 октября 2009 г. в рамках реализации Основных положений стратегии ОАО «РВК». Участниками Фонда являются ОАО «РВК» (99%) и Фонд содействия развитию малых форм предпри-

⁵⁴ Направления работы ОАО «РВК» на 2014-2016 годы [Электронный ресурс]. URL: http://www.rusventure.ru/ru/company/legal_basis/directions_RVC_2014_2016.pdf (дата обращения: 13.10.2014)

ятий в научно-технической сфере (1%). Фонд ориентирован на инвестирование в российские инновационные компании с высоким потенциалом роста на российском и зарубежных инновационно-технологических рынках. Первоочередной задачей фонда является стимулирование развития в России сектора посевных инвестиций индустрии венчурного финансирования, а также увеличение количества и качества малых технологических бизнесов, претендующих впоследствии на получение инвестиций венчурных инвесторов и фондов ранней стадии. При этом фонд предоставляет не более 75% от объема инвестиционной потребности инновационной компании в денежных средствах и не более 25 млн. руб. на первом этапе инвестирования. Средства фонда могут инвестироваться только в инновационные и вновь создаваемые компании, чья деятельность соответствует одному или более из приоритетных направлений развития науки, технологий и техники РФ, и (или) продукты которых входят в Перечень критических технологий Российской Федерации.

По состоянию на конец 2013 года, действовало 19 Региональных Венчурных Фондов МЭР (РВФ МЭР), чья деятельность в течение нескольких последних лет осуществлялась при экспертной поддержке ОАО «РВК». Общее число компаний, получивших в отчетном периоде инвестиции на общую сумму приблизительно 11 млн долл., составило (против 21 в предыдущем отчетном периоде). Таким образом, совокупный объем инвестиций снизился примерно на 74% (43 млн долл. в 2012 году). Характерно, что все без исключения зафиксированные инвестиции РВФ МЭР были осуществлены в компании на посевной и начальной стадии развития. Общий объем инвестиций РВФ МЭР с начала их активной инвестиционной деятельности составил приблизительно 181–186 млн долл. Таким образом, к концу 2013 года было инвестировано более половины денежных средств, накопленных в системе региональных венчурных фондов, созданных при поддержке МЭР (около 300 млн долл.)⁵⁵. В основной региональные венчурные фонды финансируют ин-

⁵⁵ Обзор российского рынка прямых и венчурных инвестиций за 2013 год С. 69. [Электронный ресурс]. URL:

новационные проекты на ранних стадиях, однако наблюдается сокращение финансирования на посевной стадии с 25 млн. долл. в 2012 году до 8 млн. долл. в 2013 году (Приложение 10 Рис. 1). Кроме того, наблюдается очевидный отраслевой перекос в финансировании в большей степени компьютерных технологий в 2012 году, в то время как в 2013 году финансировались телекоммуникации, химические материалы и биотехнологии (Приложение 10 Рис. 2). Региональные венчурные фонды призваны быть местными кредиторами малых предприятий в научно-технической сфере, однако масштабы их деятельности не позволяют обеспечить прорывного инновационное развитие регионов.

ОАО «Российский фонд информационно-коммуникационных технологий» (ОАО «Росинфокоминвест») создано в 2010 году⁵⁶ с целью содействия развитию российской отрасли информационно-коммуникационных технологий путем финансирования инновационных компаний исключительно в сфере информационно-коммуникационных технологий. Капитал фонда составляет 1,45 млрд. рублей. Инвестиции фонда в каждый проект составляют не более 30 млн. рублей. Фонд работает по механизму государственно-частного партнерства и ориентирован на сектор высоких технологий.

Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере представляет собой государственную некоммерческую организацию в форме федерального государственного бюджетного учреждения⁵⁷ с целью оказания прямой финансовой помощи малым инновационным предприятиям, реализующим проекты по разработке и освоению новых видов наукоемкой продукции и технологий на основе принадлежащей этим предприятиям интеллектуальной собственности. Модель Фонда основывается на использовании двух механизмов – американской Программы SBIR (ин-

http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA_yearbook_2014_Russian_PE_and_VC_market_review_2013_ru.pdf С. 69. (дата обращения: 13.10.2014)

⁵⁶ Постановление Правительства Российской Федерации от 9 августа 2006 года № 476 и постановление Правительства Российской Федерации от 17 марта 2010 года № 147. // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

⁵⁷ Постановление Правительства Российской Федерации от 3 февраля 1994 г. № 65. // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

новационные исследования малого бизнеса) и французского агентства ANVAR (государственное агентство по развитию малых и средних инновационных предприятий)⁵⁸. У SBIR была позаимствована идея фиксированных государственных отчислений на поддержку малого инновационного бизнеса, а у ANVAR – организация сети региональных представительств. При этом обе системы функционируют на основе таких базовых подходов, как поддержка на основе открытого конкурса, по результатам peer-review, принятие решений о финансировании проектов независимым жюри. Фонд ежегодно оказывает финансовую поддержку в виде грантов более чем 1500 малым инновационным предприятиям. За время деятельности Фонда по всем программам поступило свыше 45 000 заявок, заключено более 12000 контрактов на выполнение НИОКР, поддержано более 10000 молодых инноваторов, создано более 4500 стартапов.

Фонд развития Центра разработки и коммерциализации новых технологий (Фонд «Сколково») реализует проект создания Инновационного Центра «Сколково»⁵⁹ с целью формирования благоприятных условий для инновационного процесса: ученые, конструкторы, инженеры и бизнесмены совместно с участниками образовательных проектов будут работать над созданием конкурентоспособных наукоемких разработок мирового уровня в пяти приоритетных направлениях: энергоэффективность и энергосбережение, ядерные технологии, космические технологии и телекоммуникации, биомедицинские технологии, стратегические компьютерные технологии и программное обеспечение.

Федеральное государственное автономное учреждение «Российский фонд технологического развития» (РФТР) первоначально учрежден в 1991

⁵⁸ Дежина И. Г., Салтыков Б. Г. Механизмы стимулирования коммерциализации исследований и разработок. [Текст] / И. Г. Дежина, Б. Г. Салтыков. – С.43

⁵⁹ Об инновационном центре «Сколково». Федеральный закон от 28.09.2010 года № ФЗ-244 // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

году в качестве внебюджетного фонда⁶⁰, несколько раз преобразовывался. В нынешнем статусе функционирует с 2010 года⁶¹ с целью содействия реализации государственной политики в сфере научной, научно-технической и инновационной деятельности путем оказания российским организациям финансовой и консультационной поддержки в реализации научно-технических проектов и экспериментальных разработок. Инструментами поддержки выступают целевые льготные займы до 150 млн. рублей сроком до 5 лет на выполнение исследований и разработок, а также оказание консультационных услуг по всему спектру вопросов управления инновациями и развития компании. Финансовая поддержка реализуется на конкурсной основе. Благодаря многолетнему опыту финансирования научно-технических проектов на общую сумму около 6,8 млрд. рублей при сотрудничестве с более чем 600 организациями Фонд располагает уникальной базой данных об инновационных российских разработках и разработчиках.

Открытое акционерное общество «Российский Банк поддержки малого и среднего предпринимательства» (ОАО «МСП Банк») было учреждено в 1999 г. С 2007 года 100% акций ОАО «МСП Банк» принадлежат государственной корпорации «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)». В приоритетах банка поддержка зарождающегося малого и среднего предпринимательства, а также в инновационном секторе путем участия в капитале, предоставления гарантий, кредитования (на условиях пониженной ставки процента), микрофинансирования. В результате 101,6 млрд. рублей доведено до субъектов МСП. При этом банк предоставляет гарантии под реализацию инвестиционных проектов стоимостью от 100 млн до 2 млрд руб. на срок от 2 до 10 лет под 1,5-1,8% годовых до 50% от текущей суммы

⁶⁰ Постановление Правительства РСФСР от 24 декабря 1991 г.; Приказ Министерства науки, высшей школы и технической политики Российской Федерации № 60 от 26 февраля 1992 г. № 212 // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

⁶¹ О создании федерального государственного автономного учреждения "Российский фонд технологического развития" путем изменения типа существующего федерального государственного учреждения "Российский фонд технологического развития". Распоряжение Правительства Российской Федерации от 13 апреля 2010 года № 544-р // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

основного долга по кредиту. Несмотря на то, что совокупный капитал отечественных институтов развития составляет 2,3 трлн руб., только 20% бизнесменов воспользовались их поддержкой⁶².

Рассматривая применяемые в настоящее время требования в отношении количественных параметров поддерживаемых компаний и проектов (Приложение 11), можно заметить, что в системе институтов развития становится все меньше «разрывов». Однако движение проектов от одного «института развития» к другому не налажено. Так, среди тысяч проектов малых компаний, поддержанных Фондом содействия, только единицы в дальнейшем получили финансирование от РОСНАНО или через венчурные фонды, созданные РВК. Кроме того, из 83 проектов, одобренных РОСНАНО, только 16 были ранее поддержаны Фондом содействия.

Отметим сохраняющуюся недостаточную ориентированность на поддержку проектов среднего масштаба - от нескольких сотен миллионов до миллиарда рублей. Подобные проекты, по сути, могут поддерживать лишь РОСНАНО (для этого они должны иметь непосредственное отношение к сфере нано-технологий), а также некоторые венчурные фонды РВК. структура. Более того, РОСНАНО фактически не выполняет функций института развития, поскольку ориентируется на проекты с быстрым выходом на рынок (4-5 лет, при прежних своих нормах – в 6-7 лет), т.е. постепенно превращается в частный инвестиционный фонд.

Деятельность МСП Банка, номинально ориентированная на малый и средний бизнес, в силу действующих ограничений на максимальный объем финансирования в большей степени направлена на поддержку малых предприятий.

Существуют некоторые барьеры для «инновационного лифта» на ранних стадиях, в частности для «подхвата» Фондом посевных инвестиций РВК

⁶² Инвестиционный вакуум: только 20% бизнесменов России используют институты развития для продвижения своего бизнеса [Электронный ресурс]. URL: <http://invest-rf.com/ru/investitsionny-j-vakuum-tol-ko-20-biznesmenov-rossii-ispol-zuyut-instituty-razvitiya-dlya-prodvizheniya-svoego-biznesa/> (дата обращения: 13.11.2014)

успешных проектов, ранее поддержанных Фондом содействия инновациям. Это связано с тем, что Фонд посевных инвестиций предоставляет поддержку на заметно более высоком уровне (до 25 млн. руб.), при этом возраст инвестируемой компании не должен превышать трех лет. В то же время Фонд содействия инновациям оказывает поддержку фирмам в возрасте не более двух лет и объемом выручки на старте поддержки не более 0,3 млн. руб. В связи с этим фирмы объективно имеют ограниченные шансы дорасти до масштаба, необходимого для получения поддержки от Фонда посевных инвестиций.

В России в 2014 году создан новый финансовый институт развития – Фонд развития промышленности для финансирования проектов на поддержку НИОКР, разработку проектной документации, технико-экономических обоснований и небольших займов, необходимых для запуска проекта, стоимостью от 150 млн до 2 млрд руб.⁶³. Размер фонда на 3-х летний период составит 18,5 млрд руб. Формируемый Фонд фактически закрывает нишу финансирования средних проектов. Его основное отличие от существующих институтов – кредитование именно на этапе предбанковского финансирования промышленных предприятий. Вместе с тем, из-за серьезного дефицита капитала промышленности может потребоваться поддержка в 100-150 млрд руб. до 2016 г., поскольку только для внедрения наилучших доступных технологий промышленности нужно 3-4 трлн руб. до 2022 г.

По результатам исследования деятельности в России финансовых институтов развития инноваций сформулированы выводы, позволяющие выделить следующие специфические черты сложившейся системы.

1. Сформировалась устойчивая тенденция к расширению масштабов деятельности российских финансовых институтов развития, что проявляется как в виде увеличения объема осуществляемых инвестиций, так и в росте количественных показателей поддерживаемых инновационных проектов.

2. Активизировалось взаимодействие финансовых институтов развития по поддержке инновационной деятельности.

⁶³ Распоряжение Правительства РФ от 28 августа 2014 г. №1651-р

3. Несбалансированность финансовой поддержки на различных стадиях инноваций. Общее число поддерживаемых проектов растет в основном за счет финансирования инновационных проектов на поздних стадиях (роста и расширения). По итогам 2013 года совокупный объем и число инвестиций на стадиях расширения, реструктуризации и поздней стадии составил около 2,7 млрд долл. и 47 инвестиций (соответственно 3,6 млрд долл. и 59 инвестиций в 2012 году) по сравнению с примерно 263 млн долл. и 178 инвестиций на «венчурных» стадиях (соответственно 397 млн долл. и 136 инвестиций в 2012 году)⁶⁴. В то же время роль государства (в лице институтов развития) в поддержке инноваций важна именно на ранних стадиях, когда больше всего ощущается недостаток частной инициативы.

4. Отсутствие системности тематических приоритетов деятельности российских институтов развития. Одни институты имеют четкую технологическую специализацию: РОСНАНО - наноиндустрия, Росинфокоминвест - информационно-коммуникационные технологии (ИКТ). Для большинства других институтов развития приоритеты определяются отраслевым или научно-технологический характер. Например, Фонд содействия инновациям устанавливает свои технологические «рамки». Деятельность Фонда посевных инвестиций РВК и венчурных фондов, созданных при ее участии, направлена на поддержку проектов в рамках официально утвержденных приоритетных направлений развития науки, технологий и техники и перечня критических технологий РФ. Инвестиции Фонда «Сколково» осуществляются в соответствии с выделенными президентом РФ приоритетными направлениями модернизации и технологического развития: энергоэффективность и энергосбережение; ядерные технологии; космические технологии; медицинские технологии; стратегические компьютерные технологии и программное обеспечение. Для деятельности Внешэкономбанка определены отраслевые приоритеты, охватывающие практически все основные обрабатывающие отрасли.

⁶⁴ Обзор российского рынка прямых и венчурных инвестиций за 2013 год. [Электронный ресурс]. URL: http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA_yearbook_2014_Russian_PE_and_VC_market_review_2013_ru.pdf. (дата обращения: 13.10.2014)

5. Отсутствует независимая оценка деятельности финансовых институтов развития, что повышает риски, связанные с возникновением (усилением) определенных дисбалансов.

ГЛАВА 2. КРАУДФАНДИНГ КАК ИНСТРУМЕНТ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИЙ

2.1. Теоретические предпосылки и экономическое содержание краудфандинга

Исторически финансовая система выполняла функцию посредника между физическими и юридическими лицами⁶⁵. «В связи с изменением общих экономических формаций и перехода к экономике инноваций, финансовая система более не отвечает встающим перед ней задачам, так как она перестала решать проблемы двух ключевых экономических агентов»⁶⁶. По мнению многих исследователей новые проблемы могут быть решены только с использованием инновационных финансовых инструментов, выполняющих посредническую функцию.

Инновации начинаются с идеи нуждаются в начальном или посевном капитале для формирования модели бизнеса, команды и прототипа технологии или сервиса. Именно это и есть узкое место инновационных проектов, т.к. традиционные финансовые институты (и даже венчурные фонды) исторически не вкладывают деньги в стартапы на ранних (seed) стадиях посевных капиталов (по разным оценкам – 0,1% и меньше). По европейским данным EAVC на 2009 г. из 1200 частных инвестиционных фирм только 0,6% вкладывали в стартапы на ранних стадиях. Для венчурных инвесторов это является рациональным подходом ввиду высоких рисков, невыгодностью вложения малых сумм, и ничтожных объемов оплаты услуг управления капиталом, и просто алчностью и недальновидностью. Именно поэтому инкубаторы, технопарки и акселераторы были и остаются решением этой проблемы, и эту роль взяли на себя государство и университеты. Инкубаторы – доказанная

⁶⁵ Allen F., Santomero A.M. What do financial intermediaries do? //Journal of Banking & Finance. 2001. №25 (2), pp.271–294.

⁶⁶ Hardie I., Howarth D. Market-Based Banking and the Financial Crisis. [Электронный ресурс]. URL: http://www.pol.ed.ac.uk/staff_profiles/hardie_iain/?a=64561 (дата обращения: 18.12.2011).

модель по оказанию помощи в развитии стартапов. Доля выживающих стартапов в инкубаторах составляет от 70 до 90% в зависимости от стран, что в 4-5 раз выше средних показателей в индустрии. Сегодня не более 7% в мире инкубаторов работают как коммерческие предприятия, т.е. с целью получения прибыли. Тем не менее, существующие решения для предпринимателей, включая инкубаторы, акселераторы, венчурных капиталистов, правительственные институты, способны обслуживать крайне ограниченное количество предпринимателей. Существенным для получения финансирования является наличие бизнес ангелов - инвесторов на самых ранних стадиях проектов. Так в 2011 году в США бизнес ангелы вложили 108 млрд.долл. в посевной капитал (включая 65% сами предприниматели, члены их семей, друзья и 35% бизнес ангелы) в то время как венчурные фонды вложили в стартапы на ранних стадиях менее 2 млрд.долл. В конечном же итоге, только 0,3%-0,7% малых предприятий в США получили финансирование со стороны венчурного капитала в 2010 году, а к средствам бизнес-ангелов получили доступ лишь 2,8% претендентов.

Современный тренд, появившийся в ответ на финансовый кризис и снижение уровня жизни, возрождает коллективное использование существующих ресурсов и способностей людей, которые остаются мало задействованными или вообще не используются их настоящими владельцами, создает совместно-долевую собственность для использования в общих целях и под единым управлением. Все это называется *sharing economy* (*shareconomy*), или долевой экономикой. В истории и до сегодняшнего дня сохранились такие примеры подобной кооперации как артели. Однако благодаря широкому распространению Интернета и компьютеров, данное явление получило новый стимул развития, став настолько популярным, что знаменитая Ганноверская ярмарка CeBIT-2013, сделала *shareconomy* своим лейтмотивом. «Фейсбукизация» все больше влияет на экономику, которая развивается быстрее и спо-

собствует инновациям»⁶⁷. «Совместное потребление» (Collaborative Consumption) – молодое движение, быстро распространяющееся посредством интернета.

Новая модель финансирования инновационных проектов именно на ранних (высокорисковых) стадиях должна быть способна:

- вовлекать и обеспечивать эффективное участие в инновационной деятельности неограниченного числа людей по всему миру;
- не зависеть от места положения и социального статуса любого участника системы;
- обеспечивать возможность рассмотрения, экспертизы и развития неограниченного числа инновационных проектов, включая защиту интеллектуальной собственности и отношения с инвесторами.
- мобилизовывать неограниченное количество капитала от разных источников – краудинвесторов, бизнес-ангелов, венчурных капиталистов, институциональных инвесторов и правительственных структур.
- обеспечивать трансграничность финансовых потоков и интеллектуальной собственности.
- обеспечивать интеграцию независимых предпринимателей, специалистов с существующей корпоративной и государственной НИОКР (R&D) структурой;
- обеспечивать баланс интересов всех участников и действовать в глобальных интересах;
- быть прозрачной и безопасной;
- быть доступной в режиме 24/7 из любой точки, где есть широко полосный доступ в Интернет с любым типом подключения;
- обеспечивать масштабируемость, гибкость, надежность;

⁶⁷ СеBIT-2013: долевая экономика и смартфон для Меркель [Электронный ресурс]. URL: <http://www.dw.de/cebit-2013-%D0%B4%D0%BE%D0%BB%D0%B5%D0%B2%D0%B0%D1%8F-%D1%8D%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%BC%D0%B8%D0%BA%D0%B0-%D0%B8-%D1%81%D0%BC%D0%B0%D1%80%D1%82%D1%84%D0%BE%D0%BD-%D0%B4%D0%BB%D1%8F-%D0%BC%D0%B5%D1%80%D0%BA%D0%B5%D0%BB%D1%8C/a-16643684> (дата обращения: 26.04.2014).

– быть эффективной в развертывании и недорогой в обслуживании.

Один из подобных инструментов, краудфандинг, станет, как полагается, «ультимативным посредником между компаниями и домохозяйствам»⁶⁸. По своей сути краудфандинг представляет собой институт для привнесения некоторой демократии в мир финансовых операций.

Понятие «crowdfunding» тесно связано с понятием «crowd» - толпа. На ранних периодах дефиниция «толпы» рассматривалась исключительно с точек зрения социальной психологии. Этот вопрос рассматривали такие исследователи, как Г. Лебон⁶⁹, С. Московичи⁷⁰, А. Назаретян⁷¹ и другие – эти подходы сформировали направление психологии массовых коммуникаций. Независимо от вышеупомянутого подхода стали появляться теории, основанные на коммуникации «толпы онлайн»⁷².

В середине 2000-х гг. появилась теория краудсорсинга и краудфандинга, обобщающая первые результаты. История возникновения термина «краудсорсинг» тесно связана с именем Джеффа Хау, который в июне 2006 г. опубликовал статью «The Rise of Crowdsourcing», где впервые в мире употребил понятие краудсорсинг⁷³. В статье описан феномен объединения людей для решения какой-либо задачи без вознаграждения или с небольшим вознаграждением и последствия развития таких объединений для компаний, профессионально решающих аналогичные задачи. Позже в 2008 г. вышла в свет монография «Crowdsourcing: Why the Power of the Crowd Is Driving the Future of Business»⁷⁴. В ней автор иллюстрирует исторический подход к пониманию

68 Rubinton B. Crowdfunding: disintermediated investment banking. Available at SSRN 1807204. [Электронный ресурс]. UR: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1807204(дата обращения: 14.11.2011).

69 Лебон Г. Психология народов и масс. [Текст] / Г. Лебон – М.: Академический Проект. Серия «Психологические технологии», 2011. – 240 с.

70 Московичи С. Век толп. [Текст] / С. Московичи – М.: Издательство «Центр психологии и психотерапии», 1998. – 480 с.

71 Назаретян А. П. Психология стихийного массового поведения. Толпа, слухи, политические и рекламные кампании [Текст] / А. П. Назаретян ; – 2-е изд. – М.: Академия, 2005. – 160 с.

72 Ahn L., Blum M., Hopper N.J., Langford J. CAPTCHA: Using Hard AI Problems for Security. Advances in Cryptology – EUROCRYPT 2003. Lecture Notes in Computer Science 2656. pp. 294–311.

73 Howe J. The Rise of Crowdsourcing [Электронный ресурс]. URL: <http://www.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html>. (дата обращения: 21.12.2013).

74 Хау Дж. Краудсорсинг: Коллективный разум как инструмент развития бизнеса [Текст] / Джефф Хау. – М.: Альпина Паблишер, 2014. – 296 с.

феномена краудсорсинга. Истоки явления видит в сообществах любителей и связывает его рождение напрямую с развитием особого направления информационных технологий – открытого программного обеспечения. В дальнейшем теория краудсорсинга и краудфандинга была подхвачена представителями управленческого и экономического подходов. Дарен Бребхам разработал практику использования краудсорсинга как инструмента решения коммуникативных проблем, и доказывает возможности применения практик краудсорсинга в управленческих решениях⁷⁵. В рамках такого подхода под крауд-практиками подразумевается инструмент решения задач управления, механизм регуляции жизни организации. Но при этом зачастую рассматривает его только как инструмент выявления идей, на основе которых можно делать управленческие решения.

Важно отметить, что краудсорсинг и краудфандинг тесно связаны с развитием информационных технологий и общества. В этом аспекте, следует упомянуть следующие исследования: теория символического интеракционизма (Дж. Г. Мид⁷⁶), как модель взаимодействия и мотивации «толпы»; теория информационного общества (Д. Белл⁷⁷, Э. Тоффлер⁷⁸, М. Кастельс⁷⁹). Информационный подход рассматривает краудсорсинг как способ обмена информацией и управления знанием. Современные сети коммуникации характеризуются открытостью, децентрализованностью, саморазвитием, преобладанием горизонтальных связей, автономностью включенных в них узлов. Именно эти характеристики легли являются базисом краудсорсинга и краудфандинга.

⁷⁵ Brabham Daren C. Crowdsourcing as a Model for Problem Solving An Introduction and Cases // The International Journal of Research into New Media Technologies. 2008. Vol 14(1), pp. 75–90

⁷⁶ Mead G. H. Mind, Self, and Society from the standpoint of a social behaviorist. – The University Of Chicago Press. 2009. Vol. 1. P. 440

⁷⁷ Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество: Опыт социального прогнозирования. [Текст] / Д. Белл – Academia, 1999. – 949 с.

⁷⁸ Тоффлер Э. Шок будущего: Пер. с англ. [Текст] / Э. Тоффлер. – М.: ООО "Издательство АСТ", 2002. – 557 с.

⁷⁹ Кастельс М. Информационная эпоха: Экономика, общество и культура. [Текст] / М. Кастельс; – Пер. с англ. под науч. ред. О. И. Шкаратана; Гос. ун-т. Высш. шк. экономики. – М., 2000. – 606 с.

Как отношения субъектов экономического поля в области краудфандинга в рамках финансово-экономического подхода рассматриваются В. Каппусвами⁸⁰, С. Кареловым⁸¹ и др.

Таким образом представленные теоретические предпосылки и рассмотренные экономические теории подчеркивают многосложность нового инструмента финансирования инноваций – краудфандинга.

В современном мире, в частности в России отсутствуют эффективно работающие и доступные широкому кругу людей механизмы коммерциализации идей, изобретений и патентов.

Эта новая форма формирования капитала превратилась в хорошо организованную индустрию в период финансового кризиса 2008-2009 гг. вследствие трудностей в привлечении средств традиционными способами. Поскольку банковские структуры существенно сократили (а фактически прекратили) выдачу кредитов малому бизнесу, инициативные предприниматели нашли выход в интернете. В результате в США возникло 344 онлайн-площадки по сбору народных средств, в Британии — 87, в Бразилии – 17, в России – 4⁸².

Этот новаторский финансовый инструмент происходит от краудсорсинга⁸³. С точки зрения предпринимателя его суть может быть выражена следующим образом: «открытый призыв, осуществляемый в основном через Интернет, по предоставлению финансовых ресурсов в виде пожертвований или в обмен на вознаграждение и/или право принятие решений»⁸⁴. С точки зрения инвесторов, этот инструмент можно описать как «способ географически раз-

⁸⁰ Kuppuswamy V., Bayus B. L. Crowdfunding Creative Ideas: the Dynamics of Projects Backers in Kickstarter. [Электронный ресурс]. URL: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm>, 2013. (дата обращения: 21.12.2013).

⁸¹ Карелов С. Перспективы краудфандинга: в США – закон, в России – мошенничество. [Электронный ресурс]. URL: http://slon.ru/future/perspektivy_kraudfandinga_v_ssha_zakon_v_rossii_moshennichestvo-875352.xhtml (дата обращения: 21.12.2013).

⁸² Краудфандинг создаст \$96-миллиардный поток [Электронный ресурс]. URL: <http://world.eizvestia.com/full/kraudfanding-sozdast-96-milliardnyj-potok> (дата обращения: 21.08.2014).

⁸³ Howe J. The rise of crowdsourcing. //Wired magazine. 2006. №14(6), pp.1–4.

⁸⁴ Belleflamme, P., Lambert, T. and Schwienbacher, A. (2010). Crowdfunding: an industrial organization perspective. In Prepared for the workshop Digital Business Models: Understanding Strategies', held in Paris on June. pp. 25–26. [Электронный ресурс]. URL: http://economix.fr/pdf/workshops/2010_dbm/Belleflamme_al.pdf (дата обращения: 28.04.2012).

розненных людей («толпы») найти и инвестировать через Интернет предприятия, в развитии которых они так или иначе заинтересованы»⁸⁵. Следует отметить, что большинство краудфандинг кампаний так или иначе направлены на новые компании и стартапы⁸⁶, т.е. на сектор, который в настоящий момент почти полностью лишён банковского и иного финансирования и ассоциируется в первую очередь с высокими рисками⁸⁷.

На протяжении последних нескольких лет отрасль краудфандинга привлекает всё больше исследователей, однако, не стоит забывать, что сам феномен обладает продолжительной историей.

Термин «краудфандинг» впервые был использован Майклом Салливаном в 2006 году⁸⁸. Исследователи уверены, что данный термин происходит от близкого по значению понятия «краудсорсинга»⁸⁹ – распределенного процесса, осуществляемого через интернет⁹⁰, по решению проблем, оказанию услуг или производству продукции. Основное различие между этими терминами в том, что первый предполагает исключительно денежную форму участия, в то время как второй включает в себя все возможные формы. Важно отметить, что оба термина, были впервые упомянуты в одном и том же году.

Однако до сих пор не только отсутствует единый подход к толкованию явления, но нет даже общеупотребительного написания: «крауд фандинг»⁹¹,

⁸⁵ Szaky T. Why Start-Ups Need 'Crowd-Funding'. You're the Boss Blog. [Электронный ресурс]. URL: http://boss.blogs.nytimes.com/2011/12/05/why-start-ups-need-crowd-funding/?_r=0 (дата обращения: 28.04.2012).

⁸⁶ Weissman C.G. SoMoLend and equity crowdfunding: What does this say about the industry? [Электронный ресурс]. URL: <http://pandodaily.com/2013/08/20/somolend-and-equity-crowdfunding-what-does-this-say-about-the-industry/> (дата обращения: 28.11.2013).

⁸⁷ Kodisang B. Classy Acts. //Financial Mail. 2013. 01 Mar, p.92. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rmb.co.za/PDFs/etfs/FinancialMail-1March2013.pdf> (дата обращения: 28.11.2013).

⁸⁸ Castrataro, D. A social history of crowdfunding. //Social Media Week. [Электронный ресурс]. URL: http://socialmediaweek.org/blog/2011/12/a-social-history-of-crowdfunding/#.UiRidBbGL_k (дата обращения: 02.09.2013).

⁸⁹ Schwenbacher A., Larralde B. Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures [Электронный ресурс]. URL: http://www.em-a.eu/fileadmin/content/REALISE_IT_2/REALISE_IT_3/CROWD_OUP_Final_Version.pdf (дата обращения: 02.09.2013); Rubinton, B. Crowdfunding: disintermediated investment banking. Available at SSRN 1807204. [Электронный ресурс]. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1807204 (дата обращения: 12.05. 2013); Belleflamme, P., Lamber, T. and Schwenbacher, A. Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. [Электронный ресурс]. URL: http://innovation-regulation2.telecom-paristech.fr/wp-content/uploads/2012/10/Belleflamme-CROWD-2012-06-20_SMJ.pdf (дата обращения: 02.09.2013).

⁹⁰ Brabham D.C. Crowdsourcing. The MIT Press. 2013

⁹¹ Fink A.C. Protecting the Crowd and Raising Capital through the JOBS act [Электронный ресурс]. URL: <http://ssrn.com/abstract=2046051> (дата обращения: 02.09.2013)

«крауд-фандинг»⁹² или «краудфандинг»⁹³. В ходе исследования, в литературе были встречены также следующие вариации: «финансовый краудсорсинг»⁹⁴, «крауд финансинг»⁹⁵, «гипер фандинг»⁹⁶. Существует даже попытка расшифровать аббревиатурное написание слова Crowdfunding: Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure, что переводится как привлечение капитала онлайн при ограничении мошенничества, и неэтичного сокрытия информации.

В настоящей работе используется наиболее распространенный вариант, а именно: «краудфандинг».

В Приложении 15 представлены несколько наиболее знаковых определений понятия краудфандинг.

С целью развития научных основ финансирования инновационных процессов и теоретического обоснования существующего в практической плоскости явления «краудфандинг», используя приведённые и другие встречающиеся в литературе и интернет-сети определения, нами сформулировано определение термина «краудфандинг» как инструмент коллективного финансирования конкретных проектов (целей) (культурных, социальных, благотворительных, коммерческих, производственно-технологических) посредством перераспределения финансовых ресурсов между широкой общественностью и предпринимателями, осуществляемого через Интернет, безвозмездно либо в обмен на денежные или неденежные вознаграждения.

⁹²Agrawal A.; Catalini C., Goldfarb A. Friends, Family, and the Flat World. The Geography of Crowdfunding. working paper. National Bureau of Economic Research. Available online at [Электронный ресурс]. URL: <http://ssrn.com/abstract=1692661>. (дата обращения: 02.09.2013); Burtch, G., Ghose, A. and Wattal, S. An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-Funded Markets. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.krannert.purdue.edu/academics/MIS/workshop/2012/crowdfunding%20journalism.pdf> (дата обращения: 05.09.2013)

⁹³Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. Individual Crowdfunding Practices. [Электронный ресурс]. URL: <https://creationetfinancement.files.wordpress.com/2012/12/individual-crowdfunding-practices.pdf> (дата обращения: 05.09.2013); Mollick, E. The dynamics of crowdfunding: Determinants of success and failure. . [Электронный ресурс]. URL: <https://cinemadocumentaire.files.wordpress.com/2013/04/ssrn-id2088298.pdf> (дата обращения: 05.09.2013)

⁹⁴Russell A. News bust; news boom // Journalism. 2009. №10 (3), pp.365–367.

⁹⁵Sorensen I.E. Crowdsourcing and outsourcing: the impact of online funding and distribution on the documentary film industry in the UK. //Media, Culture & Society. 2012. №34 (6), pp. 726–74.

⁹⁶Laemmermann, K. Crowd funding raising capital. online. CreateSpace Independent Publishing Platform. 2012. P.354

Данное определение позволяет выделить несколько важных характеристик исследуемого финансового инструмента. Во-первых, краудфандинг считается более доступным источником в сравнении с другими традиционными вариантами финансирования новых компаний (включая и венчурное финансирование). В этом краудфандинг близок к неформальному инвестированию (например семейному (друзья и члены семьи)) или ангельскому капиталу. Во-вторых, краудфандинг возникает и развивается исключительно благодаря интернет-технологиям. В-третьих, такой финансовый инструмент позволяет привлечь в качестве инвесторов широкий круг непрофессиональных инвесторов, обычных людей из «толпы». В-четвертых, в краудфандинговой модели финансирования инвестиций и инноваций инвесторы ищут компании, в то время как во всех иных моделях в большинстве случаев компании сами ищут инвесторов.

Для целей исследования финансового инструмента краудфандинга важно определить состав участников и их роль в процессе финансирования проектов. Можно выделить три категории участников (субъекты) краудфандинга: 1) эмитент (инноватор), 2) финансовый портал как кумулятивный посредник (интернет-платформа), 3) инвесторы (акционеры, вкладчики, благотворители). Представленные все три категории участников финансирования с помощью краудфандинга тесно взаимосвязаны между собой и являются тем необходимым минимумом или условием самого существования данного финансового инструмента инновационного развития.

Основная цель создания и существования коллективного финансирования заключается в потребности привлечь финансовые ресурсы для реализации какой либо идеи или проекта. Поэтому первым и конечным участником краудфандингового механизма выступает эмитент (инноватор). В этом статусе может быть отдельное лицо (которому, например, требуется какая либо благотворительная помощь), индивидуальный предприниматель или небольшой коллектив разработчиков какой-либо инновационной идеи, а также юридическое лицо – представитель малого или среднего бизнеса. Как прави-

ло, все инициаторы проектов нуждаются в финансировании на ранних стадия развития своего порой необычного бизнеса, или продвижения новаторского продукта.. При этом возможности привлечь традиционные источники финансирования (банковские кредиты, грантовую помощь, венчурный капитал) не представляется возможным в силу целого комплекса причин (высокие риски, низкая платежеспособность, отсутствие гарантий и поручителей и т.д.).

Посредник, в роли которого выступают специализированные медиаторы крауд-финансирования – это финансовый портал (интернет-платформа) выполняющий роль финансовых и информационных посредников, т.е. они выполняют связующую функцию между инициаторами инновационного проекта и инвесторами. При этом кроме непосредственного посредничества между инвесторами и эмитентами на финансовый портал возлагаются ряд важных функций:

1) финансовая (аккумуляция средств инвесторов и передача их эмитенту в случае успеха проекта; распределение средств между инвесторами в случае неудачи проекта);

2) юридическая (разрешение правовых вопросов и споров между участниками процесса);

3) маркетинговая (поддержка и продвижение проектов), образовательная (информационная помощь участникам процесса краудфандинга).

Кроме того, ряд финансовых порталов, например русскоязычная платформа краудфандинга Planeta.ru, выступает также в качестве краудфандингового агентства полного цикла и кроме описанных выше функций возлагает на себя следующие задачи: организацию процесса производства наград и их логистики; консалтинга эмитентов на всех стадиях краудфандинговой кампании; реализации наград в случае их невостребованности инвесторами; проведения онлайн-трансляций и т.д. Более того именно финансовый портал является субъектом, предлагающим инициативы в рамках правового поля на государственном уровне.

В настоящее время существует свыше 450 организаций-операторов, организующих финансирование по модели краудфандинга⁹⁷. Самый раскрученный проект в области краудфандинга (коллективных инвестиций) – это Kickstarter, который оперирует на территории США, Великобритании, Новой Зеландии, Дании, Ирландии, Норвегии, Швеции, Австралии, Голландии и Канады и продолжает завоевывать рынки разных стран. За 2012 года было привлечено 320 млн.долл., за 2013 - 480 млн.долл., за 2014 - 529 млн.долл., и темпы продолжают расти. Согласно общей статистике Kickstarter за все годы существования, с момента запуска платформы в 2009 году сайт привлек около 1,5 млрд.долл. и помог успешно профинансировать более 76 900 проектов из разных категорий⁹⁸.

Алгоритм работы краудфандинг-медиаторов таков: некий инициатор, желающий реализовать свою задумку, регистрирует проект на сайте-посреднике, назначает необходимую для сбора сумму, устанавливает время сбора и предлагает «толпе» что-то взамен. Чаще всего это продукт деятельности, на который и собираются средства. На следующем этапе инициатор начинает привлекать аудиторию для финансирования. Средний чек на платформе составляет 25 долл. За свои деньги backer (инвестор) получит привилегию (например, билет на премьеру фильма и имя в титрах) или предоплаченный товар (т.е. как только товар будет изготовлен, он будет отправлен своему инвестору). В итоге, если за указанный срок средства собраны, они отправляются инициатору, если же сумма недостаточна – все средства возвращаются «толпе». По данным платформы Kickstarter, доля успешных проектов – около 40%. Таким образом, краудфандинг – деятельность, демаркированная от благотворительности, спонсорства, инвестирования и наиболее близка по структуре к публичному размещению акций.

⁹⁷ Caldbeck R. Crowdfunding Trends: Which Crowdfunding Sites Will Survive. //Forbes. 23.6.2013. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.forbes.com/sites/ryanaldbeck/2013/06/23/crowdfunding-trends-which-crowdfunding-sites-will-survive/> (дата обращения: 26.04.2014).

⁹⁸ В 2014 году Краудфандинговая платформа Kickstarter привлекла \$529 миллионов благодаря 3,3 миллиона бекеров [Электронный ресурс]. URL: http://crowdsourcing.ru/article/v_2014_godu_kraudfandingovaya_platforma_kickstarter_privlekla_529_millionov_blagodarya_33_milliona (дата обращения: 26.03.2015).

В большинстве стран подобные краудфандинг-медиаторы не подпадают под обязательную регистрацию и оперируют без специальной лицензии. В подавляющем большинстве случаев денежные средства передаются в компанию-эмитент только если была достигнута определённая целевая сумма. Если эта сумма достигнута не была, то деньги возвращаются инвесторам. Некоторые площадки, агрегируя полученные средства, выступают неким фиктивным инвестором. То есть со стороны компании-эмитента результатом сделки является появление одного дополнительного инвестора – краудинвестингового портала. Также подобным фиктивным инвестором может стать траст-фонд, созданный на базе портала. В этом случае при проведении следующего раунда инвестиций компания-эмитент общается напрямую с порталом, а не с разрозненной толпой краудфандинговых инвесторов. Другие платформы позволяют инвесторам вкладываться напрямую, избегая дополнительных управленческих расходов, а также использовать существующие налоговые льготы.

Большинство порталов используют комиссионную модель для своей монетизации. В случае, если краудинвестинговая кампания завершается успехом, они получают заранее согласованный процент от сделки. Обычно размер этой комиссии не превышает 10% от собранной суммы. В зависимости от условий платформы её вознаграждение выплачивает компания-эмитент, инвесторы или оно делится между обоими участниками процесса. Если платформа оперирует как фиктивный инвестор, то к разовой комиссии добавляется постоянная плата за административные услуги. Так как в ближайшие несколько лет предполагается, что выходов из проинвестированных стартапов будет мало, именно благодаря этой постоянной плате, бизнес-модель подобных платформ кажется более стабильной.

Выделим основные задачи организации развития специализированных платформ в России:

- 1) поиск и работа с инвесторами – ограниченное количество венчурных инвесторов на рынке, для которых надо найти объективные стимулы привле-

чения на платформу в виде качественных проектов и других инвесторов и других стимулов, а также эффективных способов работы профессиональных инвесторов с непрофессиональными инвесторами, в части управления ожиданиями последних и уровнем ответственности перед ними;

2) поиск и отбор инновационных проектов – необходимо иметь устойчивые отношения со всей экосистемой рынка венчурных проектов (акселераторы, инкубаторы, фонды, технопарки, университеты, институты развития), чтобы привлекать большой поток качественных проектов, а также эффективную систему отсева и отбора проектов (мудрость толпы);

3) информационное обеспечение участников инвестиционной деятельности. Систематизация и анализ инновационной деятельности. Создание баз данных инвесторов и проектов с возможностью статистического анализа рыночных предпочтений;

4) прочие вопросы: организация документооборота и взаиморасчётов между участниками, в том числе верификация сторон в контракте и согласование условий, требует времени, а подписание договоров в электронной форме через Интернет пока невозможно - в итоге бумажный документооборот и организация взаиморасчётов по сделкам могут быть затратными при большом количестве инвесторов.

Особую роль в процессе финансирования инноваций через институт краудфандинга играют именно инвесторы, среди которых с точки зрения именно инвестиционно-инновационного развития можно выделить 2 типа:

1) традиционные инвесторы венчурного рынка. К ним относятся бизнес-ангелы, венчурные фонды, акселераторы (наиболее распространены как форма поддержки IT-стартапов: проектов в области современных технологий и коммуникаций), F&F (friends & family – друзья, члены семьи, родственники и знакомые, т.е. непрофессиональные инвесторы, дающие финансовые средства на раннюю стадию проектов по причине доверия или исходя из потенциальной доходности, или в благотворительных целях);

2) новые группы инвесторов. К ним относятся инвесторы в рисковые инструменты фондового и валютного рынка (инвестиционные брокеры, паевые инвестиционные фонды), а также непрофессиональные инвесторы.

Общая схема взаимодействия участников краудфандинга в инновационной экосистеме представлена на следующем рисунке (Рис. 7).

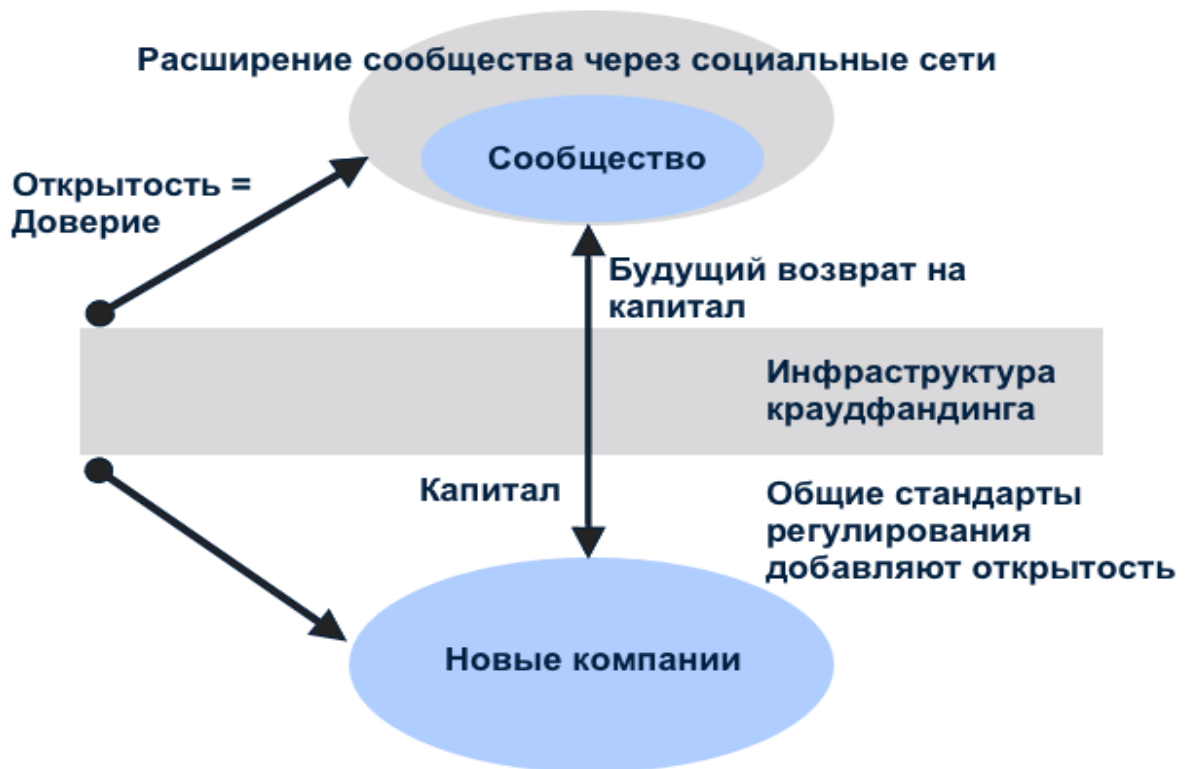


Рис. 7. Система участников краудфандинга и их взаимодействие

Источник: Составлено автором на основе:

Отчет Всемирного банка «Crowdfunding's Potential for the Developing World», 2013 г. [Электронный ресурс]. URL: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSPContentServer/WDSP/IB/2014/01/16/000461832_20140116154311/Rendered/PDF/840000WP0Box380crowdfunding0study00.pdf (дата обращения: 26.07.2014).

Выделим основные преимущества краудфандинга для финансирования инновационных стартап-проектов:

1. Уменьшение роли финансовых посредников, что является проблемой современного мира инвестиций. Социальные сети позволяют создавать контент, распространять его и, конечно, обсуждать, минуя тем самым цепь привычных посредников. С помощью краудфандинга организация (или про-

ект) может получить финансирование без участия банков, биржи, венчурных фондов и т.д. Причем сам процесс финансирования и получения необходимых денежных средств становится более прозрачным для его участников. При этом традиционные посредники относятся к краудфандингу с некоторой осторожностью, потому что видят в нем потенциальную угрозу.

2. Независимость от банковского кредитования. В связи с тем, что банковское кредитование инновационной идеи это достаточно трудоемкий процесс, поскольку в первую очередь необходимо иметь безупречную кредитную историю и высокие гарантии. Высокорисковый новый бизнес связанный с технологиями требует и высокие кредитные ставки, что делает данный вариант получения средств еще более рискованным. В противовес банковскому кредиту, краудфандинг дает возможность поделиться бизнес идеей с огромным количеством потенциальных инвесторов.

3. Маркетинг и реклама. Активные действия по продвижению стартапа среди потенциальных заказчиков и клиентов являются, по сути, бесплатным маркетингом и формируют надежную базу для поддержки бизнеса на всех этапах его развития. Тогда как иные (традиционные) способы финансирования предполагают существенные затраты на рекламу и продвижение.

4. Тестирование инновационной идеи. С помощью краудфандинга можно проверить и «живучесть» проекта, в отличие от венчурной индустрии, где профессиональные инвесторы предпочитают вкладываться в проекты в тех отраслях, в которых разбираются сами. С помощью данного инструмента можно отслеживать инновационные идеи и использовать «мудрость толпы» для оценки потенциального успеха проекта с целью создания его клона или инвестирования в него традиционными способами. Если производимый продукт не интересен покупателям, то его невозможно будет продать. Таким образом, каждый новый коллективный вклад в развитие стартапа является показателем того, что бизнес идея востребована и компания продолжит развитие. Такое тестирование позволяет фактически минимизировать вероятные

риски, что в свою очередь создает дополнительные преимущества в привлечении инвестиций, в том числе для будущих проектов.

5. Публичность и прозрачность инвестирования в проекты. Современная система венчурных инвестиций не позволяет играть в эту игру обычным людям; рынок акций – это элитарный рынок, где никто не ждет «стодолларовых инвесторов». Именно краудфандинг является технологией, позволяющей просто и быстро делать небольшие вложения. С точки зрения классического профессионального инвестора, наступает эпоха, когда приходится на равных конкурировать за проекты с внушительной толпой мелких инвесторов-любителей.

6. Сохранение контроля за реализацией инновационного проекта. Коллективное финансирование не накладывает ограничений и не диктует правила ведения бизнеса. В то время как инвесторы иных форм финансирования последние годы становятся все требовательнее, желая получить прибыль как можно скорее, а также участвуют в управлении.

2.2. Классификация краудфандинга: модели и типы

На основе анализа деятельности существующих в мире краудфандинговых платформ можно выделить несколько типов краудфандинга. Краудфандинговые платформы могут относиться к одной из двух крупных моделей: неденежной (*non-financialcrowdfunding*) и денежной (*financialcrowdfunding*), или сочетать в себе характеристики обеих. В первой, спонсор не получает денежный доход от своих инвестиций. Вторая полностью нацелена на получения финансовой выгоды. Внутри каждой модели можно выделить несколько типов. К неденежной модели относятся следующие типы: благотворительный краудфандинг (на основе пожертвований) и классический краудфандинг (на основе награждения, благ).

В благотворительном (бескорыстном) краудфандинге (donation-based crowdfunding) спонсорство не предполагает получение денежной или нематериальной награды. Основным побуждающим фактором для спонсоров в этом типе краудфандинга является возможность поучаствовать в разработке и реализации проекта, которая имеет моральную ценность для спонсора. Этот тип подразумевает отсутствие какой-либо награды за спонсорство. Чаще всего к нему прибегают благотворительные и социально-значимые проекты.

Классический (бонусный) краудфандинг (reward-based crowdfunding) подразумевает, что предприниматель за счёт вырученных от предпродажи продукта или услуги денег организует собственный бизнес без привлечения дополнительного акционерного или заёмного капитала. Подобный тип краудфандинга крайне широко распространён. Он нашёл применение в областях кинопроизводства, разработки свободного программного обеспечения, исследований и научных открытий, а также гражданских и социальных проектов. Отличительной особенностью данного типа краудфандинга является то, что в обмен на свою помощь спонсор получает материальную или нематериальную награду. Примером может служить упоминание имени спонсора в титрах фильма, брендированный мерчендайз, возможность встретиться с авторами проекта или посетить специальные мероприятия связанные с запуском проекта. Обычно набор наград варьируется от проекта к проекту, а их размер зависит от суммы внесённых спонсором средств. Очень часто в этом типе краудфандинга в форме награждения выступают продукты или услуги, которые будут произведены в результате проведения кампании. В этом случае имеет смысл идентифицировать их как предпродажу. Однако, наряду с этими наградами в кампании могут присутствовать и нематериальные вознаграждения из перечисленных выше. Именно по-этому предпродажи не выделены в отдельный подтип.

К денежной модели отнесены: акционерный краудфандинг (краудинвестинг) и кредитный краудфандинг (краудлендинг или p2p-кредитование).

Акционерный краудфандинг или краудинвестинг (equity-based crowdfunding) основан на том, что спонсор получает долю в бизнесе компании, обычно находящихся на самой ранней стадии развития. Краудинвестинг даёт спонсорам возможность инвестировать небольшие суммы в непубличные компании. Успех кампании акционерного краудфандинга часто связывают с тем, получилось ли у авторов доказать жизнеспособность идеи своего бизнеса. Краудинвестинг строится на классической схеме участия в акционерном капитале компании. В обмен на свои деньги индивидуальные инвесторы получают ценные бумаги компании. Выделяются два подвида краудинвестинга:

- 1) инвестиции в ценные бумаги компании. В этом подвиде инвесторы приобретают в свою собственность часть компании-эмитента;
- 2) участие в выручке или прибыли компании. В зависимости от объёма инвестиций устанавливается часть прибыли, которую получают инвесторы компании-эмитента.

В большинстве случаев, в краудинвестинге вложения имеют пассивный характер, т.е. инвесторы не получают прав на активное участие в жизни компании. Другими словами, хотя у инвесторов и появляется доля в акционерном капитале или прибыли компании-эмитента, они не могут повлиять на принимаемые в компании управленческие решения.

Кредитный (долговой) краудфандинг или краудлендинг (lending-based crowdfunding) подразумевает существование между спонсором и автором проекта денежных отношений, близких по форме к банковскому кредиту. При этом автор проекта занимает у спонсоров деньги и выплачивает их с процентами. Соответственно, краудлендинг имеет сходства с типичными кредитными продуктами банков, однако займодателями являются не крупные финансовые организации, а разрозненные группы физических лиц. Исследователи выделяют следующие подвиды краудлендинга:

- 1) традиционный договор займа – использованы стандартные условия договора займа или кредита, выплаты происходят с определённой процент-

ной ставкой. В этом случае выплаты по займу могут как быть, так и не быть гарантированы;

2) прощительный займ – выплаты по займу производятся только в том случае, если компания-заёмщик начинает генерировать прибыль; компания-заёмщик получает первую выручку.

Также можно выделить два подтипа, которые встречаются в обеих моделях: «Всё или ничего» и «Оставить всё собранное». Первый подтип характеризуется фиксированной суммой сбора средств, то есть автор получает деньги только при достижении 100% от запрашиваемой величины. Второй подтип характеризуется плавающей суммой сбора, то есть автор может получить деньги, не достигнув необходимого порога в 100% от запрашиваемой величины.

Проведенное исследование типов краудфандинга в обобщенном виде представлено в таблице 2 с наглядной демонстрацией специфических черт и отличий различных типов.

Коллективное финансирование инновационных и изобретательских разработок является популярным трендом во всем мире. В последние годы краудфандинг стремительно набирает обороты и по количеству соответствующих площадок, и по объему рынка (Приложение 16 Рис. 1). В 2014 году глобальный краудфандинговый рынок пережил этап ускоренного роста, достигнув 16,2 млрд.долл., что составляет 167% по сравнению с 6,1 млрд.долл., привлеченными в 2013 году⁹⁹. Ожидается, что в 2015 году индустрия может удвоить свои показатели, достигнув уровня в 34,4 млрд.долл.

⁹⁹ Massolution's Crowdfunding Industry Report: в 2015 году объем Краудфандингового рынка достигнет \$34,4 миллиарда [Электронный ресурс]. URL: http://crowdsourcing.ru/article/massolution_s_crowdfunding_industry_report_v_2015_godu_obem_kraudfandingsogo_rynka_dostignet (дата обращения: 05.04.2015).

Таблица 2

Классификация краудфандинга

Модель финансирования	Тип краудфандинга	Форма вклада (вложения) в проект	Форма возврата	Мотивация инвестора (спонсора, вкладчика или жертвователя)	Международные платформы	Российские платформы
Неденежная	<i>Благотворительный (бескорыстный)</i>	пожертвования	Нематериальные блага	Личная (нравится компания), или социальная (у компании нужен для общества бизнес) мотивации	GoFundMe (http://www.gofundme.com)	Помоги.org (http://pomogi.org) Тугеза.py (http://together.ru)
	<i>Классический (бонусный)</i>	пожертвования	Материальные и нематериальные блага (награды)	Комбинация личной или социальной мотивации и стремления к любой форме вознаграждения	Kickstarter (https://www.kickstarter.com/) Indiegogo (https://www.indiegogo.com) RocketHub (http://www.rockethub.com)	Boomstarter (http://boomstarter.ru) Planeta.ru (http://planeta.ru/)
Денежная	<i>Акционерный (краудинвестинг)</i>	Инвестиции	Доход на вложенный капитал (инвестиции), если компания-эмитент вышла на окупаемость. Материальные и нематериальные награды.	Комбинация личной или социальной и финансовой мотиваций	Seedrs (http://www.seedrs.com) Crowdcube (http://www.crowdcube.com) AngelList (https://angel.co)	StartTrack (http://starttrack.ru) Jumpstartupper (http://jumpstartupper.com)

Модель финансирования	Тип краудфандинга	Форма вклада (вложения) в проект	Форма возврата	Мотивация инвестора (спонсора, вкладчика или жертвователя)	Международные платформы	Российские платформы
	<i>Кредитный (долговой, краудлендинг, p2p-кредитование)</i>	Кредит (суда, заем)	Выплата займа с процентами. Для некоторых (как правило социально-ориентированных) проектов кредитование беспроцентное	Комбинация личной или социальной и финансовой мотиваций	Lending Club (https://www.lendingclub.com) Prosper.com (https://prosper.com)	Webmoney (http://credit.webmoney.ru/) Вдолг.ру (https://vdolg.ru)

Источник: Составлено автором

В структуре мирового рынка краудфандинга наибольший рост отмечен в США и Европе, несмотря на все большую вовлеченность и распространение данного инструмента в других странах:

- американский рынок краудфандинга вырос на 105% до 1,6 млрд. долл.;
- объемы европейского рынка выросли на 65% до 945 млн. долл.;
- другие рынки выросли в среднем на 125%¹⁰⁰.

Таким образом европейский и североамериканский рынки занимают 95 % мирового рынка краудфандинга.

В структуре видов краудфандинга отмечаются очевидные изменения (Приложение 16 Рис. 2). Рост в 2012 году объемов финансирования был связан в основном за счет краудлендинга, который вырос на 111% до 1,2 млрд долл., в то время как благотворительный краудфандинг (пожертвование) увеличился на 45% до общего объема в 979 млн. долл.¹⁰¹

Рост объемов краудлендинга в основном связано с микрозаймами и кредитованием малого и среднего бизнеса. Отмечается и значительный рост – на 232% - классического краудфандинга (reward-based crowdfunding).

Акционерный краудфандинг, несмотря на его нацеленность на финансирование инновационных стартапов, в глобальном масштабе достаточно ограничен, ввиду недостаточного правового регулирования и существующих законодательных ограничений: данный рынок вырос всего на 30% до 115 млн. долл. в 2012 г. и на 43% до 165,9 млн. долл.

Сфера распространения краудфандинга достаточно разнообразна, но все же позволяет выделить приоритетные направления использования в настоящее время как в мире, так и в России. На Рис. 3 Приложения 16 структурированы 10 наиболее популярных сфер, для которых привлекается финан-

¹⁰⁰ 2013CF The Crowdfunding industry report. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.compromisoempresarial.com/wp-content/uploads/137356857-Massolution-2013CF-Excerpt-Revised-04182.pdf> (дата обращения: 26.07.2014).

¹⁰¹ 2013CF The Crowdfunding industry report. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.compromisoempresarial.com/wp-content/uploads/137356857-Massolution-2013CF-Excerpt-Revised-04182.pdf> (дата обращения: 26.07.2014).

сирование с использованием института краудфандинга. На первом месте социальная сфера (27,4%), также высока доля бизнеса и частного предпринимательства (16,9%), с целью производства и продвижения фильмов и киноиндустрии используется 11,9%, Музыка и звукопись – 7,5%, в области энергетики и окружающей среды – 5,9%, Мода – 5,5%, искусство в целом – 4,8%, Информационные и коммуникационные технологии – 4,8%, Журналистика, Книги, Фото, и Издательство – 3.5%, Наука и техника – 3.2%. Суммарно на проекты в области науки и техники, а также информационные технологии (а именно эти направления способствуют инновационному развитию) приходится около 8% всех проектов в системе краудфандинга, т.е пока на 4 месте.

В России по состоянию на август 2014 г. функционирует 653 проекта, из которых большая часть представлена в категории «Благотворительность». Особенно стоит отметить, что на 4 месте категория «Технологии» (Приложение 16 Рис. 4). Так, например, в категории «Наука» представлен проект «Планетарный Передатчик Энергии», представляющий собой бесконечный источник природной энергии для всего человечества. За 30 дней было собрано 1 540 тыс. руб. (103%) из 1 500 тыс. руб. от 514 спонсоров¹⁰². В результате, среднее количество сборов в день составляет 51 337 руб., а средний сбор с одного спонсора – 2 996 руб.

По оценкам Всемирного банка инвестиции через модель краудфандинга к 2025 году составят около 96 млрд. долл., что почти вдвое больше, чем мировой рынок венчурного финансирования в 2012 году, и в 30 раз больше, чем весь рынок краудфандинга в 2012 году (2,7 млрд. долл.) (Приложение 16 Рис. 5). Половина рынка краудфандинга окажется в Китае: 46-50 млрд. долл.

Если рядовые американцы выделяют хотя бы 1% своих долгосрочных инвестиций на финансирование малого бизнеса, полученный капитал может составить более 3 трлн. долл. в год, то есть в 5 раз больше суммы, доступной при традиционном финансировании (по данным Центра Венчурных исследо-

¹⁰²Проект "Планетарный Передатчик Энергии" (страница статистики и продвижения проекта) [Электронный ресурс]. URL: https://boomstarter.ru/projects/65396/planetarnyy_peredatchik_energii_-_po_vsey_zemle_bez_provodov (дата обращения: 20.07.2014).

ваний, бизнес-ангелы и венчурные фонды ежегодно привлекают около 40 млрд.долл. в качестве инвестиций, в первую очередь, в технологический сектор; помощь друзей и родственников представителям малого бизнеса ежегодно составляет еще 60 млрд.долл.). Таким образом, с учетом личных сбережений основателей проектов, а также банковских кредитов, малый бизнес получает традиционным способом около 600 млрд.долл. в год.

Краудфандинг обладает потенциалом стать альтернативной формой финансирования бизнес-проектов на ранней стадии. По своей сути и практике действия краудфандинг выступает инструментом для получения именно начального стартового финансирования, т.е. платформой для будущих традиционных источников финансирования инновационных проектов. По результатам исследования профессора Пенсильванского университета Ethan R. Mollick краудфандинговая модель идеальна для большинства проектов, которые нуждаются в разовых инвестициях в размере не более 1 млн. долл.¹⁰³ Такой механизм позволяет принять и следовать политике быстрого внедрения инноваций с их последующей коммерциализацией, которая должна обеспечивать рост финансовой отдачи от инновационной деятельности.

Краудфандинг зарекомендовал себя инструментом для финансирования и стимулирования инноваций. Хотя он все еще остается феноменом нескольких развитых стран, развивающиеся государства могут быстро взять его на вооружение. Фундамент для развития краудфандинга уже создан – более 80% интернет-пользователей регулярно общаются в социальных сетях, и их легко проинформировать об интересном бизнес-проекте. Это огромная потенциальная база, даже с учетом того, что 65% населения мира – 4,6 млрд. человек – все еще не имеют доступа к интернету. Дать импульс для развития коллективного финансирования бизнесов может правительство, приняв законы, которые будут регулировать краудфандинг в качестве отдельного вида дея-

¹⁰³ Mollick E.R. The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study // Journal of Business Venturing, Volume 29, Issue 1, January 2014, Pages 1–16 [Электронный ресурс]. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2088298 (дата обращения: 05.02.2015)

тельности, чтобы избавить мелкие бизнесы от юридических сложностей с налогообложением.

2.3. Акционерный краудфандинг: сущность и особенности финансирования инновационных проектов

В научном освещении отдельных видов краудфандинга имеются определенная неравномерность. Большинство академических работ (62%) раскрывают суть кредитного краудфандинга (p2p кредитования), в то время как акционерный краудфандинг является одной из наименее исследованных областей (21%)¹⁰⁴. В России полноценные научные работы как по краудфандингу в целом, так и по акционерному краудфандингу отсутствуют. Единственной работой, кратко, но системно раскрывающей механизм краудфандинга, является доклад «Четыре мобильности: вызовы России в 2015–2030» одна из глав которого посвящена перспективам краудфандинговой модели финансирования инвестиций в мире и России, подготовленный в феврале 2014 года специалистами Аналитического центра при Правительстве Российской Федерации Ю. Амосовым и А. Кротом¹⁰⁵.

В США инструменты краудинвестинга имеют особое значение для развития инновационных стартапов. В 2012 году выручка технологических компаний составила около 21% ВВП США¹⁰⁶. Эти компании зарекомендовали себя как наиболее стабильные и динамично развивающиеся бизнесы в условиях общей рецессии. Более того, именно подобные, «в прошлом стартапы», сейчас создают большую часть новых рабочих мест в стране.

¹⁰⁴ Feller, J., Gleasure, R. and Treacy, S. (2013). From the Wisdom to the Wealth of Crowds: A Metatriangulation of Crowdfunding Research. [Электронный ресурс]. URL: <http://opennessandtransparency.net/sites/default/files/TOTO-Working-Paper-2013.01-v1.pdf>. (дата обращения: 15.10.2013).

¹⁰⁵ Четыре мобильности: вызовы России в 2015–2030 [Электронный ресурс]. URL: <http://ac.gov.ru/files/publication/a/1711.pdf> (дата обращения: 04.03.2015).

¹⁰⁶ Daniel H. J. The JOBS Act: Rule 506, Crowdfunding, and the Balance between Efficient Capital Formation and Investor Protection. [Электронный ресурс]. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2238624 (дата обращения: 02.09.2013)

Вместе с тем, именно эти компании в настоящий момент в связи с рядом факторов ограничены в доступе к финансовым ресурсам. Банковский рынок испытывает последствия кризисных явлений (как нынешнего, так и 2008 года), а процентная ставка продолжает расти. Венчурные фонды и бизнес-ангелы более заинтересованы не в стартапах, а в инвестировании в сформировавшиеся бизнесы с высоким потенциалом роста в определённых секторах экономики, таких как биотехника и электроника. Привлечь средства на фондовой бирже стартапам крайне сложно и зачастую нерентабельно. Несмотря на существование краудфандинга и краудинвестинга, доступ их использованию на протяжении долгого времени был законодательно ограничен¹⁰⁷

Акционерный краудфандинг (или краудинвестинг) – это один из видов денежного краудфандинга. Отдельные определения этого понятия из приведены в Приложении 2.3.1. С учетом имеющихся определений и предложенного в предыдущем параграфе определения краудфандинга в целом, в данной части исследования сформулируем понятие акционерного краудфандинга, или как еще его называют, краудинвестинга.

Акционерный краудфандинг (краудинвестинг), будучи одним из видов денежной модели краудфандинга, представляет собой инструмент коллективного финансирования на интернет-платформах венчурных бизнес-проектов (коммерческих, производственно-технологических, научных) на ранних стадиях (в отдельных случаях и для проектов более поздних стадий и потребительских секторов), позволяющий инвесторам получать часть прибыли или долю в бизнесе.

Акционерный краудфандинг имеет ряд основных характеристик ангельских инвестиций: инвесторы вкладывают свои собственные средства в компании самой ранней стадии развития. Бизнес-ангелы – «состоятельные люди, которые готовы финансировать за счёт собственных ресурсов быстро

¹⁰⁷ Whitbeck J.B. The JOBS Act of 2012: The Struggle between Capital Formation and Investor Protections [Электронный ресурс]. URL: <http://ssrn.com/abstract=2149744> (дата обращения: 02.09.2013)

растущие, но высоко рискованные стартапы, что и венчурные капиталисты, но на гораздо более ранней стадии»¹⁰⁸.

Краудинвестинг во многом схож с посевным микрофинансированием, но производимое не бизнес-ангелами, а обычными людьми. Причем зачастую максимальный объем финансирования ограничен 10-20 тыс. долл. Наибольший вклад краудфандинга в развитие бизнеса заключается в поддержке стартапов, как компаний с короткой историей операционной деятельности, недавно созданные, в стадии развития или исследования перспектив рынка. IT-стартапы не привязаны к агрессивным маркетинговым и пиар-методам, направленным на быструю раскрутку фирмы. IT-стартапы могут создаваться на длительный срок и с большим сроком выхода на рынок, к примеру, создание продукта в течение двух лет и только после этого выход на рынок и продвижение.

Главной отличительной чертой краудинвестинга является возможность для любого человека участвовать в акционерном капитале частной компании, точно так же как это происходит на фондовом рынке, где публичная компания реализуют часть своего акционерного капитала, с целью получить необходимое для развития фондирование. Инвесторы в данном случае получают возможность приобрести часть бизнеса. При этом существенные отличия исследуемого инструмента финансирования от других, в частности, от института фондового рынка или классического инвестирования заключаются в следующем:

- для проведения открытого размещения на фондовой бирже публичная компания должна отвечать ряду строгих стандартов отчётности, в то время как частные компании, использующие краудинвестинг, не обязаны следовать этим стандартам;
- компании, привлекающие средства на фондовом рынке являются априори более развитыми и крупными, чем те которые прибегают к краудинвестингу;

¹⁰⁸Ibrahim D.M. The (not so) puzzling behaviour of angel investors.// Vanderbilt Law Review. 2008.Vol.61.P.1405.

– у инвесторов на краудинвестинговой платформе есть возможность коммуницировать между собой и с интересующими их предпринимателями, в отличие от инвестиций на фондовом рынке.

До настоящего времени акционерный краудфандинг формально являлся нарушением тех положений законодательства о ценных бумагах, которые запрещали публичное предложение ценных бумаг (*general solicitation*) без регистрации проспекта эмиссии. Публикация в Интернете сообщения о намерении привлекать инвестиции, сделанное компанией или предпринимателем, является с точки зрения традиционного законодательства публичной офертой ценных бумаг и регулируется или пресекается соответственно. Но с 2010 года финансовые регуляторы США и Великобритании начали вносить в законодательство о ценных бумагах изменения, благодаря которым краудинвестинг стал превращаться в практическую возможность, причем не за счет недочетов в законодательстве, позволяющих обойти ограничение на публичное предложение, а именно как нового понятия в рамках существующего правового поля.

Краудинвестинг, стартовал только в 2012 году, чему способствовал подписанный Б.Обамой JOBS Act (об этом более подробно мы рассмотрим в 3 главе настоящей работы), который разрешил заниматься инвестициями не только квалифицированным инвесторам, но и обычным жителям США.

В 2012 году американский сервис для коммуникации инвесторов и стартаперов Angel List совместно с площадкой SecondMarket начал принимать не только инвестиции от профессиональных инвесторов, но и микро-вложения от непрофессионалов, обладающим капиталом от 1000 долл. В результате за первые 30 дней через сайт было инвестировано более 12 млн.долл. Другой проект Loya3 (он пока не запустился) предлагал, не выходя из Facebook, покупать микродоли в компаниях. Это некое объединение кнопки «Like!» с фондовой биржей, но инвестирование осуществляется не столько в доходность, сколько в бизнес, который изменит жизнь к лучшему. Сервис SmallKnot.com дает возможность инвестиций, но с логикой «инвестируй-

те в бизнес в вашем районе» (одно из «золотых правил» Уоррена Баффета). В Великобритании правительство в конце 2012 года решило поддержать малый и средний бизнес, выступив инвестором и кредитором с 30 млн. фунтов на краудинвестинговых площадках CircleUp и Zora. По данным издания Crowdfunder, 217,7 млн. долл. акционерного капитала было привлечено при участии аккредитованных инвесторов в первый год после принятия Статьи 2 Закона о финансировании стартапов в сентябре 2013 года¹⁰⁹. Эти средства послужили развитию предпринимательства США. Аккредитованные инвесторы теперь могут напрямую финансировать разработку нефтяных и газовых месторождений, приобретение задолженностей по ипотечным кредитам и даже создание новых альтернативных пестицидов.

Примеры и базовые характеристики краудинвестинговых платформ приведены нами в Приложении 17. Статистика краудинвестинговых платформ свидетельствует о том, что в процессе принимают активное участие аккредитованные инвесторы и лица с высоким уровнем личного дохода. Symbid сообщает о том, что около 30% всех инвестиций, осуществляемых через платформу поступает от сертифицированных инвесторов. Инвестиции, полученные от профессиональных инвесторов могут служить мощным сигналом для участия других групп. При этом участие опытных инвесторов должно стать необходимым элементом краудинвестинга, дающим защиту для неаккредитованных инвесторов. Кроме того, профессиональные инвесторы приносят в процесс краудинвестинга необходимую экспертизу, которая закрывает белые пятна в знаниях, которыми обладает толпа. Так как эти инвесторы способны инвестировать за пределами краудинвестинговой платформы, сама площадка должна изыскивать механизмы вовлечения и удержания инвесторов. Среди таких механизмов, позволяющих большому количеству инвесторов участвовать в процессе инвестирования: низкая стоимость, удобство использования, стандартизированные условия участия, проверки, а сле-

¹⁰⁹Краудинвестинг становится популярнее с каждым днем [Электронный ресурс]. URL: http://crowdsourcing.ru/article/kraudinvesting_stanovitsya_populyarnee_s_kazhdym_dnem (дата обращения: 07.03.2015).

довательно, гарантированность. Платформа также должна предоставить крупным инвесторам те же преимущества, которые «толпа» даёт отдельным бизнесам.

Краудинвестинг в инновационной сфере получил свое перспективное развитие благодаря целому ряду факторов:

- мировая технологическая индустрия морально устарела и не в состоянии удовлетворить спрос на инновации (как средство решения глобальных и социальных проблем) по причине устаревшей логики финансовых отношений. Общий спрос на НИОКР (R&D) до 2030 года может достигнуть 80 трлн. долларов, при том, что уже за 2011 год мировые расходы на НИОКР достиг 1,4 трлн. долл. Количество предпринимателей за последние 10 лет увеличилось более чем в 20 раз, и люди рассматривают создание своего бизнеса как более надежный социальный лифт. Особенно возросла доля технологических предпринимателей в связи с повышением образованности населения. Рост числа предпринимателей стимулировал спрос на финансовые ресурсы, экспертизу, доступ к рынкам, а общий спрос на финансирование технологических проектов на ранних стадиях до 2030 года оценивается в 5 трлн. долл. В свете финансового кризиса особенно вырос спрос на объекты инвестирования, связанные с реальным спросом, а не со спекуляциями банкиров;

- инновации из плоскости технологий перешли в плоскость политики и могут стать одним из значимых социальных лифтов, поэтому есть потребность дать эти возможности сотням миллионов людей, которые осознали свою потребность менять жизнь, созидать, влиять на общественно политическую систему;

- современная мировая инновационная система уже не соответствует изменившемуся спросу и вместо стимулирования развития инноваций становится «бутылочным горлышком». Главное ограничение системы – малая пропускная способность, невозможность вовлекать в инновационный процесс десятки и сотни миллионов людей, неспособность мобилизовывать неограниченное количество капитала, отсутствие трансграничности. В наибо-

лее уязвимом положении оказались технологические предприниматели и инноваторы, так как дефицит возможностей и трудности в получении ресурсов многократно возросли;

- проблемы дефицита ресурсов, экологии, бедности, здоровья выросли до глобальных масштабов. Общее количество средств для решения глобальных проблем в мировом масштабе до 2030 года составляет от 350 до 500 трлн.долларов. Мировые правительства не в состоянии постоянно печатать деньги или поднимать налоги, вследствие высоких социальных рисков;

- глобальные финансы и технологии коллективного финансирования резко снижают входной порог и образовательный ценз для профессиональных инвесторов или непрофессионалов с идеей финансовой поддержки инновации. Поэтому число людей, которые способны и хотят поддерживать технические и социальные инновации растет, что также требует адекватных инструментов и интеграции с глобальными перспективами;

- финансовые институты традиционного типа готовы использовать данную модель с целью извлечения выгоды за счет бурного роста нового института финансирования;

- страны (особенно развивающиеся) нуждаются в поддержании конкурентоспособности своих экономик. Глобальное участие неизбежно, так все больше стран разрабатывают законы для легитимности данного способа финансирования. Общий годовой потенциал рынка всей краудфандинговой модели, по оценкам, может достичь 300 млрд. долл. к 2025 году.

Выделим основные цели акционерного краудфандинга:

- 1) аккумулярование инвесторов и проектов/предпринимателей на одной онлайн-площадке с целью увеличить доступ к большему числу инвесторов для проектов и к большему числу проектов для инвесторов;

- 2) коллективная работа по оценке проектов инвесторами и оперативная среда для коммуникации между предпринимателями и инвесторам с использованием социальных технологий коммуникации на онлайн-платформе;

- 3) инструментарий для отбора проектов и соинвестирования для профессиональных инвесторов (бизнес ангелов и венчурных фондов);
- 4) привлечение новых категорий инвесторов на рынок венчурного финансирования (из других финансовых сегментов рынка);
- 5) соинвестиции новых непрофессиональных для венчурного рынка типов инвесторов с бизнес-ангелами и венчурными фондами;
- 6) тестирование продукта и рынка (ранними клиентами и инвесторами) для венчурных предпринимателей;
- 7) привлечение экспертизы от платформы и участников платформы (предпринимателей и инвесторов) для доработки продукта и проекта;
- 8) создание узнаваемости бренда уже на ранней стадии развития проекта.

Реализация краудинвестинга состоит из нескольких этапов (Рис. 8): выход на платформу, популяризация инвестиционного проекта, инвестиции, постинвестинг.

I. Первый шаг процесса краудинвестинга включает в себя размещения инвестиционного проекта на соответствующей платформе. Представители платформы производят необходимую проверку полученного проекта. Среди показателей, анализируемых на протяжении этой проверки: вероятность мошеннических действий со стороны авторов проекта; оценка того на сколько проект подходит для краудинвестинга; репутация предпринимателей – авторов проекта и т.д. В ходе проверки проводится отсеивание неподходящих проектов. Часть платформ проводят эту проверку до публикации проекта. Например, для Crowdcube доля отбракованных проектов колеблется на уровне 75%¹¹⁰. Другие платформы, например Symbid, осуществляют все необходимые проверки уже после достижения сборов необходимой суммы.

II. Популяризация инвестиционного проекта. После завершения проверки и публикации проекта инвесторам даётся полный доступ к предлагае-

¹¹⁰ Liam Collins and Yannis Pierrakis The venture crowd. Crowdfunding equity investment into business. July 2012. [Электронный ресурс]. URL: http://www.nesta.org.uk/sites/default/files/the_venture_crowd.pdf (дата обращения: 15.10.2014).

мой авторами проекта информации. Обычно эта информация представляется в форме видеороликов и текста, объясняющих модель и концепцию бизнеса, а также предысторию его создателей. Эти материалы раскрывают цель и объём сбора средств.



Рис. 8. Стадии акционерного краудфандинга

Источник: Составлено автором по Collins L., Pierrakis Y. The venture crowd. Crowdfunding equity investment into business. July 2012. [Электронный ресурс]. URL: http://www.nesta.org.uk/sites/default/files/the_venture_crowd.pdf (дата обращения: 15.10.2014).

Также важной информацией является описание доли акционерного капитала, распределяемого между инвесторами в зависимости от объёма индивидуальных инвестиций. На оценку размещённого на платформе проекта также могут повлиять экспертные мнения модераторов и инвесторов. Только некоторые инвесторы выбирают объект для инвестиций из доступного им списка проектов на платформе. Соответственно, для достижения максимально эффекта предприниматели должны продвигать свой проект и за пределами платформы. Для того чтобы найти людей, заинтересованных в инвестициях в их проект, они должны обратиться ко всей своей сети контактов и выйти за её пределы. На протяжении всего периода сбора средств между авторами проекта и инвесторами должен вестись живой диалог. Он может производиться в форме регулярных обновлений, общения через электронную почту, по телефону или на личных встречах.

III. Инвестиции. Время, отведённое на сбор средств, устанавливается до публикации проекта на платформе. Например, стандартным периодом сбора средств на английской платформе Seedrs являются 3 месяца. Современные платформы краудинвестинга в большинстве случаев используют зарекомендовавшую себя в краудфандинге модель «всё или ничего». Данная модель предполагает, что если на протяжении периода сбора средств не достигнута целевая сумма сбора, то деньги возвращаются инвесторам. Если сборы достигают или превышают целевую сумму, то их полностью получает предприниматель – автор проекта. Комиссионные отчисления площадки сильно зависят от результатов кампании. Обычно это заранее установленный процент от успешно собранной суммы, который выплачивают авторы проектов или инвесторы. Сбор денег происходит на условно-депозитном счёте. До завершения кампании к данному счёту нет доступа у обоих её участников: предпринимателей и инвесторов. В случае успеха средства со счёта поступают в полное пользование предпринимателя. В случае неудачи – распределяются между инвесторами. Схема работы после завершения сбора средств во многом зависит от платформы. Например, Seedrs выступает в качестве номи-

нального инвестора, который агрегирует права других инвесторов и выступает их полноценным представителем. Crowdcube и Symbid, напротив, дают индивидуальным инвесторам права управления в рамках их доли в бизнесе. Инвесторы могут выбрать пассивную или активную позицию в управлении в проинвестированном бизнесе. В зависимости от платформы эта возможность также варьируется.

IV. Четвертая финальная стадия – постинвестинг – представляет собой поддержку после инвестирования и управление бизнесом. Одним из дополнительных преимуществ, которое предприниматель может получить через краудинвестинг – это элемент корпоративной структуры. Теоретически в период после проведения инвестиций «толпа» может выполнять ряд функций менеджмента. Предприниматели, использующие краудфандинг, могут получить необходимую для развития бизнеса обратную связь от большого количества обычных людей. Однако для эффективной её обработки им нужны дополнительные инструменты. Также у предпринимателей появляется возможность для использования широкого маркетингового освещения продукта за счёт увеличившейся и лояльной сети контактов. Однако на практике это работает только в ограниченном количестве компаний. От использования этих преимуществ в первую очередь выигрывают производители потребительских товаров и услуг, которые получают активную обратную связь от потенциальных потребителей. Это зависит в первую очередь от позиции инвесторов, которые при низкой заинтересованности могут оказаться полностью пассивными. Насколько сильно обратная связь повлияет на финальный продукт зависит в том числе от взаимоотношений между инвесторами и предпринимателями. Ряд краудинвестинговых платформ дают инвесторам несколько возможностей для управления своим инвестиционным портфелем. К праву инвесторов на личный контакт с предпринимателем добавляется право голоса, которым наделяют миноритариев. Crowdcube позволяет установить порог инвестиций, после которого инвестора наделяют подобными правами. Платформа Symbid позволяет всем инвесторам принимать участие в голосованиях

в рамках единой представительной организации, которая в последствии озвучивает предпринимателю волю большинства. Платформа Seedrs так же выступает номинальным инвестором, однако она замыкает на себя все решения, в которых требуется мнение инвесторов.

Существуют доводы «за» и «против» наделения миноритариев правом голоса. Причем многие авторы краудинвестинговых проектов видят в этом аспекте одну из самых существенных проблем для развития индустрии. Противники уверены, что участие в управленческом процессе большого числа заинтересованных лиц размоет общую стратегию и введёт инертность в процесс принятия решений. Это будет заметно в тех случаях, когда предприниматель не обладает большинством голосующих акций. Полное отсутствие у миноритариев права голоса может решить эту проблему. Однако, это ослабит их положение после завершения краудинвестинговой кампании. Например, их доля в бизнесе может быть размыта за счёт эмиссии новых ценных бумаг на следующих инвестиционных раундах.

Подход с созданием номинального представителя может быть решением этой проблемы, но успешность бизнеса после завершения кампании будет полностью зависеть от административных и управленческих принципов в защите интересов инвесторов номинанта. Представители индустрии венчурного финансирования уверены, что ключевым станет необходимость поддержания хорошей репутации краудинвестинговой платформы. Только в этом случае платформа может рассчитывать на приток квалифицированных инвесторов.

Для решения текущей проблемы взаимодействия предпринимателей и инвесторов может быть предложено техническое решение. С одной стороны, оно не должно перегружать предпринимателя организационными вопросами, а с другой, защитить права инвесторов после завершения кампании.

Ключевой особенностью краудинвестинга в сравнении с другими типами краудфандинга (благодаря чему именно этот тип наиболее выгоден как

инструмент финансирования инноваций), является форма получения инвесторами прибыли. В целом можно выделить три формы:

1) прямое владение акциями компании. В таком случае, как правило, в случае успешного сбора средств с предпринимателя снимается меньшая комиссия, чем в других формах (около 5%). Главным преимуществом этой формы является отсутствие посредников. При этом инвестор получает акции голосующие с преимущественным правом выкупа;

2) владение через посредника. В такой форме соответственно управление портфелем берет на себя посредник. Комиссия, снимаемая с предпринимателя в случае успешного сбора средств, обычно выше (около 7,5%). Более того, инвестор платит примерно 7,5% от дохода, полученного при продаже своей доли;

3) конвертируемый займ или акции. Такая форма возможна только при наличии в портфеле хотя бы одного профессионального инвестора. При этом инвесторы приобретают конвертируемые займы.

Как показал анализ практики функционирования за 2012-2014 гг., краудинвестинг – более массовый рынок чем F&F и бизнес-ангелы с точки зрения количества инвесторов на сделку, но при этом привлекает инвесторов из числа бизнес ангелов и F&F, а также новые типы инвесторов, и тем самым закрывает разрыв между рынками бизнес-ангелов и венчурных фондов.

Первые запущенные площадки краудинвестинга показали за 2013 год сборы инвестиций в проекты в районе 50 млн.долл. во всем мире. По сравнению с отчетностью крупнейшей краудфандинговой площадки в мире, Kickstarter, который заявил о сборах в 480 млн.долл., разница очевидна, но сам факт привлечения денег говорит многим предпринимателям, что будущее инвестиций именно в краудинвестинге. Большую часть сборов краудинвестингу обеспечил AngellList, привлечший в 2013 году 15 млн.долл. Особенность в том, что это площадка для профессиональных инвесторов, работа с которыми было основным направлением до старта краудинвестинга.

В 2013 г. общий объем рынка мире превысил 280 млн.долл. (Приложение 18 Рис. 1). В мире на сегодня насчитывается более 400 зарегистрированных краудинвестинговых площадок. При этом более 60% всех инвестированного через них капитала приходится на США.

Акционерный краудфандинг получил распространение в следующих областях: наибольший успех имеет в области бизнеса и предпринимательства (почти 30%), а также в отношении социальных проектах (свыше 20%), на третьем месте закономерно Информационные и коммуникационные технологии, занимающие около 15% рынка¹¹¹ (Приложение 18 Рис. 2).

В России в 2013 году по оценкам рынок краудфандинга составил около 4 млн. долл., темп роста более 100% в год, на рынке работает порядка 153 площадок, крупнейшие игроки – Boomstarter и Planeta¹¹². Рынок краудинвестинга в России находится на ранней стадии развития и его бизнес-модели только формируется.

В России к сожалению пока нет ни одного удачного примера краудинвестинга. За 2013 год были созданы десятки различных платформ, проведена масса форумов и конференций, но результата пока нет. Платформа Smartmarket, которая должна была стать локомотивом российского краудинвестинга, анонсированная в сентябре 2012 года, так и не начав толком работать, была закрыта в июле 2013. В последствии команда проекта создала схожий краудинвестинг сервис StartTrack (<https://starttrack.ru/>).

Во многом российская ситуация обусловлена молодостью данного финансового инструмента. Большинство российских крауд-проектов в целом связаны с реализацией социальных инициатив или некоммерческих историй и практически не связаны с созданием инноваций или реальных товаров.

Однако именно они могут дать существенный импульс в экономическом плане. В первую очередь речь идет о создании с их помощью приклад-

¹¹¹ The croudffunding industry report. 2013CF [Электронный ресурс]. URL: <http://www.compromisoempresarial.com/wp-content/uploads/137356857-Massolution-2013CF-Excerpt-Revised-04182.pdf> (дата обращения: 27.11.2014).

¹¹² Потенциал рынка Краудинвестинга в России: возможности и перспективы развития [Электронный ресурс]. URL: <http://www.slideshare.net/mariabsu/json-27956090?related=4#> (дата обращения: 07.10.2014).

ных или потребительских инноваций. В этой сфере каждый может быть как потребителем этих инноваций, так и их автором или участником проекта по их созданию. Потребительские инновации – это создание новых продуктов с участием или на основе идей самих потребителей. В большинстве своем это товары массового потребления, которые решают наши конкретные бытовые проблемы и влияют на уровень жизни каждого из нас. Это огромный рынок. Уже сейчас оборот розничной торговли непродовольственными товарами превышает 1 трлн.руб. в месяц. Однако до сих пор львиная часть представленных в российских торговых сетях потребительских товаров (к примеру, для дома, кухни) разработаны и произведены в Китае или Европе. Существующий внутренний спрос на подобные товары уже является колоссальным источником развития. Это и есть рынок для продукции наших инноваторов и изобретателей. Для того чтобы продукция, созданной на основе их идей и усилий, становилось как можно больше и она была доступна каждому россиянину, нужно еще многое сделать. Это касается как механизмов государственной поддержки, технологической инфраструктуры, имиджа российских разработчиков и производителей, качества продукции, так и политики российских торговых сетей. Как показывает практика, не так сложно что-либо создать и даже качественно произвести, гораздо сложнее попасть на полки в магазины. С этого и нужно начинать. Нужно дать шанс инновационным потребительским товарам, придуманным и созданным в России, стать максимально доступными российским покупателям.

В России уже создана и развивается специальная IT-платформа INNOBOS. С ее помощью и за счет использования крауд-технологий не только профессиональные изобретатели, но и любой человек, где бы он ни находился и какими бы ресурсами ни обладал, получает возможность превратить свою идею в реальный товар, а также принять участие в создании инновационной продукции. Ресурсы платформы можно использовать для тестирования идей, создания товаров, решения локальных задач разработки, производственного аутсорсинга и продвижения товаров на рынок. Благодаря

активному использованию краудсорсинга минимизируются риски, сокращается время, а также стоимость разработки и вывода нового товара на рынок. Все товары создаются непосредственно вместе с их конечными потребителями, что делает продукты максимально соответствующими ожиданиям и запросам целевой аудитории. На портале анализируется реакция потребителей на товар еще до его появления. Для решения задач на всех этапах создания продукции используется потенциал множества профессионалов, экспертов и творческих гениев со всей страны.

У финансового инструмента краудинвестинга имеется огромный потенциал для развития. По представленным в параграфе 2.2. данным за 2013 год на краудинвестинг пришлось около 5,1 млрд. долл., т.е. с ростом на 100 %. Соответственно, при сохранении темпов роста на уровне 2013 года можно предположить рост сделок от 500 млн до 1 млрд. долл. в 2014 году.

Рынок краудинвестинга в США может в перспективе достичь 5,5 млрд.долл., а в мире более 9 млрд.долл., что составит около 12% по отношению к размерам рынка венчурных инвестиций, сейчас эта доля составляет только около 0,3-0,7% для 2012-2013 гг. Соответственно, российский рынок краудинвестинга, исходя из 12% доли от рынка венчурных инвестиций, может достичь в перспективе 0,5 млрд.долл, а весь рынок венчурных инвестиций через 5-7 лет может превысить 4 млрд.долл. (Приложение 18 Рис. 3)¹¹³.

Несмотря на преимущества исследуемого инструмента финансирования инноваций, краудинвестинг имеет и ряд недостатков, как для инвесторов, так и для рынка в целом: - большие риски для инвесторов; - ограниченные объемы финансирования; - высокая вероятность мошенничества; - управление огромным числом инвесторов, причем непрофессиональных; - дорогостоящая подготовка документов; - прозрачность (необходимость раскрывать полную информацию по компании); - сложность выхода на следующий ра-

¹¹³ Потенциал рынка Краудинвестинга в России: возможности и перспективы развития [Электронный ресурс]. URL: <http://www.slideshare.net/mariabsu/json-27956090?related=4#> (дата обращения: 07.10.2014).

унд инвестирования; - неопределенность специализированного законодательства и отсутствие интегрированности в существующем законодательстве.

Вместе с тем, потенциал спроса на высоко-рискованный акционерный капитал через платформы краудинвестинга крайне велик. Выделим потенциальные возможности использования акционерного краудфандинга (краудинвестинга) для финансирования инновационных идей:

1) «Акционерная пропасть».

Начинающие предприниматели часто не имеют доступа к заёмному капиталу в связи с отсутствием залогового потенциала и высокой рискованностью бизнеса. В результате, подходящими источниками финансирования для них остаются собственная прибыль, фонды друзей и членов семьи (F&F), а также неформальный фондовый рынок. Так как большинство бизнесов не способны генерировать стабильный доход на самых ранних стадиях развития, фонды друзей и членов семьи являются для них единственным источником финансирования. Однако, фондирование, полученное от друзей и членов семьи, – это не самый эффективный источник средств, необходимых для достижения определённых масштабов бизнеса. Часто предприниматель вынужден обратиться к другим источникам рискованного капитала. За последние годы сильно изменилась роль традиционных источников рискованного капитала – бизнес-ангелов и венчурных фондов. Растут средние суммы их инвестиций. В качестве объекта инвестирования чаще выбирают развитый бизнес (в среднем в 2009 – 2010 гг. размер полученных от них инвестиций превышал сто тысяч фунтов). Венчурные фонды практически полностью увели свой капитал со стадии посевного инвестирования, так как возросшее количество мелких сделок сделало для них эту нишу нерентабельной. Причиной роста стал в первую очередь сниженный порог входа для предпринимателей открывающих свой первый бизнес. Особенно этот фактор заметен в индустриях производства программного обеспечения и интернет-предпринимательства, в которых наблюдается процесс снижения стоимости ключевых технологий необходимых для ведения бизнеса: облачных сервисов и возросшей производи-

тельной мощности. Эти процессы выделили две ниши, в которых краудинвестинг может сыграть ведущую роль. Первая связана с посевной стадией, когда денег, полученных от друзей и членов семьи, недостаточно для необходимого рывка вперёд; а для бизнес-ангелов объёмы запрашиваемых средств и прогнозируемая доходность кажется смехотворной. Вторая ниша находится после этапа ангельского инвестирования, когда проект ещё не готов выйти на уровень венчурных фондов. Большинство проектов, собирающих деньги через краудинвестинг, относятся к первой нише. Однако, по мнению исследователей, потенциал второй также крайне высок.

2) «Риск-доходность».

Ключевой проблемой традиционного рискованного капитала является высокая заинтересованность участников в повышенных доходах, соизмеримых с высоким уровнем риска. Соответственно для проектов, генерирующих стабильный доход и не предлагающих повышенных возвратов на инвестиции доступ к этому капиталу сильно ограничен. С небольшим размером привлекающих деньги компаний также связан высокий уровень риска, который может быть и не перекрыт прогнозируемой доходностью. Вместе с тем, инвесторы акционерного краудфандинга в обмен на нефинансовые активы, такие как награды и привилегии, могут принять и более высокий уровень риска, чем традиционные инвесторы. Ранее, например, правительство Великобритании предприняло ряд мер с целью увеличить поток средств, доступных для компаний посевной стадии: открытие общественных венчурных фондов, нацеленных на компании самых ранних стадий; фонды соинвестирования и налоговые льготы для инвесторов. Частные инициативы, такие как рост акселераторов стартапов, также предложили решение существующей проблеме. Другим способом увеличения количества доступных финансовых ресурсов для компаний предпосевной и посевной стадий является участие представителей индустрии ангельских инвестиций в процессы онлайн-платформ. Наиболее ярко эту тенденцию демонстрирует AngelList в США, позволяющий аккредитованным инвесторам эффективно производить сидицированные

сделки. В этих условиях краудинвестинг является альтернативным или дополняющим источником финансирования. Он предлагает капитал развивающимся и новым компаниям. По своей сути, благодаря ограничениям, связанным с объёмом «толпы», эта финансовая модель прекрасно подходит для небольших объёмов инвестиций. Не стоит забывать, что и небольшая «толпа» профессиональных инвесторов может предложить бизнесу большие объёмы инвестиций. Ещё одним фактором, который делает краудинвестинг эффективным источником средств для находящихся на посевной стадии бизнесов является возможность инвесторов диверсифицировать свои портфели за счёт небольших инвестиций в большое количество проектов.

ГЛАВА 3. ПОВЕДЕНЧЕСКИЕ И ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ АСПЕКТЫ РАЗВИТИЯ КРАУДФАНДИНГА В СИСТЕМЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННОГО РАЗВИТИЯ РОССИИ

3.1. Особенности финансового поведения инвесторов акционерного краудфандинга

Многочисленными исследованиями зарубежных, а в последние годы и российских ученых подтверждено, что, действуя в условиях неопределенности и риска, люди подвергаются влиянию целого ряда иллюзий, эмоций, ошибочного восприятия информации и прочих «иррациональных» факторов¹¹⁴. Именно на основе выявления данных факторов и изучения их воздействия на процесс принятия инвестиционно-финансовых решений развиваются поведенческие финансы, как финансовая наука¹¹⁵. Развитие фондовых рынков и появление многочисленных рыночных инструментов, привлекаемых в качестве объекта инвестирования, обусловили разработку целого ряда финансовых теорий и моделей, призванных вооружить потенциального инвестора необходимым инструментом для разработки эффективных инвестиционных стратегий.

Поведенческие финансы – направление финансового менеджмента, учитывающее иррациональную природу поведения инвесторов и финансистов на рынке в условиях неопределенности и риска при принятии решений финансово-инвестиционного характера. Наиболее существенные исследова-

¹¹⁴ De Bondt W., Thaler R. Does the Stock Market Overreact? //Journal of Finance. 1985. Vol.40. pp. 793-808; Shefrin H., Statman M. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence // Journal of Finance. 1985. Vol.40, pp. 777-790.; Langer E. The Illusion of Control //The Journal of Personality and Social Psychology. 1975. Vol. 32, pp. 311-328.; Allais M. Le comportement de l'homme rationel devant le risque, critique des postulats et axiomes de l'ecole Americaine //Econometrica. Vol. 21, pp. 503-546.; Camerer C., Lavallo D. Overconfidence and Excess Entry: An Experimental approach //American Economic Review. 1999. Vol. 89. pp. 306-318.; Мухортов В.В. Психология инвестирования. [Текст] /В.В. Мухортов. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 192 с.; Рудык Н.Б. Поведенческие финансы или между страхом и алчностью. [Текст] / Рудык Н.Б. - М.: Дело, 2004. – 272 с.; Ващенко Т.В., Лисицына Е.В. Поведенческие финансы – новое направление финансового менеджмента. История возникновения и развития // Финансовый менеджмент. 2006. №1, 2 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.finman.ru/articles/2006/2/4509.html> . (дата обращения: 21.12.2012).

¹¹⁵ Фер Э., Фальк А., Рабин М. изучили такие понятия как «честность», «неприятие неравенства» и «взаимный альтруизм», подвергая сомнению предположение неоклассической экономической теории о «совершенном эгоизме»

ния и открытия, совершенные в данной области, принадлежат западно-европейским и американским ученым.

Среди многочисленных примеров нерационального поведения одним из первых был исследован «эффект толпы»¹¹⁶. В применении к финансовым рынкам данный эффект получил название «информационный каскад». Инвестор принимает решение, наблюдая за действием большого количества других участников рынка и имитируя их. В условиях ограниченных возможностей своевременного получения и обработки огромного количества информации следование поведению толпы иногда может оказаться единственным способом решения проблемы выбора в ситуации неопределенности. Но и без воздействия «коллективного сознания» люди часто принимают абсолютно нерациональные решения. Например, в ситуации, когда кажется, что есть возможность каким-то образом воздействовать на результат совершаемой операции. Чаще всего это вызвано необходимостью выполнять определенные действия, формирующие «иллюзию контроля» над развитием событий¹¹⁷: человек склонен принимать на себя гораздо больший риск, если он участвует в игре, условия которой сформулированы так, что необходимость совершения определенных действий вызывает у играющего «иллюзию контроля», т.е. уверенность в том, что конечный результат зависит от его способностей.

Одним из ограничений существующей академической теории является слабое освещение поведенческих аспектов краудинвестинга. В то же время большая часть подобных инвестиций связана с высоким уровнем риска. При этом существование краудфандинга противоречит низкой толерантности к риску домохозяйств. Люди, спонсирующие проекты в классическом и благотворительном краудфандинге преследуют альтруистические мотивы¹¹⁸, подвержены стадному чувству¹¹⁹, или рассчитывают получить продукт раньше

¹¹⁶ Le Bon G. The Crowd. – New York: Penguin Books, 1977.

¹¹⁷ Langer E. The Illusion of Control //The Journal of Personality and Social Psychology. 1975. Vol. 32. pp.311-328.

¹¹⁸ Bradford, C.S. Crowdfunding and the Legal Securities Laws. //COLUMBIA BUSINESS LAW REVIEW. 2012. №1 (1), pp.1–150.

¹¹⁹ Lehner O.M. Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda. //Routledge Venture Capital Journal, 2013. №15 (3). [Электронный ресурс]. URL: <http://ssrn.com/abstract=2102525>. (дата обращения: 05.12.2014)

других¹²⁰. Исследователи пришли к выводу, что ими движут схожие с другими группами неформальных инвесторов мотивирующие факторы. Их часто сравнивают с членами семьи или друзьями¹²¹. По оценке исследователей единственный субъективный риск, связанный с этим типом краудфандинга, является риск мошенничества, который почти полностью нивелирован на большинстве платформ¹²². Однако, для инвесторов акционерного краудфандинга исследователи описывают мотивацию противоположного толка – получение прибыли¹²³. Этот факт сближает инвесторов краудинвестинга и традиционных инвесторов, так как ими движут эгоистичные мотивы¹²⁴.

Можно назвать инвесторов акционерного краудфандинга «ещё одним видом классических инвесторов»¹²⁵, что делает их поведение и мотивацию более зависимой от воздействия поведенческих предубеждений, детально описанных в литературе. По предположению исследователей снижение негативного эффекта от этих предубеждений в перспективе повышает эффективность любых инвестиций¹²⁶.

Разработанная методика исследования финансового поведения инвесторов акционерного краудфандинга предполагает наличие четырёх этапов: подготовительный, социологический; статистический; интерпретационно-аналитический.

Общий механизм разработанной авторской методики исследования особенностей финансового поведения краудинвесторов представлен в Приложении 19.

120 De Buysere K. et al. A Framework for European Crowdfunding. [Электронный ресурс]. URL: http://www.europecrowdfunding.org/Resources/Documents/FRAMEWORK_EU_CROWDFUNDING.pdf (дата обращения: 05.12.2012)

121 Adebayo O.O., Osmond I.C. (A Search for an Acceptable Margin of Valuation Error: A Case Study of Valuers and Their Clients in Nigeria. //Sri Lankan Journal of Estate. 2010. № 4, pp.54– 73.

122 Belleflamme P., Lamber T., Schwienbacher A. Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. [Электронный ресурс]. URL: http://www.cesifo-group.de/link/am12_Belleflamme.pdf (дата обращения: 05.12.2012)

123 Bradford C. The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled. //Securities Regulation Law Journal, 2012. № 40(3). [Электронный ресурс]. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2066088 (дата обращения: 05.12.2012)

124 Vass T.E. Adding A Metro Geographical Component To An Equity Crowd Funding Project. The Private Capital Market, Inc. [Электронный ресурс]. URL: <http://ssrn.com/abstract=2233130>. (дата обращения: 15.12.2013)

125 Ahlers G.K.C. et al. Signaling in Equity Crowdfunding. 2012

126 Pompian M. Behavioural Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases. 2nd ed. Wiley. 2012

Подготовительный этап включает анализ литературы, систематизация факторов, влияющих на поведение инвесторов акционерного краудфандинга, формулирование гипотез о влиянии выбранных факторов на поведение инвесторов.

Акцент в настоящем исследовании сделан на акционерный краудфандинг по двум причинам: во-первых, именно данный вид краудфандинга является эффективным инструментом финансирования инноваций, особенно на ранних стадиях; и во-вторых, является одной из наиболее обсуждаемых научных дисциплин на протяжении последних нескольких лет¹²⁷.

Необходимость исследования в выбранной области была обозначена предыдущими исследователями, которые описывали поведение инвесторов классического краудфандинга¹²⁸ и кредитного краудфандинга (p2p-кредитования)¹²⁹, теорию сигналов в акционерном краудфандинге¹³⁰. Ценность исследования также подчёркивается выбранным подходом с использованием поведенческих финансов, который был назван среди «последних трендов» финансовой науки¹³¹. Данное исследование закрывает существующие пробелы, использует новый научный подход и уникальные первичные данные.

Новаторство настоящего исследования заключается в рассмотрении финансового поведения инвесторов акционерного краудфандинга с использованием двух факторов: поведенческих предубеждений и мотивирующих факторов. Несмотря на то, что эффект предубеждений был исследован в разрезе различных инвестиционных активностей, для краудинвестинга подобное исследование ещё ни разу не проводилось. Как отмечают практики индуст-

¹²⁷ Caldbeck R. Crowdfunding Predictions for 2013. //Forbes. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.forbes.com/sites/ryancaldbeck/2012/12/11/crowdfunding-predictions-for-2013/> (дата обращения: 25.12.2012)

¹²⁸ Belleflamme, P. Schwienbacher, A.. Individual Crowdfunding Practices. 2012

¹²⁹ Verstein, A. The Misregulation of Person-to- Person Lending. //University of California, Davis, 2011. 45(445), pp.445–530.

¹³⁰ Ahlers, G.K.C. et al. Signaling in Equity Crowdfunding. 2012

¹³¹ Lehner, O.M. Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda. //Routledge Venture Capital Journal, 2013. №15 (3). [Электронный ресурс]. URL: <http://ssrn.com/abstract=2102525>. (дата обращения: 05.12.2014)

рии, акционерный краудфандинг сильно отличается от других типов, и его исследование безусловно заслуживает пристального внимания¹³².

Для выявления факторов, которые отличают поведение инвесторов акционерного краудфандинга сформулированы следующие вопросы:

1. Какие факторы побуждают людей участвовать в акционерном краудфандинге, а какие отталкивают людей от подобной формы инвестирования?

2. Какие поведенческие предубеждения влияют на активность инвесторов акционерного краудфандинга и какова сила этого влияния?

3. Отличается ли поведение инвесторов акционерного краудфандинга от других видов инвестиционной деятельности.

Базовыми факторами привлекательности рынка акционерного краудфандинга для широких слоев инвесторов выделены:

1) со-инвестиции вместе с профессиональными инвесторами (бизнес-ангелами и венчурными фондами);

2) создание удобных механизмов инвестирования, защиты инвестиций и выхода из инвестиций;

3) создание механизмов минимизации рисков инвестирования;

4) система льгот для инвесторов, прежде всего, налоговых;

5) возможность привлечения дополнительных финансовых инструментов от иных участников (государства, институциональных финансовых инвесторов).

Исследователи уже связали поведение краудинвесторов с различными областями, описывающими поведение инвесторов: теорией помогающего поведения¹³³, психологией благотворительности¹³⁴ и сигнальной теорией¹³⁵.

¹³² Caldbeck R. Crowdfunding Predictions for 2013. //Forbes. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.forbes.com/sites/ryancaldbeck/2012/12/11/crowdfunding-predictions-for-2013/> (дата обращения: 25.12.2012)

¹³³ Evers M.W., Lourenço C., Beijer P. Main Drivers of Crowdfunding Success: A Conceptual Framework and Empirical Analysis. [Электронный ресурс]. URL: https://www.cultuurmarketing.nl/wp-content/uploads/2013/01/Mart-Evers_Masterthesis_Main-drivers-of-crowdfunding-success_RSM_Marketing-Management_9-2012_PDF.pdf (дата обращения: 12.12.2013)

¹³⁴ Gerber E.M., Hui J.S., Kuo P.-Y. Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms. In Proc. of the International Workshop on Design, Influence, and Social Technologies:

Данная работа впервые включает полноценный поведенческий подход. Инвестиционное поведение определяется как «способность инвестора оценить, предсказать и проанализировать процесс принятия решения, который включает в себя совокупность психологических факторов, получения новой информации, определение и понимание, исследование и эмпирический анализ»¹³⁶. Описание инвестиционного поведения обычно подразумевает описание следующих групп факторов: фундаментальных, технических, психологических, макроэкономических¹³⁷. В нашем исследовании акцент сделан на психологических факторах, т.к. для анализа других областей отсутствует необходимое количество статистических данных по причине того, что платформы акционерного краудфандинга пока обладают крайне короткой историей. Кроме того, некоторые традиционные техники не совсем подходят для анализа акционерного краудфандинга (например, для проведения технического факторного анализа необходимы большие объемы данных).

Психологические факторы включают в себя области поведенческой мотивации и предубеждений, т.е. отражают как испытываемые эмоции и внешняя информация влияют на принимаемые инвестором решения¹³⁸.

Исследуя факторы, влияющие на финансовое поведение краудинвесторов, систематизированы мотивирующие и отталкивающие факторы. Выделены три группы мотивирующих факторов (альтруистические, внутренние, эгоистические), которые проверены эмпирическим путем (таблица 3).

Таблица 3

Группировка мотивирующих факторов для краудинвестора

Фактор	Источник	Переменные
<i>Альтруистические факторы</i>		<i>e_alt</i>

Techniques, Impacts and Ethics. [Электронный ресурс]. URL: http://www.juliehui.org/wp-content/uploads/2013/04/CSCW_Crowdfunding_Final.pdf (дата обращения: 02.07.2013)

¹³⁵ Ahlers G.K.C. et al. Signaling in Equity Crowdfunding. 2012

¹³⁶ Mohamad M. et al. The Investment behaviour, Decision Factors and Their Effects Toward Investment Performance in the Taiwan Stock Market. [Электронный ресурс]. URL: ftp://nas.takming.edu.tw/upload/SchTarget/0005334/rs0201_99-1paper.pdf (дата обращения 02.09.2013).

¹³⁷ Poterba J.M., Summers, L.H. Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications // Elsevier, 1989. №22 (1), pp.27–59.

¹³⁸ Lee S.S. Deviant Peer Affiliation and Antisocial behaviour: Interaction with Monoamine Oxidase A (MAOA) Genotype. // Journal of Abnormal Child Psychology. 2010. №39 (3), pp.321–332.

Возможность сыграть активную роль в предпринимательском процессе	Gerber и др., 2012 Galuszka соавт., 2012	<i>e_role</i>
«Моральные соображения»: возможность принести пользу обществу	Gerber и др., 2012 Belleflamme и др., 2010.; Burtch и др., 2013	<i>e_society</i>
Желание поддержать рост местного бизнеса	Gerber и др., 2012	<i>e_local</i>
Желание поддержать друзей и членов семьи, которые создали проект	Gerber и др., 2012 Galuszka соавт., 2012	<i>e_ff</i>
Желание поддержать известную предпринимательскую команду, которая создала проект	Алерс и др., 2012.; Mollick, 2013; Куппусвами и Bayus, 2013;	<i>e_team</i>
Желание поддержать бизнес, который практически собрал необходимую сумму	Эверс, 2012	<i>e_close</i>
<i>Внутренние факторы:</i>		<i>e_int</i>
Популярность бизнеса среди инвесторов	Коллинз и Pierrakis, 2012	<i>e_popularity</i>
Мнения других инвесторов о проекте и их ожидания	Чжан, 2012	<i>e_others</i>
Высокие ожидания от предпринимательской идеи	Gerber и др., 2012 Алерс и др., 2012.; Mollick, 2013;	<i>e_idea</i>
<i>Эгоистические факторы:</i>		<i>e_ego</i>
Личная заинтересованность в конечном продукте проекта	Galuszka и др., 2012.; Куппусвами и Bayus 2013 года	<i>e_personal</i>
Диверсификация инвестиционного портфеля	Gerber и др., 2012.; Хатчинсон, 2013	<i>e_diversification</i>
Будущая прибыль	Gerber и др., 2012.; Galuszka и др., 2012.; Ленер, 2013	<i>e_profit</i>
Налоговые преимущества	Gerber и др., 2012	<i>e_tax</i>

Источник: Составлено автором.

Среди перечисленных отсутствуют факторы, относящиеся к инвестиционной сигнализации: длина заголовка проекта, заявленная сумма сборов, количество обновлений информации о проекте, а также, маркетинговые события, предложенные в работе Куппусвами и Алерс¹³⁹. Эти факторы увели-

¹³⁹ Ahlers G.K.C. et al. Signaling in Equity Crowdfunding. 2012.; Kuppuswamy, V. and Bayus, B.L. Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter. [Электронный ресурс]. URL: http://business.illinois.edu/ba/seminars/2013/Spring/bayus_paper.pdf (дата обращения: 28.11.2013).

чат модель и, в некоторых случаях, не добавляют никакой смысловой нагрузки для понимания поведения краудинвесторов.

Классический краудфандинг чаще всего связывают с альтруистическим¹⁴⁰ и внутренними мотивирующими факторами¹⁴¹, что крайне похоже на поведение инвесторов 3F (семья, друзья, наивные) и спонсоров в благотворительности. Очень сложно определить, является ли такое поведение рациональным или предвзятым, так как пока отсутствуют исследования в этой сфере. Как предполагает Surowiecki J., при некоторых обстоятельствах, толпа априори мудрее индивидуальных инвесторов¹⁴². Hardie I. с этим не согласен и описывает толпу как совокупность предвзятых и рациональных инвесторов¹⁴³.

С другой стороны, поведение p2p-кредиторов было полностью объяснено Greiner M.E. и Wang H., которые сравнили две существующие модели подобных краудфандинговых платформ: направленных на получение прибыли (Prosper.com) и ориентированных на благотворительность (Kiva.org)¹⁴⁴. Естественно, мотивация участников первой является более эгоистичной, а второй альтруистична по своей природе. Однако подверженность поведенческим предубеждениям, также как и в классическом краудфандинге практически не была затронута исследователями.

Поведение инвесторов акционерного краудфандинга получило во многом только экономическое объяснение¹⁴⁵. Авторы отмечают высокое влияние на принимаемые инвесторами решения эгоистических и внутренних мотиви-

¹⁴⁰Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher, A. Crowdfunding: an industrial organization perspective. In Prepared for the workshop Digital Business Models: Understanding Strategies', held in Paris on June. pp. 25–26. [Электронный ресурс]. URL: http://economix.fr/pdf/workshops/2010_dbm/Belleflamme_al.pdf (дата обращения: 12.05.2013).

¹⁴¹Galuszka P., Bystrov V. Development of Crowdfunding in Poland from the Perspectives of Law and Economics. Available at SSRN 2088169. [Электронный ресурс]. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2088169 (дата обращения: 13.05.2013).

¹⁴²Surowiecki J. The Wisdom of Crowds. Reprint edition. Anchor.

¹⁴³Hardie I., Howarth D. Market-Based Banking and the Financial Crisis. [Электронный ресурс]. URL: http://www.pol.ed.ac.uk/staff_profiles/hardie_iain/?a=64561 (дата обращения: 02.09.2013).

¹⁴⁴Greiner M.E., Wang H. Building Consumer-to-Consumer Trust in E-Finance Marketplaces: An Empirical Analysis. International Journal of Electronic Commerce, 15(2), pp. 105–136.

¹⁴⁵Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A. Friends, Family, and the Flat World. The Geography of Crowdfunding. working paper. National Bureau of Economic Research. [Электронный ресурс]. URL: <http://ssrn.com/abstract=1692661>. (дата обращения: 02.09.2013)

рующих факторов¹⁴⁶. Несмотря на то, что исследование влияния поведенческих предубеждений, так как поведение этой группы инвесторов во многом схоже с поведением бизнес-ангелов не проводилось, считаем необходимым рассмотреть и это влияние.

Для углубления понимания поведения инвесторов выделены факторы, которые не позволяют принять решение об инвестировании (Таблица 4).

Таблица 4

Отталкивающие факторы для краудинвестора

Фактор	Источник	Переменные
Высокая неопределённость (Высокий риск потери инвестиций)	Schwienbacher 2010; Mangum, 2012	<i>p_risk</i>
Недостаточный объём информации о проекте	Schwienbacher 2010; Mangum, 2012	<i>p_information</i>
Риск Мошенничества	Bradford, 2012	<i>p_fraud</i>
Слабый уровень презентации проекта (видео)	Штейнберг и др., 2012	<i>p_pitch</i>
Новая предпринимательская команда не обладает необходимым опытом	Алерс и др., 2012.; Куппусвами и др., 2013.; Mollick, 2013;	<i>p_team</i>
Низкая уверенность в предпринимательской идее	Алерс и др., 2012.; Gerber и др., 2012.; Mollick 2013 года	<i>p_idea</i>
Отсутствие личной заинтересованности в конечном продукте проекта	Galuszka и др., 2012.; Куппусвами и Bayus 2013 года	<i>p_personal</i>
Конец сбора средств уже скоро, а собрано ещё слишком мало	Штейнберг и др., 2012 Mollick 2013 года	<i>p_close</i>
Негативное мнение других инвесторов	Кон, 2012	<i>p_other</i>
Малое количество поддержавших проект инвесторов	Агравал и др., 2013	<i>p_popularity</i>

Источник: Составлено автором.

Вторая группа поведенческих факторов – поведенческие предубеждения. Помпиан М. определяет этот термин следующим образом: иррациональ-

¹⁴⁶Ahlers G.K.C. et al. Signaling in Equity Crowdfunding. 2012.

ные финансовые решения вызваны либо ошибкой когнитивного рассуждения (или влиянием эмоций), либо обоими перечисленными факторами.¹⁴⁷

Существует ряд предубеждений, которые влияют на процесс принятия решений бизнес-ангелов, среди них: эвристика привязки и корректировки, предубеждение подтверждения, консерватизм, стадное чувство, избегание потерь, самоуверенность¹⁴⁸ (Таблица 5).

Таблица 5

Поведенческие предубеждения и их характеристика

Поведенческое предубеждения	Характеристики	Источник	Переменные
<i>Эвристика привязки и корректировки</i>	Обработка информации	Максвелл, 2011	<i>b_anchoring</i>
<i>Предубеждение подтверждения</i>	Неизменное убеждение	Борст, 2012; Максвелл, 2011; Verstein, 2011	<i>b_confirmation</i>
<i>Консерватизм</i>	Неизменное убеждение	Максвелл, 2011; Mitteness и др., 2012.; Palmiter, 2012	<i>b_conservatism</i>
<i>Стадное чувство</i>	Эмоциональный	Агравал и др., 2011.; Burtch и др., 2013.; Коллинз и др., 2012.; Куппусвами и др., 2013 Ленер, 2013; Максвелл, 2011; Чжан и др., 2010.;	<i>b_herding</i>
<i>Избегание потерь</i>	Эмоциональный	Хармс, 2007; Максвелл, 2011	<i>b_sunk</i>
<i>Самоуверенность</i>	Эмоциональный	Максвелл, 2011	<i>b_overconfidence</i>

Источник: Составлено автором.

Большинство неформальных инвесторов подвержены влиянию эвристики привязки и корректировки¹⁴⁹. Это предубеждение может быть опреде-

¹⁴⁷Pompian M. Behavioural Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases. 2nd ed. Wiley. 2012

¹⁴⁸Maxwell A. Business Angel Decision Making. Waterloo, Ontario, Canada: University of Waterloo. [Электронный ресурс]. URL: https://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CB0QFjAA&url=https%3A%2F%2Fuwaterloo.ca%2Fbitstream%2Fhandle%2F10012%2F6484%2FMaxwell_Andrew.pdf%3Fsequence%3D1&ei=o3v9VNOGDonXyQOz04KYBA&usg=AFQjCNFvQffvLW2ddg-LO7GYkN_pQAx3g&bvm=bv.87611401,d.bGQ&cad=rjt (дата обращения: 02.09.2013)

¹⁴⁹Maxwell A. Business Angel Decision Making. Waterloo, Ontario, Canada: University of Waterloo. [Электрон-

лено как стратегия оценки инвестиции базирующуюся на информации, которой инвестор уже располагает и корректировке её до тех пор, пока не будет достигнуто приемлемое значение цены инвестиции¹⁵⁰. Такое предубеждение слабо влияет на мотивацию инвесторов, тем не менее, оно сильно повышает рискованность вложений.

Подтверждение и консерватизм имеют схожий характер и связаны с предубеждением когнитивного диссонанса: инвесторы, подверженные первому предубеждению склонны принимать новую информацию, которая подтверждает их убеждения и не учитывать в этом случае риски, связанные с инвестициями, т.е. они, как правило, сконцентрированы лишь на потенциале роста. Консерватизм влияет на решения, принимаемые в условиях неопределенности, и обусловлен позитивным предыдущим опытом инвестирования. Инвесторы, подверженные влиянию этого предубеждения чаще всего имеют не диверсифицированный инвестиционный портфель.

Стадное чувство во многом схоже с предубеждением подтверждения, т.к. оба этих предубеждения основываются на необходимости человека подтверждать свои решения. Прямой зависимости инвесторской активности от предрасположенности стадному чувству не существует, однако, эта предрасположенность сильно повышает рискованность инвестиций.

Впервые предрасположенность к избежанию потерь среди бизнес-ангелов была отмечена Хармсом¹⁵¹, её суть была описана Тверски и Канеман¹⁵² как завышение ценности потери объекта в сравнении с приобретением его. Эта подверженность заставляет инвесторов собирать очень несбалансированный и не диверсифицированный портфель.

ный URL:
https://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CB0QFjAA&url=https%3A%2F%2Fuwwspace.uwaterloo.ca%2Fbitstream%2Fhandle%2F10012%2F6484%2FMaxwell_Andrew.pdf%3Fsequence%3D1&ei=o3v9VNOGDonXyQOz04KYBA&usg=AFQjCNFvQffvLW2ddg-LO7GYkJN_pQAx3g&bvm=bv.87611401,d.bGQ&cad=rjt (дата обращения: 02.09.2013)

¹⁵⁰ Tversky A., Kahneman D. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. // Science. 1974. №185 (4157), pp.1124–1131.

¹⁵¹ Harms M. What Drives Motivation to Participate Financially in a Crowdfunding Community? [Электронный ресурс]. URL: <http://www.crowdfunding.de/wp-content/uploads/2014/07/Crowdfunding-Master-Thesis-Michel-Harms-2007.pdf> (дата обращения: 02.09.2013)

¹⁵² Tversky A. and Kahneman D. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases // Science. 1974. №185 (4157), pp.1124–1131.

Самоуверенность в поведенческих финансах рассматривается как повышенная уверенность в личном мнении инвесторов, их интуитивном мышлении, суждениях и когнитивных способностях¹⁵³. Инвесторы, подверженные этому предубеждению, как правило, не замечают негативную информацию о своих инвестициях и стремятся создать не диверсифицированный портфель. Обе эти склонности увеличивают рискованность инвестиционного портфеля.

Социологический этап исследования финансового поведения краудинвесторов реализован в определённой последовательности:

1. проведено общее описание полученных в ходе опроса данных и представлен ряд описательных статистик;
2. оценена процентная доля ответивших и количество незаполненных полей.

На третьем статистическом этапе осуществляется подтверждение статистической достоверности, (нормальности, линейности и надёжности) полученных в ходе опроса данных и проведён анализ отношений между переменными и группами переменных, а именно: корреляции и комбинационная группировка по нескольким признакам. Для этого с использованием программного продукта IBM SPSS Statistics 21 были проанализированы: коэффициент альфа Кронбаха, критерий согласия Колмогорова, расстояние Махаланобиса, коэффициент ранговой корреляции Спирмена, U-критерий Манна – Уитни, критерий Краскела – Уоллиса, критерий хи-квадрат (Таблица 6).

Интерпретационно аналитический этап включает проверку гипотез о влиянии выбранных факторов на поведение инвесторов акционерного краудфандинга на основе расчета и оценку показателей-параметров исходной первоначальной базы данных. На основе выбранной методологии сформулированы и проверены ряд гипотез относительно финансового поведения краудинвесторов (Приложение 20).

¹⁵³Pompian M. Behavioural Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases. 2nd ed. Wiley. 2012

Таблица 6

Подтвержденные гипотезы о влиянии факторов на финансовое поведение краудинвесторов

№	Содержание гипотезы	Выявление взаимосвязи между:	Статистические показатели*				
		– <i>Факторами и количеством инвестиций</i>	<i>Po</i>	<i>c</i>	<i>N</i>	<i>χ²</i>	<i>p</i>
1	Различные факторы или группы факторов влияют на активность инвесторов по-разному	Побудительный фактор «готовность поддержать друзей и семью»	-0,269	4	154	17,960	0,001
		Побудительный фактор «мнения других инвесторов»	0,160	4	153	7,715	0,103
		Побудительный фактор «диверсификация инвестиционного портфеля»	0,220	4	155	10,200	0,037
		Побудительный фактор «эгоистические агрегированные»	0,234	-	-	-	-
		Отталкивающий фактор «отсутствием личного интереса»	-0,184	-	-	-	-
		Отталкивающий фактор «отсутствие информации»	-	-	-	-	-
		– <i>Факторами и объёмом инвестиций:</i>	<i>Po</i>	<i>c</i>	<i>N</i>	<i>χ²</i>	<i>p</i>
		Побудительный фактор «готовность поддержать друзей и семью»	-0,336	4	149	11,059	0,026
		Отталкивающий фактор «отсутствие информации»	-0,168	-	-	-	-
		– <i>Факторами и кол-вом инвестиций:</i>	<i>Po</i>	<i>c</i>	<i>N</i>	<i>χ²</i>	<i>p</i>
2	Предвзятые инвесторы должны вести себя иначе по сравнению с рациональными по следующим характеристикам: инвестиционная активность, мотивирующие факторы.	Поведенческое предубеждение «самоуверенность»	-0,195	-	-	-	-
		– <i>Различными факторами:</i>	<i>c</i>	<i>N</i>	<i>χ²</i>	<i>p</i>	<i>Phi</i>
		Поведенческое предубеждение «самоуверенность» и Отталкивающий фактор «близость проекта к завершению»	4	182	11,895	0,018	0,256
		Консерватизм и Отталкивающий фактор «опыт команды проекта»	4	183	10,810	0,029	0,243
3	Инвесторы, имеющие различное образование или квалификацию, подвержены различным поведенческим предубеждениям.	Поведенческое предубеждение «Самоуверенность» и «опыт в работе со стартапами»	1	185	8,904	0,003	0,231

4	Инвесторы, подверженные влиянию предубеждения «самоуверенности» вкладывают в меньшее число компаний, по сравнению с другими группами, и недооценивают побуждающие факторы, связанные с диверсификацией инвестиционного портфеля.	– Факторами и количеством инвестиций:	U	Z	ρ	R
		Поведенческое предубеждение «самоуверенность»	1928	-2,093	0,036	0,177

* P_o – коэффициент ранговой корреляции Спирмена; c – количество степеней свободы; N – общее количество наблюдений в объединенных выборках; χ^2 – распределение Хи-квадрат; ρ – статистическая значимость; Phi – критерий ϕ ; U – U-тест по Манну и Уитни; Z – оценка, позволяющая наглядно сопоставить результаты проверки достоверности различий между выборками по различным переменным; R – асимптотическая значимость (2-сторонняя).

Источник: Составлено автором.

Исследование показало, что большинство инвесторов ($\geq 50\%$) подвержены влиянию следующих четырёх предубеждений: подтверждению (59,7%), консерватизму (57,5%), эвристике привязки и корректировки (54,8%), самоуверенности (50,0%). Наибольшим мотивирующим фактором для инвесторов являются будущие финансовые прибыли (в среднем 4,18), а наименьшим – моральные соображения (в среднем 2,72). При этом все отталкивающие факторы с точки зрения инвесторов имеют весьма важное значение, наиболее важным из которых является отсутствие уверенности в бизнес-идее (с оценкой в 4,53).

Результаты проведенного исследования финансового поведения краудинвесторов показали, что их поведение демонстрирует множество необычных характеристик. Несмотря на подверженность большому количеству поведенческих предубеждений, «толпа» может быть оценена как «более мудрый инвестор» в сравнении с индивидуальными (пусть даже и профессиональными) инвесторами. Вместе с тем, благодаря схожей мотивации поведение инвесторов акционерного краудфандинга похоже на поведения инвесторов неформального рынка.

В целом для финансового поведения краудинвесторов свойственно следующее:

- в отличие от альтруистической мотивации инвесторов классического краудфандинга, в принятии решений краудинвесторы руководствуются в первую очередь набором эгоистических факторов, что сближает их мотивацию с инвесторами классических финансовых институтов;
- большинство краудинвесторов подвержены тем же поведенческим предубеждениям, что и инвесторы на рынке ценных бумаг (подтверждение, консерватизм, эвристика привязки и корректировки, самоуверенность). Однако эти факторы оказывают несопоставимо меньшее влияние на решения, принимаемые краудинвесторами, по сравнению с инвесторами классических финансовых институтов. Это делает деятельность краудинвесторов более взвешенной и рациональной.

С учетом выявленных двух ключевых особенностей (непохожесть мотивации краудинвесторов на других инвесторов краудфандинга и неподверженность их решений поведенческим предубеждениям) сделан вывод, что поведение краудинвесторов должно рассматриваться отдельно от остальных типов краудфандинга и других инвестиционных активностей. Во-первых, мотивация инвесторов акционерного краудфандинга остаётся не окончательно описана, даже учитывая результаты текущего исследования. Во-вторых, на деятельность инвесторов почти не влияют поведенческие предубеждения, которым вместе с тем они подвержены в своём большинстве. В соответствии с описанными отличиями сложно сказать мудрее ли толпа отдельных инвесторов, но однозначно понятно, что поведения инвесторов акционерного краудфандинга сильно отличается от любой другой группы инвесторов (Рис. 9).

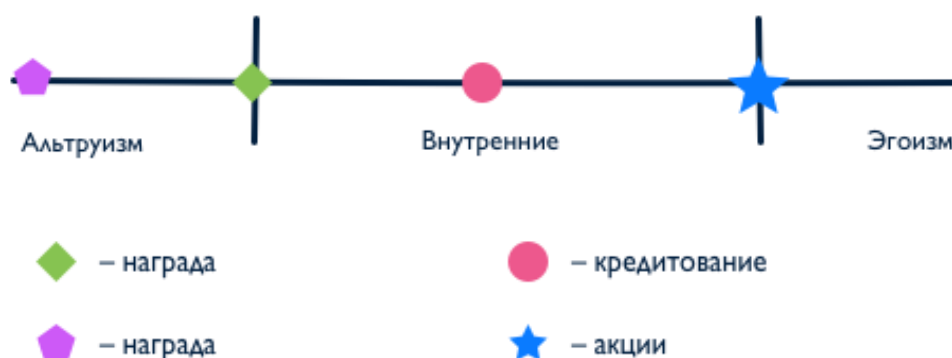


Рис.9. График поведения инвесторов краудфандинга
Источник: составлено автором

Использование в исследовании финансового поведения краудинвесторов двух подходов позволило сформулировать основные выводы (Таблица 7).

Таблица 7

Характеристика финансового поведения краудинвесторов

Поведенческие факторы	Характеристика и выводы
Мотивирующие факторы	Мотиватором для краудинвесторов являются преимущественно эгоистические факторы, в отличие от альтруистических факторов при классическом краудфандинге. Соответственно основной акцент в продвижении инновационных проектов должен быть сделан на эгоистических факторах.

	Инвесторы, которые помогают друзьям и членам семьи очень редко инвестируют повторно и имеют крайне низкие суммы инвестиций. Необходимо снизить количество подобных инвесторов и не ориентироваться на них при продвижении инновационных проектов.
	Единственный побуждающий фактор, который оказывает влияние на количество инвестиций, является «диверсификация инвестиционного портфеля». Данный фактор – это единственная возможность снизить риск, связанный с инвестициями в стартапы.
	Перечисленные отталкивающие факторы имеют высокие оценки среди инвесторов. Предприниматели при привлечении средств через акционерный краудфандинг должны стараться избежать их всеми силами.
<i>Поведенческие предубеждения</i>	Краудинвесторы подвержены влиянию следующих предубеждений: подтверждение, консерватизм, эвристика привязки и корректировки, самоуверенность.
	Поведенческие предубеждения не оказывают существенного эффекта на поведение инвесторов, но распространены среди инвесторов. Необходима разработка дополнительной правовой базы, позволяющей ограничить влияние подобных предубеждений.
	Влияние многих предубеждений становится явным только в долгосрочной перспективе. Рекомендуется провести повторное исследование с использованием разработанной методологии через 5 лет, когда смогут быть оценены результаты инвестиций.

Источник: Составлено автором

3.2. Проблемы и направления развития краудфандинга как инструмента финансирования инноваций

Краудинвестинг позволяет обеспечить огромную мобилизацию капитала для инвестирования в инновации за счет снижения входных барьеров и подлинной трансграничности. Развитие всех существующих краудфандинговых платформ идет в направлении создания больших возможностей и снижения рисков для краудинвесторов с целью минимизации махинаций и пирамид. Одним из аргументов противников нового демократического подхода к финансированию является именно утверждение того, что коллективное инвестиционное финансирование окажется благодатной почвой для различного рода мошенников, желающих лишить мелких инвесторов их с трудом заработанных денег.

Усилия законодателей различных стран, в первую очередь США, направлены на то, чтобы финансовое законодательство соответствовало глобальному тренду развития коллективного инвестирования в инновационное развитие, а точнее расширяло возможности краудинвестинга

Проблемы и ограничения для развития рынка краудинвестинга:

1. институциональные: отсутствие законодательной основы; неготовность регуляторной среды с точки зрения удобства осуществления инвестиций большим числом инвесторов через онлайн платформы и защиты прав инвесторов и предпринимателей при краудинвестинге;

2. рисковые: сложности управления рисками массовых непрофессиональных инвесторов из-за их низкой инвестиционной и технологической грамотности; неотработанные на текущий момент бизнес-модели развития платформ краудинвестинга в мире (ранняя стадия развития рынка) и соответственно процедур работы с инвесторами и проектами - является риском для платформы; риск раскрытия и воровства информации связанной с интеллектуальной собственностью для соискателей инвестиций (предпринимателей); риск мошенничества для инвесторов в целом со стороны соискателей инвестиций, негативный опыт с обманными схемами (на примере MMM);

3. рыночные: отсутствие культуры коллективных частных инвестиций, что ограничивает развитие краудинвестинга как массового направления инвестиций в целом; отсутствие вторичного рынка; неликвидность инвестиций для массового инвестора.

Возможные предложения по снижению ограничений для развития краудинвестинга:

– инструменты аккредитация инвесторов (внешние законодательство и внутренние - требования платформы);

– создание механизмов минимизация рисков для непрофессиональных инвесторов на краудинвестинговой платформе;

- стимулирование прихода на рынок разных типов частных инвесторов (налоговые льготы, дополнительное финансовое плечо, другие инструменты);
- создание положительного имиджа краудинвестинга в широких слоях населения, что будет во многом зависеть от эффективности самих этих инвестиций через платформу;
- привлечение на внутренний рынок отдельной страны нерезидентов.

В данной части исследования остановимся на вопросах законодательного регулирования краудинвестинга в мире.

Одним из основных драйверов роста направления коллективных инвестиций через интернет является поддержка этого направления правительствами лидирующих стран. Это и закон США «О приоритетном запуске наших бизнес-стартапов» (Jumpstart Our Business Startups Act или JOBS акт), значительно расширяющий круг лиц, инвестиции которых имеют право привлекать стартапы, и инициатива британского правительства, которое решило поддержать малый и средний бизнес в стране в конце 2012 года, выступив инвестором и кредитором на краудинвестинговых площадках CircleUp и Zora. Совокупный объем вложений составил 30 млн. фунтов.

Вступивший в силу 5 апреля 2012 года JOBS акт разрешил более чем 2 000 малых инвесторов приобретать долю в венчурных предприятиях без регистрации обычных акций в Комиссии по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission, SEC). Этот закон сделал краудфандинг принципиально юридически возможным в США. Согласно закону оператор краудфандингового сайта, где публикуются публичные предложения о краудфандинге, обязан иметь общую лицензию брокера-дилера или специальную лицензию категории «funding portal» (портал для финансирования). Это новый эволюционный этап, рождение новой парадигмы финансирования проектов и начало заката старой элитарной системы инвестирования.

Краудфандинг способен поменять правила игры в области финансирования инноваций и тем самым в конкурентной борьбе, идущей в каждой из отраслей и среди развитых стран мира. «GameChanger» (англ. перелом), назвал президент Обама краудфандинг, позволяющий компаниям привлекать до 1 млн.долл. посредством данного финансового инструмента.

Новый закон (JOBS Act), позволяет инвестировать до 5% своего дохода посредством акционерного краудфандинга (краудинвестинга), способенкратно увеличить объем инвестиций в инновации. Несмотря на то, что за разработку данного законодательства в США отвечает SEC, существенную помощь оказывают и компании, непосредственно занимающиеся краудфандингом (в частности, RocketHub, Indiegogo, Kickstarter), и специально созданная для лоббирования JOBS Act общественная организация «адвокатов краудфандинга» (Crowdfund Intermediary Regulatory Advocates, CFIRA), и неправительственная организация FINTRA, опубликовавшая форму заявки, которую должна заполнить любая компания, собирающаяся привлечь средства путем размещения своих «акций» через интернет.

С целью привлечения акционерного или заёмного капитала компании необходимо провести обязательную регистрацию предложения в Комиссии по ценным бумагам и биржам»¹⁵⁴. Процесс регистрации является крайне дорогостоящим, и, по оценке экспертов, его стоимость может достигать 100 тыс.долл., в эту сумму входят: государственные пошлины, комиссионные бухгалтера и юриста, а также затраты на печать и гравировку. Для сравнения, в среднем через краудфандинг на Kickstarter за 2012 год аналогичный инновационный бизнес мог привлечь около 29 тыс.долл.¹⁵⁵ Соответственно в существующей редакции Закона «О ценных бумагах» для новых компаний и стартапов привлечение акционерного или заёмного капитала через крауд-

¹⁵⁴ Knight A. Very Quiet Revolution: A Primer on Securities Crowdfunding and Title III of the Jobs Act [Электронный ресурс]. URL: <http://ssrn.com/abstract=2199014> (дата обращения: 02.09.2013)

¹⁵⁵ Griffin Z. Crowdfunding: Fleecing the American Masses. [Электронный ресурс]. URL: <http://ssrn.com/abstract=2030001>. (дата обращения: 02.09.2013)

фандинг или краудинвестинг из-за высоких регистрационных сборов является нерентабельным.

Во многом именно причины, изложенные выше, а также высокая перспективность инновационных компаний и отсутствие у этих компаний источников развития, подтолкнули правительство США к разработке системы исключений и льгот из Закона «О ценных бумагах», получившей название JOBS Акт. Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Акт) – это законодательный акт, подписанный Президентом США Б.Обама 5 Апреля 2012 года, утверждённый Сенатом США 22 Марта 2012 года и прошедший обсуждение в Нижней Палате Конгресса США 8 Марта 2013 года. Важно отметить, что несмотря на то, что с момента подписания прошло уже более 2 лет, окончательно Акт в силу так и не вступил. В процессе внутренних доработок находится самая важная для индустрии третья глава. Последняя редакция включает более 500 страниц правок и рекомендаций, однако, и она не отвечает предъявляемым высоким стандартам. Причина такого затянувшегося согласования связана в первую очередь с высокой важностью предлагаемых в Главе 3 изменений. До текущего момента в правовом поле, регулирующем процессы по эмиссии и управлению ценными бумагами США, работал реактивный принцип. Большая часть законов и регулирующих актов принималась в ответ на вызовы, которые рождал фондовый рынок. Закон 1933 года «О ценных бумагах» и Закон 1934 года «О торговле ценными бумагами» стали ответной реакцией на события предшествующие началу Великой Депрессии. Другим примером может быть ослабление режима регуляции в 1992 году, в котором законодательно создавалась аналогичная JOBS Акту инициатива: «юридическое лицо могло эмитировать ценные бумаги на сумму до 1 миллиона долларов США без обязательной регистрации этого предложения в КЦББ, но с предоставлением информации подтверждающей отсутствие мошеннических действий». Результатом стало повышение количества прецедентов мошенничества, а в 1998 году SEC была вынуждена принять новые ограничения, возвращавшие ситуацию на уровень до 1992 года.

Основной целью акта является «общий экономический рост, полученный за счёт предоставления доступа к открытому финансовому рынку перспективным развивающимся компаниям»¹⁵⁶. Главной значимостью данного закона считаем введение в терминологию корпоративных финансов понятия «краудфандинг». Также закон упрощает многие бюрократические процедуры для малого и среднего предпринимательства, делает возможным применение краудинвестинга и рекламу частных инвестиций, позволяет компаниям прибегнуть к коллективному финансированию через финансовый инструмент краудфандинга в объёме до 1 млн.долл. в год, а также допускает увеличение количества единовременных инвесторов в частные компании до 2000.

JOBS Акт включает в себя следующие изменения, исключения и льготы применимые к Закону 1933 года «О ценных бумагах» и Закону 1934 года «О торговле ценными бумагами»:

- требования по регистрации предложения, приведённые в Законе «О ценных бумагах» для чётко определённого типа инвестиций;
- требования по регистрации предложения ценных бумаг, приведённые в Законе «О торговле ценными бумагами», но также только для ограниченного числа инвестиций;
- требования по регистрации фирм, сочетающих функции посредника и принципала, и создаёт новую подкатегорию – «финансовый портал» (любое лицо, действующее в качестве посредника в операции, предполагающей предложение или продажу ценных бумаг за счет других) -, которая позволяет осуществлять ряд функций, для которых требовалась обязательная регистрация в качестве финансового посредника или брокера, однако который подпадает под обязательную регистрацию в SEC.

Структурно JOBS акт состоит из 7 глав¹⁵⁷. Ниже представлены ключевые понятия и принципы из первых четырёх глав, которые напрямую влияют

¹⁵⁶ Кичкильдеева Л., Васильцева Е. Деньги vs. Инновации: новое в инвестиционном и патентном законодательстве США [Текст] / Л. Кичкильдеева, Е.Васильцева // Слияния и поглощения. – 2013. – №3 (121). – С. 22-27

¹⁵⁷ Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>

на американскую (а впоследствии и на мировую) индустрию краудинвестинга (Приложение 21). Главы с 5 по 7 не имеют прямого отношения к предмету исследования, и в рамках данной работы не рассматривались.

Эмитентами согласно закону признаются «перспективные развивающиеся компании», которыми являются любая американская или неамериканская компания с валовым доходом размером менее 1 млрд.долл. за последний отчетный год. Данный порог должен пересматриваться с учетом инфляции каждые пять лет. Под данную категорию не попадают компании, вышедшие на IPO до 8 декабря 2011 года. Перспективной развивающейся компанией будет продолжать считаться компания таковой до наступления одного из следующих событий:

- 1) до финансового года, следующего за годом, в котором валовой доход составил более 1 млрд.долл.;
- 2) до финансового года, следующего за пятым календарным годом, в котором компания совершила предложение ценных бумаг посредством IPO;
- 3) до момента, когда стоимость неконвертируемых облигаций компании превысила отметку в 1 млрд.долл. за последний трехлетний период;
- 4) до момента, когда в соответствии с Законом о ценных бумагах США 1934 года компания будет признана крупной компанией с ускоренными сроками подачи отчетности, как имеющая в публичном размещении акции на сумму, превышающую 700 млн.долл.

Для эмитентов новым законодательством предусмотрено ряд ограничений. Первое ограничение касается сумм привлеченного финансирования. Акт даёт возможность компаниям без регистрации в SEC привлекать через краудфандинг до 1 млн.долл. США в год (в форме займа, вклада в акционерный капитал или их комбинации) от широкого круга лиц через финансовый портал или брокера. Важно отметить, что в эту сумму входят все эмитированные компанией ценные бумаги, а не только те, которые попадают под исключение по краудфандингу.

Второе ограничение заключается в информационной открытости отдельных параметров финансирования. Несмотря на то, что формально регистрация предложения, не является обязательной, компании-эмитенту вменяется необходимость сообщить дополнительную информацию в SEC и потенциальным инвесторам:

- базовые понятия: юридическое название и адрес регистрации эмитента, ФИО учредителей и управляющих, описание бизнес-плана;
- общая сумма сбора средств через краудфандинг;
- цена акции;
- выбранный метод ценообразования;
- финансовое состояние компании, бухгалтерская отчётность и структура капитала. Если целевая сумма сбора не превышает 100 тысяч долларов, эмитент обязуется предоставить последнюю финансовую отчётность и декларацию подоходного налога. Оба документа должны быть заверены административным сотрудником компании-эмитента. Если целевая сумма сбора находится в промежутке от 100 до 500 тыс.долл. финансовая отчётность должна быть дополнительно рассмотрена присяжным бухгалтером. Если сумма сбора превышает 500 тыс.долл., то финансовая отчётность обязательно должна быть проаудирована;
- срок, на протяжении которого будет осуществляться сбор средств. По описанной в JOBS акте схеме, эмитент не получает деньги в том случае, если краудинвестиционная кампания не достигает своей финансовой цели за отведённый временной период.

Третьим важным ограничением является регламентирование рекламы. Компания-эмитент обязуется «не рекламировать условия её краудинвестиционного предложения, кроме как в прямом общении с существующими инвесторами, финансовым порталом или брокером». Кроме того накладывается полный запрет на любое стимулирование промоутерской деятельности среди инвесторов.

Четвертым ограничением выступает дальнейшая подконтрольность проекта. Компания-эмитент после завершения краудинвестинговой кампании обязана на ежегодной основе предоставлять в SEC годовой отчёт, включающий описание её операционной деятельности и финансового состояния.

Что касается другой группы участников краудфандинга – *инвесторов*, то принятое законодательство не накладывает ограничений на статус участников, однако потенциальный инвестор обязан пройти тест по финансовой грамотности (ознакомиться с предоставленными материалами, включающими обязательный образовательный блок; подтвердить понимание того, что финансовые потери от инвестиций возможны; ответить на вопросы, которые демонстрировали понимание рискованности вложений в малый бизнес). Это сделано в первую очередь для обеспечения финансовой безопасности не профессиональным инвесторам. При этом вводятся ограничения:

1) на размер инвестиций для инвестора:

- при размере собственного капитала инвестора менее 100 тыс.долл. он имеет право инвестировать через краудфандинг не более 2 тыс.долл. или 5% своего годового дохода;

- при размере собственного капитала инвестора более 100 тыс.долл. он имеет право инвестировать через краудфандинг не более 10% своего годового дохода, но не более 100 тыс.долл.

2) ценные бумаги полученные в результате сделки через краудфандинг в период одного года после покупки не могут быть переданы третьему лицу, эмитенту, аккредитованному инвестору, как часть зарегистрированной сделки или родственнику инвестора по завещанию или в случае развода.

Третья группа участников краудфандинга – посредники, в числе которых выделены финансовые порталы и брокеры. В законе вводится новое понятие «финансового портала», как онлайн платформы-посредника между инвесторами и компанией-эмитентом. Кроме того установлены определенные условия (ограничения) их деятельности:

- финансовые порталы не могут советовать или рекомендовать инвесторам отдельные краудинвестинговые компании или настаивать на покупке, продаже или предложении о покупке ценных бумаг на их веб-сайт;

- запрещены любые компенсации сотрудникам портала, агентам или другим заинтересованным лицам за размещение или покупку ценных бумаг на платформе;

- финансовые порталы не могут распоряжаться или управлять фондами инвесторов или их ценными бумагами;

- не могут выступать инструментом перевода инвестиций. Любые денежные операции должны осуществляться только напрямую между инвесторами и компанией-эмитентом;

- учредители и управляющие портала не имеют права инвестировать в компании-эмитенты, которые размещают свои предложения на их платформе, во избежание конфликта интересов.

Акт обязует финансовые порталы регистрировать свою деятельность и представлять инвесторам всю необходимую информацию, а также:

- 1) предпринимать все необходимые шаги, указанные SEC, позволяющие максимально снизить риск мошенничества. Среди таких действий важно отметить обязательную проверку юридической истории компании-эмитента и её учредителей;

- 2) обязать компанию-эмитента предоставить всю необходимую информацию в SEC и инвесторам;

- 3) не допустить того, чтобы компания-эмитент получила часть собираемых средств до момента полного успешного завершения краудинвестинговой кампании;

- 4) удостовериться, что не был превышен лимит индивидуальных инвесторов, установленный законом;

- 5) защищать частную информацию инвесторов;

- 6) предпринять определённые шаги, чтобы не допустить возникновения конфликта интересов;

- 7) сделать всё, что сочтёт нужным SEC, чтобы защитить интересы инвесторов или широкого круга лиц;
- 8) в течение 21 дня предоставлять в SEC информацию, предоставленную эмитентом;
- 9) не поощрять промоутеров, советников, лидогенераторов, представляющих порталу персональные данные потенциальных инвесторов.

Нельзя отрицать, что США является одним из лидеров технической и Интернет революции, которая происходит в мире в последние десятилетия. Вместе с тем именно инновационная сфера является тем самым локомотивом, на который американская экономика делает ставку. Именно поэтому рассмотренный нами JOBS Акт имеет стратегическое значение для развития страны в будущем и стабилизации общей экономической ситуации, а также важен с точки зрения практического использования его в экономике других стран, в частности в России.

Отчасти необходимость JOBS Акта связана с последствиями «бума» интернет-компаний 2001 года и мирового финансового кризиса 2008 года. В большей степени повлиял успех не попадавшего до этого в правовое поле феномена краудфандинга, который создал прецедент создания успешного нового инструмента финансирования для стартапов.

Кроме новизны причин создания данного законодательного акта, на продолжительность его рассмотрения и разработки оказала влияние также и, получаемые от научного и практического сообщества, комментарии и критика. Во-первых, возможна угроза мошенничества, которая существовала в Интернете ещё до прихода краудфандинга. Но именно Акт поставил под угрозу ключевой инструмент защиты интересов инвесторов от возможного мошенничества, а именно регистрацию предложения в SEC. Отсутствие обязательной регистрации даёт доступ к этому инструменту компаниям, которые не удовлетворяют нормам регулятора, что также сказывается негативно на качестве общего актива. Однако, несмотря на то, что риск мошенничества, свя-

занный с отдельным предложением или инвестицией, ограничен Актом, из-за повышения внимания к краудинвестингу повышается общая угроза.

Однако, природа процесса краудинвестинга снизит возможный риск мошенничества в связи с тем, что:

- социальные преимущества, получаемые от легитимирования процесса краудфандинга, перевешивают возможные угрозы;
- сообщество пользователей Интернет обладает «мудростью толпы» и само изыщет потенциальных мошенников;
- финансовые порталы смогут справиться с возможной угрозой мошенничества.

Во-вторых, сложности управления большим пулом разрозненных инвесторов. Однако, то что изначально выглядело прямолинейной законодательной поддержкой стартапов и развивающихся компаний, превратилось в сложную зарегулированную схему с большим количеством ограничений, запретов, обязательств и пошлин.

Несмотря на обозначенные негативные моменты, именно благодаря JOBS Акту США может в перспективе стать одним из лидеров краудинвестинговой революции. Регулирование не мешает подобным платформам развиваться и тестировать предлагаемую концепцию. Есть уверенность, что максимально точную оценку данному акту может дать только проверка в рыночных условиях. Если закон создаст недостаточную защиту инвесторов от различных мошеннических схем, их активность на финансовых порталах будет постепенно снижаться. В результате чего, чтобы не быть вытесненными с рынка сами посредники должны будут изыскивать механизмы для более глубокого анализа компаний-эмитентов и снижения уровня риска инвесторов.

Кроме американского имеется также и европейский опыт формирования нормативно-правовой базы, регулирующей акционерный краудфандинг.

Первой страной в ЕС, которая утвердила специализированное законодательство, регулирующее краудинвестинг, стала Италия: 17 Декабря 2012 года был принят Закон 221/2012, включающий Постановление №179. Важно

отметить, что данное постановление относится только к онлайн-платформам, привлекающим денежные средства на развитие инновационных стартапов, из-за чего получило название «startup innovativa».

Инновационным стартапом признаётся компания, не зарегистрированная на регулируемом рынке, которая не ведёт несколько видов деятельности и удовлетворяет следующим критериям:

- 1) мажоритарием данной компании на протяжении последних 24 месяцев должно являться физическое лицо;
- 2) компания должна быть создана не более 48 месяцев назад;
- 3) управление компании должно находиться на территории Италии, также основная деятельность должна проводиться на территории этой страны;
- 4) годовая выручка второго года не должна превышать 5 млн. евро;
- 5) компания не должна использовать прибыль предыдущих лет для выплат дивидендов акционерам;
- 6) основная цель деятельности компании должна состоять в разработке, производстве и продаже инновационных продуктов или услуг в сфере высоких технологий;
- 7) компания не должна быть создана в результате поглощения, разделения или продажи другой компании;
- 8) компания должна удовлетворять одному из следующих условий: - хотя бы 20% большего своей стоимости или выручки она должна инвестировать в НИОКР; - 1/3 сотрудников должны иметь кандидатскую степень, являться соискателем на получение степени кандидата наук или работать более 3-х лет в частном или государственном исследовательском институте; - компания должна обладать патентом в области промышленности, биотехнологий или электроники, имеющим отношение к её основной деятельности.

Инновационные стартапы получили возможность разместить ценные бумаги на сумму не более 5 млн.евро без обязательной регистрации проспекта эмиссии. Для других компаний этот объём ограничен 100 тыс.евро.

Соответственно, система, разработанная в Италии описывает очень узкое исключение, которое потенциально влечёт за собой большое количество юридических противоречий. В начале 2014 года итальянская отрасль краудинвестинга находилась в зачаточном состоянии. Ведущим порталом являлся SiamoSoci (<http://siamosoci.com>), на котором стоимость реализуемых ценных бумаг находится колеблется в интервале от 5 до 50 тыс.евро. Это позволяло участвовать в процессе только членам сообщества интернет бизнес-ангелов.

В Австрии в июле 2013 года было изменено национально законодательство, регулирующее эмиссию ценных бумаг (KMG, Kapitalmarktgesetz) и увеличена сумма привлечения средств без обязательного выпуска проспекта со 100 до 250 тыс.евро. В октябре 2013 года первые краудинвестинговые сделки были предложены инвесторам на портале 1000x1000. Первым успешно профинансированным стартапом стал Woodero, получивший за 8 недель около 166 тыс.евро.

В настоящий момент в Великобритании находится один из самых развитых краудинвестинговых рынков, а её догоняет Германия: в начале 2014 года совокупно на рынках этих стран было привлечено через краудинвестинг 28 млн.фунтов и 20 млн.евро соответственно. В Великобритании краудинвестинговая деятельность подпадает под общие регуляции рынка ценных бумаг, а именно Закон о финансовых услугах и рынках 2000 года. Ключевым регулирующим органом является Государственная служба финансово-бюджетного надзора (ГСФБН). Правовыми основаниями их деятельности является нормативный акт 2012 г. «Порядок инвестирования в посевные проекты» (Seed Enterprise Investment Scheme или SEIS), принятый в рамках бюджетного процесса и относящийся к области налогового права с отдельными положениями, относящимися к корпоративному праву и праву ценных бумаг. Фактически обе оперирующие на данный момент краудинвестинг платформы действуют на основании персональных писем Управления по финансовому регулированию и надзору Великобритании (Financial Services Authority или FSA), разрешающих их конкретные схемы, но данные письма сопровожда-

ются рекомендательными документами FSA, по которым краудфандинг рекомендуется только для квалифицированных по действующему законодательству инвесторов. Таким образом, британский законодатель ввел краудфандинг в поле уже действующих правовых принципов, но отказался от решения проблемы публичного предложения.

Две крупных английских краудинвестиционные платформы: CrowdCube (<http://www.crowdcube.com>) и Seedrs (<https://www.seedrs.com>) по-разному к необходимости регистрировать свою деятельность в ГСФБН:

1. регистрация в ГСФБН не требуется. Платформа CrowdCube выбрала для себя определённые исключения, позволяющие не подпадать под регистрацию в ГСФБН. В своей сути она не является финансовым посредником, а скорее форумом, на котором компаниям-эмитентам даётся возможность общаться с потенциальными инвесторами и предлагать им возможность осуществить инвестицию;

2. обязательная регистрация в ГСФБН: Платформа Seedrs прошла полную процедуру регистрации как платформа совместного инвестирования. Обойти запрет на публичную рекламу частных инвестиций платформа смогла, ограничив доступ к описаниям предложений только для тех инвесторов, кто смогли подтвердить, что понимают возможные риски.

В октябре 2013 года Инспекция по контролю за деятельностью финансовых организаций (ИКДФО) инициировала процесс по разработке специализированной регуляционной системы для краудинвестинга. Предлагаемая регуляция направлена на то, чтобы сделать краудинвестинг «более доступным для широкого круга лиц, относящихся к ограниченной аудитории» инвесторов, и убедиться в том, что к нему получают доступ «только те индивидуальные (розничные) инвесторы, которые могут оценить и принять возможные риски вложений в незарегистрированные ценные бумаги». По аналогии с законодательным процессом в США, ИКДФО предлагает ограничить предложение только для аккредитованных инвесторов, высокообеспеченных физических лиц, индивидуальных инвесторов, которые могут подтвердить, что

получают рекомендации по инвестированию средств от сертифицированных советников или сервисов по управлению собственным капиталом, индивидуальных инвесторов, которые смогут подтвердить, что собираются инвестировать в незарегистрированные ценные бумаги не более 10% своего чистого инвестиционного портфеля.

Во Франции для предложений от 100 тыс. до 5 млн. евро действует исключение в тех случаях, если получаемые денежные средства составят не более 50% общего акционерного капитала компании. Например, компания может привлечь через краудинвестинг 200 тыс. евро, если её акционерный капитал составляет 400 тысяч. Следовательно, данный пример не подходит для компаний, которые полностью полагаются на краудинвестинг. Важно отметить, что некоторые французские краудинвестинговые платформы, например Anaxago (<https://anaxago.com>), не ограничивают стартапы барьером в 100 тыс. евро, но устанавливают максимальное количество неаккредитованных инвесторов в 150 человек. Однако, это увеличивает минимальный порог входа: для успешных проектов на данной платформе средняя сумма инвестиций составляет около 320 тыс. евро, в среднем проекте участие принимают около 25 инвесторов. Преимуществом является то, что общая сумма инвестиций может превышать барьер 100 тыс. евро.

Важным отличием французского регулирования в том, что краудинвестинговые платформы в обязательном порядке должны быть зарегистрированы в регуляторе по обращению ценных бумаг (Autorité des marchés financiers, AMF). Они выступают как финансовые посредники и подпадают под соответствующий нормативный акт. Существующее правовое поле не позволяет им вести свою деятельность без регистрации. В 2013 году AMF предложило разработать правовую структуру, которая бы регулировала краудинвестинг. В ноябре 2013 год этот процесс прошёл в рамках публичного обсуждения с последующим его вступлением в силу с 1 июля 2014 года. Основной целью разработки стало регулирование деятельности компаний-эмитентов и плат-

форм. В сферу краудинвестинга он привносит следующие изменения и дополнения:

1) аккредитованные финансовые порталы (Conseiller en Investissement Participatif) выделяются в отдельную подкатегорию, и проводится черта между ними и другими финансовыми посредниками; для вхождения в эту категорию не требуется определённый минимальный размер собственного капитала;

2) инвесторы обязаны пройти тест, определяющий их отношение к риску инвестиций, результаты которого в последствии должны быть использованы в процесс краудинвестинга;

3) ограничение по размеру привлекаемых инвестиций без обязательного издания проспекта поднимается до 1 млн. евро, при условии, что этот процесс происходит на аккредитованной AMF платформе;

4) компания-эмитент обязуется предоставить упрощённую документацию инвесторам, без заверения в AMF.

В Германии, в отличие от других стран ЕС, не проводился процесс разработки специального законодательства, регулирующего краудинвестинг, и действует принцип невмешательства и свободной конкуренции, которая соответственно происходит в рамках уже существующего законодательства о ценных бумагах. Основным законом, который регулирует эту деятельность является Немецкий Акт о Эмиссии Ценных Бумаг (Wertpapierprospektgesetz, WpPG). Он ограничивает объём инвестиций, привлекаемых через незарегистрированные ценные бумаги в 100 тыс. евро. Однако, кроме того, ценных бумаг можно использовать другой финансовый инструмент – займ под часть прибыли (paritätische Darlehen). Соответственно, у компании-эмитента появляется выбор: использовать существующее ограничение и привлечь не более 100 тысяч евро, или обойти закон о ценных бумагах и прибегнуть к другим источникам финансирования, использующим схожие механики, но не имеющим аналогичного верхнего предела.

Использованные в различных странах подходы могут быть классифицированы по-разному. Например, в зависимости от того, на кого возлагается функция охраны интересов инвесторов: на порталы или на компании-эмитенты (преимущественно в случае раскрытия информации). Так практикуемая в Германии политика невмешательства и отсутствие обязательного процесса лицензирования платформ позволила очень быстро развиваться индустрии. Это также ускорило, упростило и удешевило процесс взаимодействия компаний-эмитентов и инвесторов. С другой стороны, во Франции платформы подпадают под обязательную регистрацию в регулирующем органе. И, хотя, в результате увеличивается стоимость, инвесторы получают более высокую степень защиты. Последние законодательские инициативы направлены на снижение этой стоимости, а также усиление роли портала по защите интересов инвесторов.

Уникальность предлагаемой в США юридической конструкции в том, что под регулирование подпадает не только платформы, компании-эмитенты, но и индивидуальные инвесторы («толпа»). Их риск ограничен в размере процентной доли от их ежегодного дохода, как было описано выше.

В качестве ключевого аспекта обеспечения безопасности инвесторов при работе с ценными бумагами большинство регуляторов видит предоставление максимально подробной и полной информации, позволяющей оценить рискованность инвестиций. Однако, по мнению экспертов полноты информации не всегда достаточно. Кроме того, чтобы понять, что компания-эмитент совершает мошеннические действия или преступает закон, у инвестора должны быть инструменты, позволяющие эти действия приостановить. Такими инструментами в неформальных инвестициях являются детальные и проработанные инвестиционные контракты. Создание и согласование основы для них должно осуществляться не регулирующими органами, а самими краудинвестиционными платформами¹⁵⁸.

¹⁵⁸ Hornuf Crowdfunding – Angel Investing for the Masses? [Электронный ресурс] <http://ssrn.com/abstract=2401515>. (дата обращения: 02.09.2013)

Краткосрочным последствием текущей краудинвестинг либерализации станет резкий рост доступного капитала для стартапов и популярности американской юрисдикции для регистрации стартапа, поскольку краудфандинговые порталы в любой конфигурации федерального и штатного регулирования будут ограничены только работой с американскими юридическими лицами, и отмена этого требования в обозримом будущем невозможна. Среди стран Европы ожидается, что аналогичные реформы в течение ближайших 3–4 лет будут завершены в Великобритании, где краудфандинг будет либерализован и урегулирован окончательно. После этого европейские стартапы станут предпочитать британскую юрисдикцию для регистрации.

По мнению представителей Аналитического центра при Правительстве Российской Федерации, к 2020 году объем денежных средств, инвестируемых квалифицированными инвесторами-физическими лицами в стартапы через механизмы краудфандинга в США и Великобритании, превзойдет текущие объемы прямых инвестиций в стартапы через механизмы ангельского инвестирования в 4–6 раз¹⁵⁹. Практически весь объем новых денег поступит от инвесторов, которые в настоящий момент не инвестируют в стартапы из-за отсутствия удобного для них механизма инвестирования и доступа к информации о стартапах. Среднее время, необходимое стартапу для привлечения инвестиций до 500 тыс. долл., сократится до 21 дня с момента начала размещения.

Краудфандинг как инструмент финансирования радикально изменит ситуацию на всем рынке прямых и венчурных инвестиций, а именно постепенное нивелирование, а в дальнейшем и исчезновение фондов как посредников между инвесторами, предоставляющими капитал для инвестиций в неторгуемые ценные бумаги в процессе прямого и венчурного инвестирования и эмитентами ценных бумаг. Пока же фонды прямых инвестиций и венчурные фонды являются безальтернативным каналом для компаний, не имею-

¹⁵⁹ Четыре мобильности: вызовы России в 2015–2030. С. 38 [Электронный ресурс]. URL: <http://ac.gov.ru/files/publication/a/1711.pdf> (дата обращения: 04.03.2015).

щих доступа к рынку публичных ценных бумаг. Таким образом, краудфандинг подрывает монополию венчурных фондов на капитал, одновременно значительно увеличивая прозрачность рынка. По мнению российских аналитиков, «распространение краудфандинга достаточно быстро приведет к появлению производных финансовых инструментов, например, индексных фондов, правомерно инвестирующих во все без исключения стартапы, отвечающие определенным минимальным критериям»¹⁶⁰. Такие инструменты могут оказаться для крупных инвесторов венчурных фондов интереснее, чем управляемые инвестиции в те же стартапы, не в последнюю очередь вследствие того, что вознаграждение индексных фондов на порядок меньше, чем принятые в венчурной индустрии система платы за управление (2% от суммы активов под управлением) и вознаграждение за успех (20% от прироста инвестированного капитала)¹⁶¹. По оценкам, только 10–25% венчурных фирм, которые в настоящее время действуют в индустрии, могут значительно ускорять развитие стартапов, с которыми они работают¹⁶². Капитал, который не будет направлен институциональными инвесторами в венчурные фонды, перераспределится в краудфандинговые порталы и производные от них инструменты, то есть будет инвестироваться напрямую без посредников.

Краудфандинг разрушает то, что в России еще не создано, поскольку ни собственная венчурная индустрия, ни экономика стартапов еще не сформировались до того этапа, на котором формы привлечения капитала прозрачны, отработаны и отлились в общепринятые правовые формы. Более того, в настоящее время большая часть инвестиционных ресурсов поступает в стартапы через механизмы, так или иначе завязанные на государство. Частных денег, поступающих на рынок от институциональных инвесторов и физических лиц, немного, и большая часть венчурных фондов работают скорее как

¹⁶⁰ Четыре мобильности: вызовы России в 2015–2030. С. 39 [Электронный ресурс]. URL: <http://ac.gov.ru/files/publication/a/1711.pdf> (дата обращения: 04.03.2015).

¹⁶¹ Четыре мобильности: вызовы России в 2015–2030. С. 39 [Электронный ресурс]. URL: <http://ac.gov.ru/files/publication/a/1711.pdf> (дата обращения: 04.03.2015).

¹⁶² Четыре мобильности: вызовы России в 2015–2030. С. 40 [Электронный ресурс]. URL: <http://ac.gov.ru/files/publication/a/1711.pdf> (дата обращения: 04.03.2015).

семейные офисы, чем как профессиональные финансовые институты. Краудфандинг не может разрушить эту среду, поскольку она находится еще на том же уровне, где США и Великобритания находились в 1940–1950-х годах¹⁶³.

При этом для России развитие краудфандинга очевидно повлияет на функционирование (или даже их реорганизацию), прежде всего, институтов развития. Причиной этого станет получение более быстрых денег для стартапов без дополнительных условий, а в силу роста общей информационной прозрачности и финансовой грамотности молодых предпринимателей нивелируется их роль по обмену информацией (причем такая тенденция в России уже обозначилась).

С точки зрения российского законодательства, реализовать работу с прямым соинвестированием, т.е. по сути активизировать инструментарий краудфандинга в компании на ранней стадии развития, был призван №335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе». Основная его задача была в том, чтобы создать и отрегулировать более простую форму взаимоотношений частных инвесторов, чем существовавшую на тот момент. Данный закон вводит ограничение на количество участников – не более 50 и предусматривает обязательную роль «управляющий товарищ». В следствие таких ограничений он стал непригоден для реализации на его базе краудфандинговых проектов и платформ.

Обобщая американский и европейский опыт формирования законодательного базиса для развития краудфандинга и краудинвестинга, сформулированы сформулированы две группы организационных мер, которые формируют базовые условия функционирования акционерного краудфандинга (таблица 8).

¹⁶³ Четыре мобильности: вызовы России в 2015–2030. С. 41 [Электронный ресурс]. URL: <http://ac.gov.ru/files/publication/a/1711.pdf> (дата обращения: 04.03.2015).

**Организационные меры для функционирования
акционерного краудфандинга в России**

Организационные меры	Цель	Предложения	Характеристика
1) Введение в гражданско-правовой оборот специфической терминологии	Разделение деятельности на рынке ценных бумаг и акционерного краудфандинга	1. Определение акционерного краудфандинга	Акционерный краудфандинг – инструмент коллективного финансирования на финансовом портале венчурных бизнес-проектов (коммерческих, производственно-технологических, научных) на ранних стадиях (в отдельных случаях и для проектов более поздних стадий и потребительских секторов), позволяющий инвесторам получать часть прибыли или долю в бизнесе.
		2. Участники акционерного краудфандинга:	Эмитенты, Инвесторы, Финансовый портал
		– <i>Эмитенты</i> (инициаторы) акционерного краудфандинга	Перспективные развивающиеся компании Инновационный стартап
		– <i>Инвесторы</i> акционерного краудфандинга	Профессиональные инвесторы Непрофессиональные инвесторы
		– <i>Финансовый портал</i>	Интернет-платформа как кумулятивный посредник между эмитентом и инвесторов
4. Контроль деятельности участников со стороны финансового регулятора путем установления финансовых ограничений	Охрана интересов участников и минимизация рисков мошенничества	– В отношении <i>эмитентов</i> акционерного краудфандинга	Объем финансирования - до 40 млн. руб. в год; Информационная открытость, предоставление финансовой отчетности; Условия финансирования проекта (общая сумма и срок сбора средств; цена акции; выбранный метод ценообразования); Подконтрольность и подотчетность (годовые отчеты).
		– В отношении <i>инвесторов</i> акционерного краудфандинга	Тест на финансовую грамотность; Размер инвестиции – не более определенной суммы (1 млн. руб.) для непрофессиональных инвесторов и 15 % от годового дохода для профессиональных инвесторов; Запрет на передачу ценных бумаг (акций) в течение 1 года третьему лицу.

		– В отношении <i>финансового портала</i>	Независимость; Открытость деятельности (предоставление в регулирующий орган информации) или регистрация; Лимит единовременных индивидуальных инвесторов (не более 2000).
--	--	---	--

Источник: составлено автором.

Очевидна глобальная необходимость законодательного и финансового регулирования – краудфандинга в целом, и в частности, краудинвестинга, как нового финансового инструмента, демократизирующего доступ к капиталу, осуществляет финансирование стартапов и малых предприятий и, как следствие, создание новых рабочих мест и повышение конкурентоспособности экономики страны.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Достижение поставленной цели диссертационного исследования – теоретическое обоснование особенностей и новых инструментов финансирования инноваций в российской экономике, таких как краудфандинг, а также разработка направлений их развития – подтверждают следующие выводы и результаты исследования.

Во-первых, проведенный анализ финансового состояния инновационной среды России в период с 2000 по 2013 годы и рынка краудфандинга позволил сформулировать финансовые особенности развития российской модели финансирования инноваций, обосновывающие необходимость и приоритетность развития инструментария финансирования на ранних стадиях инновационного цикла.

Во-вторых, определено место непрофессиональных физических лиц в составе частных источников и краудфандинга как инструмента финансирования инноваций. В связи с острой нехваткой финансирования инвестиционных потребностей малых и средних инновационных компаний России назрела проблема формирования и использования альтернативных инструментов финансирования бизнеса на ранних стадиях развития путем привлечения непрофессиональных инвесторов, а именно краудфандинга.

Исследование деятельности российских финансовых институтов развития позволило систематизировать способы их участия в финансовой поддержке инновационных проектов на определенной стадии инновационного цикла. Кроме того, сформулированы специфические черты сложившейся в России системы финансовых институтов развития инноваций и сделан вывод о недостаточном финансировании на ранних стадиях.

В-третьих, дано теоретическое обоснование краудфандингу как инструмента финансирования инноваций. На основе исторического исследования и анализа данного явления в экономике, раскрыто экономическое содержание

краудфандинга, охарактеризованы три категории участников краудфандинга (эмитент, финансовый портал как кумулятивный посредник и инвесторы). На основе анализа деятельности существующих в мире краудфандинговых платформ систематизированы две модели (неденежная и денежная) с выделением внутренней типологии.

Особое значение для развития высокотехнологичных и инновационных стартапов имеет акционерный краудфандинг или краудинвестинг, позволяющий инвесторам получать часть прибыли или долю в бизнесе. Охарактеризованы отличительные черты и цели данного финансового инструмента; факторы, стимулирующие его развитие; а также этапы реализации. Анализ статистической информации доказывает перспективность и важность исследуемого инструмента финансирования инноваций. Систематизированы преимущества и недостатки краудинвестинга, как для инвесторов, так и для рынка в целом; а также выявлены потенциальные возможности использования краудинвестинга для финансирования инновационных идей.

В-четвертых, с позиции поведенческих финансов исследованы особенности финансового поведения краудинвесторов с применением разработанной методики на основе анализа влияния двух групп факторов (поведенческих предубеждений и мотивирующих факторов).

В-пятых, с целью активизации в России инновационного инвестирования и развития малого предпринимательства в приоритетных отраслях, обеспечивающих конкурентоспособность страны на основе обобщения мирового опыта формирования законодательного базиса для развития краудфандинга и краудинвестинга сформулированы организационные меры для функционирования данного финансового инструмента, которые могут быть использованы в российском законодательстве и деятельности финансового мегарегулятора: введение в гражданско-правовой оборот специальной терминологии; установление контроля деятельности участников путем финансовых ограничений.

Указанные результаты развивают теоретические основы механизма финансирования инновационной деятельности в современной России, дополняющие традиционные финансовые инструменты краудфандингом.

Практические рекомендации развивают и дополняют современные направления совершенствования законодательства об инновационной деятельности, позволяют повысить эффективность российской финансовой политики путем формирования механизма финансирования инновационного развития. Кроме того, разработанные в диссертации положения могут найти применение в учебном процессе.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Нормативно-правовые документы

1. О науке и государственной научно-технической политике. Федеральный закон от 23.08.1996 г. № 127-ФЗ // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»
2. О Российской корпорации нанотехнологий. Федеральный закон от 19 июля 2007 г. № 139-ФЗ. // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»
3. О Государственной корпорации «Ростехнологии». Федеральный закон от 23 ноября 2007 г. № 270-ФЗ // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»
4. О федеральном бюджете на 2013 год и на плановый период 2014 и 2015 годов (03 декабря 2012 г.). Федеральный закон от 03.12.2012 № 216-ФЗ (ред. от 02.12.2013) // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»
5. О федеральном бюджете на 2014 год и на плановый период 2015 и 2016 годов (02 декабря 2013 г.). Федеральный закон от 02.12.2013 №349-ФЗ (ред. от 26.12.2014) // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»
6. О банке развития. Федеральный закон №82 ФЗ, принят 17 мая 2007 года. // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»
7. Об инновационном центре «Сколково». Федеральный закон от от 28.09.2010 года № ФЗ-244 // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»
8. О Фонде содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере. Постановление Правительства РФ от 3 февраля 1994 г. № 65. // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»
9. О Российском гуманитарном научном фонд. Постановление Правительства РФ от 8 сентября 1994 г. № 1023. // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»
10. О Федеральном фонде производственных инноваций. Постановление Правительства РФ от 26 августа 1995 г. № 827// Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»
11. О создании открытого акционерного общества «Российский инвестиционный фонд информационно-коммуникационных технологий». Постановление Правительства РФ от 9 августа 2006 г. № 476. // Справочно-

правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

12. Постановление Правительства РСФСР от 24 декабря 1991 г. // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

13. Постановление Правительства Российской Федерации от 3 февраля 1994 г. № 65. // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

14. Постановление Правительства Российской Федерации от 9 августа 2006 года № 476 // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

15. Постановление Правительства Российской Федерации от 17 марта 2010 года № 147. // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

16. Об утверждении положения о государственной инновационной программе и типового положения о дирекции государственной инновационной программы. Постановление Совмина РСФСР от 27 марта 1991 г. № 171 (ред. От 13.04.1993) // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

17. О Концепции инновационной политики Российской Федерации на 1998-2000 годы. Постановление Правительства Российской Федерации от 24 июля 1998 г. № 832 // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

18. Сводный план мероприятий по реализации основных положений послания Президента Российской Федерации Федеральному Собранию Российской Федерации 2006 года. Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 7 июня 2006 года № 838-р // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

19. Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским организациям на компенсацию части затрат на проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ по приоритетным направлениям гражданской промышленности в рамках реализации такими организациями комплексных инвестиционных проектов в рамках подпрограммы «Обеспечение реализации государственной программы» Государственной программы Российской Федерации «Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности. Постановление Правительства РФ от 30 декабря 2013 г. № 1312. Вступило в силу с 17 января 2014 года. // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

20. План мероприятий («дорожная карта») «Развитие биотехнологий и генной инженерии». Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 18 июля 2013 г. № 1247-р [Электронный ресурс]. URL: http://cdnimg.rg.ru/pril/83/76/16/1247_plan.pdf (дата обращения: 02.08.2014)

21. План мероприятий («дорожная карта») «Развитие отрасли информационных технологий» Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 20 июля 2013 г. № 1268-р [Электронный ресурс]. URL: http://cdnimg.rg.ru/pril/83/76/45/1268_plan.pdf (дата обращения: 02.08.2014)

22. План мероприятий («дорожная карта») в области инжиниринга и промышленного дизайна Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 23 июля 2013 г. № 1300-р [Электронный ресурс]. URL: http://cdnimg.rg.ru/pril/83/92/46/1300_plan.pdf (дата обращения: 02.08.2014)

23. План мероприятий («дорожная карта») «Развитие оптоэлектронных технологий (фотоники)». Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 24 июля 2013 г. № 1305-р [Электронный ресурс]. URL: http://cdnimg.rg.ru/pril/83/98/79/1305_plan.pdf (дата обращения: 02.08.2014)

24. План мероприятий («дорожная карта») «Развитие отрасли производства композитных материалов» Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 24 июля 2013 г. № 1307-р [Электронный ресурс]. URL: http://cdnimg.rg.ru/pril/83/98/76/1307_plan.pdf (дата обращения: 02.08.2014)

25. О создании федерального государственного автономного учреждения «Российский фонд технологического развития» путем изменения типа существующего федерального государственного учреждения «Российский фонд технологического развития». Распоряжение Правительства Российской Федерации от 13 апреля 2010 года № 544-р // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

26. Об инновационной деятельности в г. Москве. Закон г. Москвы от 7 июля 2004 г. № 45; О научной, научно-технической и инновационной деятельности на территории Московской области. Закон Московской области от 13 мая 2006 г. № 9/178-П // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

27. Основные направления политики Российской Федерации в области развития инновационной системы на период до 2010 года (утв. Правительством РФ от 5 августа 2005 г. N 2473п-П7) // Информационно-правовой портал «Гарант»: [Электронный ресурс]. /Компания «Гарант»

28. Приказ Министерства науки, высшей школы и технической политики Российской Федерации № 60 от 26 февраля 1992 г. № 212 // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»

29. Основные направления бюджетной политики на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов [Электронный ресурс]. URL: http://www.minfin.ru/common/upload/library/2014/07/main/ONBP_2015-2017.pdf (дата обращения: 13.08.2014)

30. Акимов А.В., Шилиев Д.А. Перспективы развития краудфандинга в России по зарубежному опыту [Текст] / А.В. Акимов, Д.А. Шилиев // Экономика и управление в машиностроении. – 2014. – № 6. – С. 58-59.
31. Аракелян А.Г. Обзор тенденций формирования венчурных систем финансирования инноваций в мире и России [Текст] / А.Г. Аракелян // Вестник Финансового университета. – 2014. – № 4 (82). – С. 90-97.
32. Атанов Н.И., Антипин Д.А. Анализ финансовых аспектов инновационного процесса в Российской Федерации [Текст] / Н.И. Атанов, Д.А. Антипин // Вестник Иркутского государственного технического университета. – 2013. – № 12 (83). – С. 281-287
33. Балякин А., Жулего В. Модернизация России и высокотехнологичные кластеры в сфере нанотехнологий [Текст] / А. Балякин, В. Жулего // Вопросы экономики. – 2012. – № 7. – С. 78.
34. Бородин А.И., Киселева Н.Н., Шаш Н.Н. Дирижистские «ловушки» реализации федеральных целевых программ и институты развития [Текст] / А.И. Бородин, Н.Н. Киселева, Н.Н. Шаш // Финансовый журнал. – 2012. – № 2. – С. 5-16
35. Быкова О.Н., Профатилов Д.А. Инструменты реализации инновационных проектов [Текст] / О.Н. Быкова, Д.А. Профатилов // Проблемы современной экономики. – 2014. – № 3 (51). – С. 38-41.
36. Валентей С.Д. Экономика инноваций и проблемы ее формирования [Текст] / С.Д. Валентей // Наука и практика. – 2012. – № 1 (7). – С. 51-58.
37. Верхотурова Т.А. Развитие финансовых институтов инновационной инфраструктуры России [Текст] / Т.А. Верхотурова // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. – 2010. – № 3. – С. 75-77.
38. Волкова Т.И., Кузнецова М.Н. Институциональные критерии оценки реализации потенциала интеллектуальных продуктов в системе венчурного финансирования [Текст] / Т.И. Волкова, М.Н. Кузнецова // Экономика региона. – 2012. – № 3. – С. 116-125
39. Воробьева О.И., Миньков С.Л. Краудфандинг: интернет-сервис народного финансирования [Текст] // Современные наукоемкие технологии. – 2014. – № 5-2. – С. 66-68.
40. Глазьев С. Ю., Локозов В. В. Оценка предельно критических значений показателей состояния российского общества и их использование в управлении социально-экономическим развитием [Текст] / С. Ю. Глазьев, В. В. Локозов // Вестник Российской академии наук. – 2012. – Т. 82. – № 7. – С. 587-604.
41. Гончаров А.В. Финансирование инновационной деятельности [Текст] / А.В. Гончаров // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. – 2014. – № 12-1. – С. 144-147.
42. Гончарова М.А., Поповичева Н.Е. Краудфандинг как инновацион-

ный финансовый инструмент реализации стратегии устойчивого социально-экономического развития региона [Текст] / М.А. Гончарова, Н.Е. Поповичева //Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2014. – № 47 (284). – С. 21-28.

43. Горлов В.В. Венчурное финансирование инвестиционных проектов и особенности его развития в России [Текст] / В.В. Горлов //Налоговое планирование. – 2011. – №2

44. Гринберг Р.С., Журавин С.Г., Немцев В.Н. Новая парадигма научных исследований в условиях реализации инновационной стратегии //Вестник Магнитогорского государственного технического университета им. Г.И. Носова. 2014.№ 1 (45). С. 147-151.

45. Гринкевич А.М. Налоговое стимулирование инновационной деятельности: сравнительный анализ российского и зарубежного законодательства [Текст] / А.М. Гринкевич //Вестник Томского государственного университета. – 2012. – № 2(18). – С. 81-86

46. Гусева Д.Е., Малыхин Н.И. Краудфандинг: сущность, преимущества и риски [Текст] / Д.Е. Гусева, Н.И. Малыхин //Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия: Экономика и право. – 2014. – № 9-10. – С. 30-34.

47. Дмитрик Е.Г., Васильева И.Н. Направления совершенствования методов оценки эффективности государственной инновационной политики [Текст] / Е.Г. Дмитрик, И.Н. Васильева //Экономический анализ: теория и практика. – 2014. –№ 45 (396). – С. 44-49.

48. Дробышевская Л.Н., Аретова Е.В. Институциональное взаимодействие государства и бизнеса в инновационной сфере италии [Текст] / Л.Н. Дробышевская, Е.В. Аретова // Наука и образование: хозяйство и экономика; предпринимательство; право и управление. – 2014. – № 4 (47). – С. 31-36.

49. Душина М.О. Методы сетевой коммуникации в дигитальном обществе: бенчмаркинг, краудсорсинг, краудфандинг [Текст] // Социология науки и технологий. – 2014. – Т. 5. № 1. – С. 105-114.

50. Ермакова Е.А. Налоговая нагрузка в отраслях российской экономики: методика и анализ [Текст] / Е.А. Ермакова //Налоги и финансовое право. – 2013. – № 8. – С.194-200.

51. Ермасов С.В. Закономерности бизнес-ангельского финансирования инноваций [Текст] / С.В. Ермасов // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия: Экономика. Управление. Право. – 2008. – Т. 8. № 1. – С. 34-41.

52. Зиновьева Е.С., Балышев А.В. Государственная политика содействия инновационному малому бизнесу в США: уроки для России [Текст] / Е.С. Зиновьева, А.В. Балышев //Вестник МГИМО Университета. – 2014. – № 1. – С. 164-171.

53. Ивантер В. В., Комков Н. И. Основные положения концепции инновационной индустриализации России [Текст] / В. В. Ивантер, Н. И. Комков // Проблемы прогнозирования. 2012. №5. С. 3-12

54. Ивлев А.Ф., Засенко В.Е., Тушева С.В., Елисеева Ю.А. Исследова-

ние и моделирование процессов повышения инновационной активности предприятий // Вестник Российской академии естественных наук. 2014. Т. 18. № 4. С. 59-61.

55. Иншаков М.О., Орлова А.А. Инновационные стартапы в России: проблемы создания и маркетингового продвижения [Текст] / М.О. Иншаков, Орлова А.А. // Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 3: Экономика. Экология. – 2014. – № 1. – С. 66-76.

56. Иншакова А.О., Рыженков А.Я. Правовая политика инновационного развития волгоградского региона: поддержка опосредованных субъектов инфраструктуры [Текст] / Иншакова А.О., Рыженков А.Я. // Вопросы правоведения. – 2014. – № 5 (27). – С. 149-169.

57. Ишина И.В. О проблемах финансирования инноваций в России. // Новое слово в науке и практике: гипотезы и апробация результатов исследований. 2014. №13. С.171 – 174

58. Калинина М.С. Развитие краудфандинга как инструмента поддержки социально-предпринимательских проектов [Текст] / М.С. Калинина // Вестник Московской государственной академии делового администрирования. Серия: Экономика. – 2013. – № 3 (24). – С. 104-110.

59. Карпенко О.А. Роль государства в финансировании инновационной деятельности [Текст] / О.А. Карпенко // Фундаментальные и прикладные исследования в современном мире. – 2014. Т. 2. № 5. – С. 9-13.

60. Квон Г.М., Цыганкова Ю.А., Валиахметов И.Р. Экономический механизм реализации государственной инновационной политики в России [Текст] Г.М. Квон, Ю.А. Цыганкова, И.Р. Валиахметов // Вестник ТИСБИ. – 2014. – № 1 (57). – С. 129-141.

61. Киреева Е.Ф. Финансирование инновационной деятельности и применение налоговых льгот: современное состояние в Республике Беларусь [Текст] / Е.Ф. Киреева // Вопросы современной экономики. – 2014. – № 1 (5). – С. 29-40.

62. Кичкильдеева Л., Васильцева Е. Деньги vs. Инновации: новое в инвестиционном и патентном законодательстве США [Текст] / Л. Кичкильдеева, Е. Васильцева // Слияния и поглощения. – 2013. – №3 (121). – С. 22-27.

63. Климко В.И. Особенности коллективного финансирования инновационных проектов [Текст] / В.И. Климко // Интеллект. Инновации. Инвестиции. – 2013. – № 3. – С. 35-38.

64. Клиновенко Л.Р., Денисов П.В. Институциональная среда венчурного капитала: опыт Китая в российской экономике [Текст] / Л.Р. Клиновенко, П.В. Денисов // Экономические науки. – 2014. – № 116. – С. 131-134.

65. Ковалёв А.В. Анализ краудфандинга как инвестиционной модели. Региональный аспект [Текст] / А.В. Ковалёв // Экономика и предпринимательство. – 2013. – № 124. – С. 287-289.

66. Котенко Д.А. Краудфандинг инновационный инструмент инвестирования [Текст] / Д.А. Котенко // Закон. – 2014. – № 5. – С. 140-145.

67. Котляров И. Д. Экосистема: новые способы взаимодействия компа-

нии с работниками, клиентами и широкой публикой [Текст] / И.Д. Котляров // Вестник Новосибирского государственного университета экономики и управления. – 2013. – № 4. – С. 54-68.

68. Кохно П. Модели финансирования инновационных проектов [Текст] / П. Кохно // Проблемы теории и практики управления. – 2014. – № 1. – С. 87-94.

69. Кочиева А.К. Краудфандинг как современная форма привлечения финансовых ресурсов [Текст] // Экономика: теория и практика. – 2014. – № 1. – С. 32-37.

70. Кубасов К.А. Развитие инновационных методов инвестирования частного капитала и возможности их применения [Текст] / К.А. Кубасов // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. – 2012. – № 12. – С. 182-186.

71. Кузык Б. Инновационное развитие России: сценарный подход [Текст] / Б. Кузык // Экономические стратегии. – 2009. – № 1. – С. 56-67

72. Курманова Л.Р. Современные проблемы инновационного развития [Текст] / Л.Р. Курманова // Инновационное развитие экономики. – 2014. – № 1 (18). – С. 60-63.

73. Ларионов Н.А. Развитие новых моделей венчурного финансирования [Текст] / Н.А. Ларионов // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2013. – №5 (49). – С.129-133.

74. Ларионов Н.А. Российская модель венчурного финансирования: состояние и пути развития [Текст] / Н.А. Ларионов // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2014. – №2 (51). – С.91-96.

75. Ларионов Н.А. Венчурное финансирование в России: состояние, проблемы и приоритеты развития [Текст] / Н.А. Ларионов // Наука и общество. – 2013. – № 6 (15). – С. 21-27 .

76. Ларионов Н.А. Возможности венчурного бизнеса в России в рамках ВТО [Текст] / Е.А. Ермакова, Н.А. Ларионов // Факторы успеха. - 2013. - № 1. - С. 71-74.

77. Ларионов Н.А. Налоговые кредиты в системе стимулирования инновационной активности [Текст] / Е.А. Ермакова, Н.А. Ларионов // Управленец. - 2015. - № 2. – С. 4-10.

78. Ларионов Н.А. Особенности финансового поведения инвесторов в краудфандинговой модели финансирования инноваций [Текст] / Н.А. Ларионов // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. - 2015. - № 2. – С. 91-96.

79. Ларионов Н.А. Российские особенности налогового регулирования венчурного бизнеса [Текст] / Н.А. Ларионов // Управління розвитком (Управление развитием). – 2013. - № 7. – С. 121-123.

80. Ларионов Н.А. Система налогового стимулирования венчурного бизнеса в России: состояние и перспективы [Текст] / Н.А. Ларионов // Культура народов Причерноморья – 2013. - № 260. – С. 254-257.

81. Ласкина Л.Ю., Погостинская Н.Н., Власова М.С. Сравнительная характеристика инновационных форм финансирования бизнеса [Текст] / Л.Ю. Ласкина, Н.Н. Погостинская, М.С. Власова // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент. – 2014. – № 3. – С. 267-278.

82. Леонтьев В., Баранова А.Ю. Методология финансирования инноваций [Текст] / В. Леонтьев, А.Ю. Баранова // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2013. – № 5 (83). – С. 49-56.

83. Литвинова А.В., Парфенова М.В. Формы стимулирования инновационной деятельности и принципы их реализации // Друкеровский вестник. 2015. – № 1. – С. 53-63

84. Мальцева А.А. Финансирование инновационного развития с участием государства: мировой опыт [Текст] / А.А. Мальцева // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. – 2013. – № 3 (17). – С. 63-72.

85. Морковина С.С., Степанова Ю.Н., Сухова В.Е. Инновационные механизмы взаимодействия стартапов и инвесторов в интернет-пространстве [Текст] / С.С. Морковина, Ю.Н. Степанова, В.Е. Сухова // Социально-экономические явления и процессы. – 2014. – Т. 9. № 12. – С. 168-173.

86. Московкин В.М., Крымский И.А. Российская интерактивная инновационная платформа [Текст] / В.М. Московкин, И.А. Крымский // Инновации. – 2008. – № 3. – С. 49-52.

87. Непесов Д.А. Финансирование инноваций. Ключевые проблемы и пути их устранения [Текст] / Д.А. Непесов // Креативная экономика. – 2013. – № 4 (76). – С. 74-83.

88. Никконен А.И. Венчурный капитал – трамплин для бизнеса [Текст] / А.И. Никконен // ЭКО. – 2012. – № 5

89. Никонова Я.И. Мировой опыт финансирования государственной инновационной стратегии [Текст] / Я.И. Никонова // Вестник Томского государственного университета. – 2013. – № 373. – С. 151-157.

90. Новиков В.В., Сазонов С.П. Опыт стимулирования промышленности в Волгоградской области посредством регулируемых налогов [Текст] / В.В. Новиков, С.П. Сазонов // Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 3: Экономика. Экология. – 2014. – № 2. – С. 74 (70-76).

91. Пестова А.А., Солнцев О.Г. Финансирование инноваций: в поисках российской модели [Текст] / А.А. Пестова, О.Г. Солнцев // Банковское дело. – 2009. – № 1. – С. 48-52

92. Петрушенко Ю.Н., Дудкин А.В. Краудфандинг как инновационный инструмент финансирования проектов социально-экономического развития [Текст] // Маркетинг и менеджмент инноваций. – 2014. – № 1. – С. 172-182.

93. Прохорова И.С. Финансовые аспекты проблем развития инновационной деятельности в России [Текст] / И.С. Прохорова // Вестник Университета (Государственный университет управления). – 2014. – № 14. – С. 73-79.

94. Ратнер С.В., Нестеренко Е.А. Развитие венчурного инвестирования в России: проблемы и перспективы [Текст] / С.В. Ратнер, Е.А. Нестеренко

//Финансы и кредит. – 2012. – № 18 (498). – С. 18-24.

95. Родионов И.И., Дмитриев Н.Н. Модели формирования института венчурных инвестиций [Текст] / И.И. Родионов, Н.Н. Дмитриев //Корпоративные финансы. – 2008. – № 2 (6). – С. 56–80.

96. Сапрыка В.А. Краудсорсинг и краудфандинг в условиях приграничного региона [Текст] / В.А. Сапрыка // Современные проблемы науки и образования. – 2014. – № 3. – С. 781.

97. Симачев Ю., Кузык М. Совершенствование системы финансовых институтов развития как важнейшего элемента национальной инновационной системы: проблемы, уроки и риски [Текст] / Ю. Симачев, М.Кузык // Экономическое развитие России. – 2010. – №11. – С. 32 - 44.

98. Симачев Ю., Кузык М., Иванов Д. Российские финансовые институты развития: верной дорогой? [Текст] / Ю. Симачев, М.Кузык, Д.Иванов //Вопросы экономики. – 2012. – № 7. – С. 4-29

99. Солнцев О., Хромов М., Волков Р. Институты развития: анализ и оценка мирового опыта [Текст] / О.Солнцев, М.Хромов, Р. Волков // Проблемы прогнозирования. – 2009. – №2. – С. 3 - 29.

100. Сорокоумов А.М. Системы венчурного инвестирования в инновации в современной России: состояние и проблемы [Текст] / А.М.Сорокоумов //Экономика и предпринимательство. – 2014. – № 4-2. – С. 37-46.

101. Старикова Ю.А. Проблемы финансирования инновационных разработок на посевной стадии и пути их решения [Текст] / Ю.А. Старикова //Ученые записки Санкт-Петербургского университета управления и экономики. – 2013. – № 1 (41). – С. 52-55.

102. Тегин В.А., Усманов Б.Ф. Конкурентные перспективы краудтехнологий [Текст] / В.А.Тегин, Б.Ф. Усманов //Мир транспорта. – 2013. – № 4 (48). – С. 96-101.

103. Тегин В.А., Усманов Б.Ф. Краудфандинг как стратегия инвестирования в инновации [Текст] / В.А. Тегин, Б.Ф. Усманов //Мир транспорта. – 2014. – № 4 (53). – С. 98-106.

104. Тер-Григорьянц А.А., Соловьева И.В. Теоретические подходы к оценке эффективности бюджетного финансирования инноваций [Текст] / А.А.Тер-Григорьянц, И.В. Соловьева // Мир науки, культуры, образования. – 2013. – № 1 (38). – С. 314-318.

105. Тихонова О.П. Финансовое обеспечение инновационного развития экономики и роль государства в этом процессе [Текст] / О.П.Тихонова //Экономика и предпринимательство. – 2014. – № 4-1. – С. 88-91.

106. Туишев Ш.М., Низамова А.Ш. Роль венчурного капитала в инновационном бизнесе [Текст] / Ш.М. Туишев, А.Ш. Низамова //Известия Казанского государственного архитектурно-строительного университета. – 2013. – № 4 (26). – С. 326-330.

107. Фомин И.В. О государственной инициативе в вопросах развития венчурного финансирования [Текст] / И.В. Фомин //Финансы. – 2011. – №3

108. Фрумина С.В., Журавлева Т.А. Зарубежный опыт финансирования научных исследований и разработок [Текст] / С.В.Фрумина, Т.А.Журавлева

//Налоги и налогообложение. – 2014. – № 8. – С. 758-765.

109. Хайрутдинова Е.Р., Глухова Е.В. Краудфандинг и краудсорсинг как инструменты привлечения средств для реализации проектов [Текст] //Агропродовольственная политика России. – 2013. – № 12 (24). – С. 68-70.

110. Цветкова Е.С., Ганеева В.М. Краудфандинг как инструмент инвестирования [Текст] / Е.С. Цветкова, В.М. Ганеева //Экономика и управление в XXI веке: тенденции развития. – 2014. – № 192. – С. 83-88.

111. Церенова К.Н. Налоговое стимулирование финансирования инноваций [Текст] / К.Н. Церенова //Налоги и налогообложение. – 2011. – № 12. – С. 69-76.

112. Чугреев, В.Л. Создание краудсорсинг-проекта для публикации и обсуждения предложений по социально-экономическому развитию региона [Текст] / В.Л. Чугреев // Проблемы развития территории. – 2012. – № 62. – С. 157-164.

113. Шадрин В.В. Мониторинг инвестиций в инновационные проекты малого и среднего бизнеса [Текст] / В.В. Шадрин //Экономика. Бизнес. Банки. – 2013. – № 1. – С. 78-83.

114. Шишкина А.В. Источники и формы финансирования инновационных процессов [Текст] / А.В. Шишкина //Современные тенденции в экономике и управлении: новый взгляд. – 2013. – № 19. – С. 88-95.

115. Юрзинова И.Л., Бабакина В.В., Голушко Е.П. Государственная поддержка финансирования инноваций [Текст] / И.Л. Юрзинова, В.В. Бабакина, Е.П. Голушко //Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия: Экономика и право. – 2013. – № 5-6. – С. 50-54.

116. Яковец Ю. Векторы развития российской социально-экономической системы [Текст] / Ю. Яковец //Вестник Института экономики РАН. 2014. № 1. С. 189-192.

117. Яковец Ю. Инновационное инвестирование [Текст] / Ю. Яковец //Экономист. – 2009. – № 1. – С. 45.

118. Яковец Ю. Россия должна стать лидером новой великой научной революции [Текст] / Ю. Яковец //МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). – 2010. – № 2. – С. 11-14.

119. Яковлев А., Гончар К. Об использовании в России опыта новых индустриальных стран в формировании «институтов развития» и стимулировании инновационного экономического роста [Текст] / А.Яковлев, К. Гончар //Вопросы экономики. – 2004. – № 10. – С. 32 - 54.

Книги, монографии, учебные пособия, словари

120. Бардиан А.Б., Ратнер С.В. Краудфандинг как форма венчурного инвестирования в условиях инновационной экономики [Текст] : Современный экономический рост: теория и моделирование: материалы Двенадцатых Друкеровских чтений. /Под редакцией Р.М. Нижегородцева. – Москва, 2012. С. 256-263.

121. Баумоль В. Микротеория инновационного предпринимательства» Пер. с англ. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2013. – 432 с.
122. Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество: Опыт социального прогнозирования. [Текст] / Д. Белл – Academia, 1999. – 949 с.
123. Валента Ф. Управление инновациями. [Текст] / Ф.Валента. – М.: Прогресс, 1985. 137 с.
124. Васильев С.В. Правовые средства налогового стимулирования инновационной деятельности. [Текст] / С.В. Васильев. – М.: Торгово-промышленная палата Российской Федерации, 2008. – 120 с.
125. Власова М.С., Ласкина Л.Ю. Краудфандинг как современный способ финансирования бизнеса. [Текст]: Новината за напреднали Наука: Материалы 9-й международной научно-практической конференции (17 – 25 мая 2013). Том 3. Икономики. София: «БялГРАД-Б» ООД, 2013. – 104 с.
126. Войтов И.В., Анищик В.М., Гришанович А.П., Толочко Н.К. Инновационная деятельность и венчурный бизнес [Текст]: научно-методическое пособие. Минск: ГУ «БелИСА», 2011. – 188 с.
127. Вылкова Е.С., Красавин В.И. Формирование налоговых льгот в субъектах Российской Федерации (на примере СЗФО) [Текст]: научное издание / Вылкова Е.С., Красавин В.И. – СПб.: Центр подготовки персонала Федеральной налоговой службы, г. Санкт-Петербург, 2011. – 272 с.
128. Глазьев С.Ю., Ивантер В.В., Макаров В.Л., Некипелов А.Д., Таркин А.И., Гринберг Р.С., Фетисов Г.Г., Цветков В.А., Батчиков С.А., Ершов М.В., Митяев Д.А., Петров Ю.А. О стратегии развития экономики России: препринт [Текст]/ Под ред. С.Ю. Глазьева, – М: ООН РАН, 2011, - 48 с.
129. Глущенко И.И. Финансы инновационной деятельности [Текст] / И.И. Глущенко. Москва, 2012.
130. Голиченко О.Г. Основные факторы развития национальной инновационной системы: уроки для России. [Текст] / О.Г. Голиченко. – М.: Наука, 2011. – 634 с.
131. Гончар К., Кузнецов Б., Симачев Ю. Конкурентоспособность российского бизнеса и ее развитие в ближайшем будущем. [Текст] : Материалы к докладу РСПП. М.: РСПП, 2010
132. Гриньова В.М., Коюда В.О. Финансы предпринимательства [Текст]: пособ., 3-е изд. / В.М. Гриньова, В.О. Коюда. – Киев: Знання Пресс, 2006. 252 с.
133. Данилов А.Д., Серебрянский Д.Н. Финансы в вопросах и ответах [Текст]: Учебное пособие, издание 2-е, переработанное и дополненное. / А.Д. Данилов, Д.Н.Серебрянский. – Киев: КНТ, 2008. - 528 с.
134. Дежина И. Г., Салтыков Б. Г. Механизмы стимулирования коммерциализации исследований и разработок. [Текст] / И. Г. Дежина, Б. Г.Салтыков. – М.: ИЭПП, 2004. С. 152
135. Друкер П. Инновации и предпринимательство. [Текст] / П. Друкер – М., 1992.

136. Иванов В.В. Инновационная парадигма XXI. [Текст] / В.В. Иванов – М.: Наука, 2013
137. Индикаторы инновационной деятельности: 2013 [Текст]: Стат. сб. – М.: Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2013. 472 с.
138. Инновационная Россия – 2020. Стратегия инновационного развития России на период до 2020 года [Текст] / Под ред. О.В. Фомичева. М.: Изд. Дом Высшей школы экономики, 2012.
139. Инновационное развитие – основа модернизации экономики России [Текст]: Национальный доклад. – М.: ИМЭМО РАН, ГУ–ВШЭ, 2008. – 168 с.
140. Ишина И.В., Фрумина С.В., Долина О.Н. Влияние финансовой политики на инновационное развитие экономики [Текст] / И.В. Ишина, С.В. Фрумина, О.Н. Долина ; Ответственный редактор Ишина И.В. М: Издательский дом «Экономическая газета» , 2014. – 172 с.
141. Кастельс М. Галактика Интернет: Размышления об Интернете, бизнесе и обществе [Текст] / М. Кастельс; – Пер. с англ. А. Матвеева, В. Харитонов. – Екатеринбург: У-Фактория, Серия: Академический бестселлер, 2014. – 324 с.
142. Кастельс М. Информационная эпоха: Экономика, общество и культура. [Текст] / М. Кастельс; – Пер. с англ. под науч. ред. О. И. Шкаратана; Гос. ун-т. Высш. шк. экономики. - М., 2000. - 606 с.
143. Ковалев А.В. Краудфандинг как механизм финансирования производства инновационной продукции в структуре региональной инновационной системы [Текст] : Региональная экономика, инвестиции, социально-экономическое развитие: теория, методология и концепция модернизации: материалы международной научно-практической конференции. АНО содействия развитию современной отечественной науки / ред. кол. М.В. Васильева (гл. ред.). – М.: Издательский дом «Научное обозрение», 2013. С. 30-34.
144. Коган Е. Краудсорсинг как фактор репутации [Текст] / Е. Коган и др.; – Инновационные технологии бизнес-коммуникаций: стратегии и тактики. Материалы международной научно-практической конференции (25 ноября 2011 г.). Серия «Коммуникативные исследования». Выпуск 7. – М.: НИУ ВШЭ, 2011.–160 с.
145. Козельский В.Н. Методология и финансовый инструментарий стратегии социально-экономического развития государства. [Текст] / В.Н. Козельский. – Саратов: СГСЭУ, 2012. 323 с.
146. Кудрин Б.И. Введение в технетику. [Текст] / Б.И. Кудрин; – 2-е изд., перераб.и доп. – Томск: ТГУ, 1993. – 552 с.
147. Кудряшов В.П. Финансы. [Текст] / В.П. Кудряшов. – Херсон: Олди-плюс. 2002. 352 с.
148. Ларионов Н.А. Бюджетный механизм поддержки венчурного финансирования в России [Текст] / Н.А. Ларионов // Бюджетная политика сбалансированного регионального развития: сборник материалов международ-

ной научно-практической конференции (23-27 мая 2013). - Волгоград: Изд-во ВолГУ, 2013. – С. 39-44.

149. Ларионов Н.А. Венчурное финансирование как инструмент экономической безопасности государства [Текст] / Н.А. Ларионов // Актуальные проблемы обеспечения финансово-экономической безопасности Украины: сборник научных трудов 4-го научно-практического семинара с международным участием 19–20 апреля 2013 года. – г.Тернополь, Тернопольский национальный экономический университет, 2012. - С.30 – 32

150. Ларионов Н.А., Ермакова Е.А. Инновации венчурного финансирования в России [Текст] / Е.А. Ермакова, Н.А. Ларионов // Управление общественными и корпоративными финансами: формирование ресурсного обеспечения инновационной экономики: сборник материалов международной научно-практической конференции (28 марта 2014). - Саратов: ИЦ «Наука», 2014. – С. 250-255.

151. Ларионов Н.А. Инструментарий венчурного финансирования: налоговые аспекты [Текст] / Н.А. Ларионов // Развитие налоговых систем России, Украины, Казахстана: сборник материалов международной научной студенческой интернет-конференции конференции (18 марта 2014). - Краснодар: КубГАУ, 2014. – С. 89-94.

152. Ларионов Н.А., Ермакова Е.А. Новые бизнес-модели финансирования инноваций [Текст] / Е.А. Ермакова, Н.А. Ларионов //Актуальные вопросы экономики и права: сборник научных трудов I Международной заочной научно-практической конференции 10–12 июня 2014 года. – Светлый Яр: филиал ФГБОУ ВПО «МГУТУ имени К. Г. Разумовского» в р. п. Светлый Яр Волгоградской области, 2014. - С.14-16.

153. Ларионов Н.А. Современные механизмы развития общественных и корпоративных финансов России (Параграф 4.2. Краудфандинг как финансовый инструмент венчурных инвестиций) [Текст]: кол. монография / авт. кол.: Е.А. Нестеренко [и др.]; под ред. Е.А. Нестеренко; Саратовский социально-экономический институт. – Саратов, 2014. - 202 с. – С. 96–142

154. Ларионов Н.А. Финансовые инструменты государственной поддержки венчурного бизнеса в России [Текст] / Н.А. Ларионов // Актуальные проблемы современных общественных наук: научное знание в глобализирующемся мире: сборник материалов III международной научно-практической конференции молодых ученых (07 июня 2013). – Уфа: БАГСУ, 2013. – С. 108-114.

155. Ларионов Н.А. Проблемы венчурного финансирования в России [Текст] / Н.А. Ларионов // Новые технологии наукоемкого машиностроения: приоритеты развития и подготовка кадров: сборник статей международной научно-практической конференции (16 мая 2013). - Казань: Изд-во Казан. гос. техн. ун-та, 2013. – С. 253-257.

156. Ларионов Н.А. Региональные особенности венчурного финансирования в России [Текст] / Н.А. Ларионов // Актуальные вопросы развития финансовой сферы стран и регионов: сборник материалов

международной научно-практической конференции (15 апреля 2013). - Махачкала: Издательский дом «Наука плюс», 2013. – С. 86-90.

157. Ларионов Н.А. Эффективность налогового стимулирования венчурного бизнеса [Текст] / Н.А. Ларионов // Актуальные проблемы формирования и реализации налоговой политики: сборник материалов всероссийской научно-практической конференции (03 июля 2013). - Махачкала: Издательство ДГУ, 2013. – С.163-169.

158. Лебон Г. Психология народов и масс. [Текст] / Г. Лебон – М.: Академический Проект. Серия «Психологические технологии», 2011. – 240 с.

159. Малинецкий Г.Г. Пространство синергетики. Взгляд с высоты. М.: Книжный дом «ЛИБРОКОМ», 2013. – 248 с.

160. Махлуп Ф. Производство и распространение знаний в США. - М.: Прогресс, 1966. - 462 с.

161. Московичи С. Век толп. [Текст] / С. Московичи – М.: Издательство «Центр психологии и психотерапии», 1998. – 480 с.

162. Мухортов В.В. Психология инвестирования. [Текст] /В.В. Мухортов. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 192 с.;

163. Назаретян А. П. Психология стихийного массового поведения. Толпа, слухи, политические и рекламные кампании [Текст] / А. П. Назаретян – 2-е изд. – М.: Академия, 2005. – 160 с.

164. Наука, технологии и инновации России. [Текст]: Краткий статистический сборник. 2012. М.: ИПРАН РАН, 2012. – 88 с.

165. Об итогах реализации Программы фундаментальных научных исследований государственных академий наук за 2008-2012 гг. и перспективы развития фундаментальных научных исследований в 2013-2020 гг. [Текст]: Доклад Правительству Российской Федерации – М.: Наука, 2013. – 400 с.

166. Огарков С.А., Кузнецова Е.С., Грязнова М.О. Инновационный менеджмент и государственная инновационная политика. [Текст] / С.А. Огарков, Е.С.Кузнецова, М.О. Грязнова – М.: Академия Естествознания, 2011. – 269 с.

167. Прогноз научно-технологического развития России: 2030 [Текст] / под ред. Л.М. Гохберга. – М.: Министерство образования и науки Российской Федерации, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2014. – 244 с.

168. Регионы России. Социально-экономические показатели. 2013 [Текст]: Стат. сб. / Росстат. – М., 2013. – С. 824-826.

169. Рейтинг инновационного развития субъектов Российской Федерации. Выпуск. 2. [Текст] /Под ред. Л.М. Гохберга. – Москва: Министерство образования и науки Российской Федерации, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2014. – 88 с.

170. Рудык Н.Б. Поведенческие финансы или между страхом и алчностью. [Текст] / Н.Б. Рудык— М.: Дело, 2004. – 272 с.

171. Санто Б. Инновация как средство экономического развития. М.: Прогресс, 1990. 255 с.

172. Серебрянский А.Г. Краудфандинг как механизм финансирования инновационных проектов в России [Текст]: Исследование инновационного потенциала общества и формирование направлений его стратегического развития: сборник научных статей 4-й Международной научно-практической конференции: в 2-х томах. /Ответственный редактор Горохов А.А., 2014. С. 154-156.

173. Солоу Р. М. Теория роста // Панорама экономической мысли конца XX столетия. Под ред. Д. Гринауэя, М. Блини, И. Стюарта. Пер. с англ, под ред. В. С. Автономова. Том 1. СПб.: Экономическая школа. 2002.

174. Такер Роберт Б. нновации как формула роста. Новое будущее ведущих компаний. [Текст] /Р.Б. Такер. – М.: Олимп-бизнес, 2006. 224 с.

175. Тоффлер, Э. Третья волна [Текст] / Э. Тоффлер. – М.: АСТ, 2010. – 784 с.

176. Фаминский И.П., Завьялов П.С., Ежкин Л.В., Пресняков В.Ю. Внешнеэкономический толковый словарь. [Текст] / И П. Фаминский, П.С.Завьялов, Л.В.Ежкин, В.Ю.Пресняков. – ИНФРА–М, 2000. 512 с.

177. Фатхутдинов Р.А. Инновационный менеджмент. 6-е изд. – СПб.: Питер, 2008.

178. Финансирование инноваций и инвестиций предприятий [Текст] : монография / С.Н. Яшин, Н.И. Яшина, Е.В. Кошелев ; Федеральное агентство по образованию, ГОУ ВПО «Волжский гос. инженерно-пед. ун-т». Нижний Новгород, 2010.

179. Хайек Ф.А. фон, Дорога к рабству: Пер. с англ. / Предисл. Н.Я. Петракова. -- М.: "Экономика", 1992. -- 176 с.

180. Хау Дж. Краудсорсинг: Коллективный разум как инструмент развития бизнеса [Текст] /Джефф Хау. – М.: Альпина Паблишер, 2014. – 296 с.

181. Чесбро Г. Открытые бизнес-модели. IP-менеджмент. [Текст] / Г. Чесбро. – М.: Поколение, 2008. – 352с.;

182. Чесбро Г. Открытые инновации. Создание прибыльных технологий. [Текст] / Г. Чесбро; – Пер. с англ. ВН Егорова. – М.: Поколение, 2007. – 335 с.

183. Шумпетер Й. Теория экономического развития. [Текст] / Й. Шумпетер. – Эксмо, 2007. – 864 с.

184. Экономика знаний [Текст]: Коллективная монография. М.: ИНФРА-М, 2008. – 432 с.

185. Экономические проблемы инновационного развития. [Текст]: научная монография / Под ред. К.А. Хубиева. – М.: Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2009. 328 с.

186. Эффективное государственное управление в условиях инновационной экономики: формирование и развитие инновационных систем [Текст]: Монография / С.Н. Сильвестров, И.Н. Рыкова; под ред. С.Н. Сильвестрова и И.Н. Рыковой. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2011. – 292 с.

187. Agrawal A.; Catalini C.; Goldfarb A. Friends, Family, and the Flat World. The Geography of Crowdfunding. working paper. National Bureau of Economic Research. Available online at [Электронный ресурс]. URL: <http://ssrn.com/abstract=1692661>. (дата обращения: 02.09.2013)

188. Atkinson R.D. Expanding R&D Tax Credit to Drive Innovation, Competitiveness and Prosperity. The Information Technology and Innovation Foundation. April, 2007. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.itif.org/files/AtkinsonRETaxCreditJTT.pdf> (дата обращения: 28.07.2014)

189. Belleflamme P., Lamber T. and Schwienbacher A. Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. [Электронный ресурс]. URL: http://www.cesifo-group.de/link/am12_Belleflamme.pdf (дата обращения: 05.12.2012)

190. Belleflamme P., Lamber T. and Schwienbacher A. Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. [Электронный ресурс]. URL: http://innovation-regulation2.telecom-paristech.fr/wp-content/uploads/2012/10/Belleflamme-CROWD-2012-06-20_SMJ.pdf (дата обращения: 02.09.2013).

191. Belleflamme P., Lambert, T. and Schwienbacher A. Crowdfunding: an industrial organization perspective. In Prepared for the workshop Digital Business Models: Understanding Strategies', held in Paris on June. pp. 25–26. [Электронный ресурс]. URL: http://economix.fr/pdf/workshops/2010_dbm/Belleflamme_al.pdf (дата обращения: 28.04.2012).

192. Belleflamme P., Lambert, T. and Schwienbacher A. Individual Crowdfunding Practices. [Электронный ресурс]. URL: <https://creationetfinancement.files.wordpress.com/2012/12/individual-crowdfunding-practices.pdf> (дата обращения: 05.09.2013)

193. Blattberg E. Crowdfunding for equity: Seedrs takes root in the U.K. Crowdsourcing LLC. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.crowdsourcing.org/editorial/crowdfunding-for-equity-seedrs-takes-root-in-the-uk-part-one/24532> (дата обращения: 02.09.2013)

194. Bloomberg: В рейтинге лучших стран для бизнеса Россия – 43-я //Госменеджмент. Электронный журнал. 2014. №8. [Электронный ресурс]. URL: <http://gosman.ru/?news=33785> (дата обращения: 03.08.2014)

195. Brabham Daren C. Moving the crowd at iStockphoto: The composition of the crowd and motivations for participation in a crowdsourcing application //First Monday. 2008. Vol.13. № 6 [Электронный ресурс]. URL: <http://firstmonday.org/article/view/2159/1969> (дата обращения: 23.04.2013).

196. Bradford C. The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled. //Securities Regulation Law Journal, 2012. № 40(3). [Электронный ресурс]. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2066088 (дата обращения: 05.12.2012)

197. Burtch G., Ghose A. and Wattal S. An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-Funded Mar-

kets. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.krannert.purdue.edu/academics/MIS/workshop/2012/crowdfunding%20journalism.pdf> (дата обращения: 05.09.2013)

198. Caldbeck R. Crowdfunding Trends: Which Crowdfunding Sites Will Survive. Forbes. 23.6.2013. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.forbes.com/sites/ryancaldbeck/2013/06/23/crowdfunding-trends-which-crowdfunding-sites-will-survive/> (дата обращения: 26.04.2014).

199. Caldbeck R. Crowdfunding Predictions for 2013. //Forbes. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.forbes.com/sites/ryancaldbeck/2012/12/11/crowdfunding-predictions-for-2013/> (дата обращения: 25.12.2012)

200. Castrataro D. A social history of crowdfunding. //Social Media Week. [Электронный ресурс]. URL: http://socialmediaweek.org/blog/2011/12/a-social-history-of-crowdfunding/#.UiRidBbGL_k (дата обращения: 02.09.2013).

201. CeBIT-2013: долевая экономика и смартфон для Меркель [Электронный ресурс]. URL: <http://www.dw.de/cebit-2013-%D0%B4%D0%BE%D0%BB%D0%B5%D0%B2%D0%B0%D1%8F-%D1%8D%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%BC%D0%B8%D0%BA%D0%B0-%D0%B8-%D1%81%D0%BC%D0%B0%D1%80%D1%82%D1%84%D0%BE%D0%BD-%D0%B4%D0%BB%D1%8F-%D0%BC%D0%B5%D1%80%D0%BA%D0%B5%D0%BB%D1%8C/a-16643684> (дата обращения: 26.04.2014).

202. Collins L., Pierrakis Y. The venture crowd. Crowdfunding equity investment into business. July 2012. [Электронный ресурс]. URL: http://www.nesta.org.uk/sites/default/files/the_venture_crowd.pdf (дата обращения: 15.10.2014).

203. Crowdfunding industry report: Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms. The industry website TM. May 2012. Research Report. Abridged Version, p.13-15.. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.crowdfunding.nl/wp-content/uploads/2012/05/92834651-Massolution-abridged-Crowd-Funding-Industry-Report1.pdf> (дата обращения: 26.07.2014).

204. Crowdfunding. Click. [Электронный ресурс]. URL: [http://www.bbc.co.uk/i/b039vjwt/.16\(3\),](http://www.bbc.co.uk/i/b039vjwt/.16(3),) pp.297–334. (дата обращения: 17.11.2012).

205. De Buysere K. et al. A Framework for European Crowdfunding. [Электронный ресурс]. URL: http://www.europecrowdfunding.org/Resources/Documents/Framework_eu_crowdfunding.pdf (дата обращения: 05.12.2012)

206. Deloitte and UKBAA. Taking the Pulse of the Angel Market. . [Электронный ресурс]. URL: http://www.ukbusinessangelsassociation.org.uk/sites/default/files/media/files/taking_pulse_of_the_angel_market_02_07_2013.pdf (дата обращения: 24.11.2013).

207. Evers M.W., Lourenço C., Beije P. Main Drivers of Crowdfunding

Success: A Conceptual Framework and Empirical Analysis. [Электронный ресурс]. URL: https://www.cultuurmarketing.nl/wp-content/uploads/2013/01/Mart-Evers_Masterthesis_Main-drivers-of-crowdfunding-success_RSM_Marketing-Management_9-2012_PDF.pdf (дата обращения: 12.12.2013)

208. Feller J., Gleasure R. and Treacy, S. From the Wisdom to the Wealth of Crowds: A Metatriangulation of Crowdfunding Research. [Электронный ресурс]. URL: <http://opennessandtransparency.net/sites/default/files/TOTO-Working-Paper-2013.01-v1.pdf> (дата обращения: 15.10.2013).

209. Fink A.C. Protecting the Crowd and Raising Capital through the JOBS act [Электронный ресурс]. URL: <http://ssrn.com/abstract=2046051> (дата обращения: 02.09.2013)

210. Gerber E.M., Hui J.S. and Kuo P.-Y. Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms. In Proc. of the International Workshop on Design, Influence, and Social Technologies: Techniques, Impacts and Ethics. [Электронный ресурс]. URL: http://www.juliehui.org/wp-content/uploads/2013/04/CSCW_Crowdfunding_Final.pdf (дата обращения: 02.07.2013)

211. Hardie I. and Howarth D. (2011). Market-Based Banking and the Financial Crisis. [Электронный ресурс]. URL: http://www.pol.ed.ac.uk/staff_profiles/hardie_iain/?a=64561 (дата обращения: 18.12.2011).

212. Howe J. The Rise of Crowdsourcing [Электронный ресурс]. URL: <http://www.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html>. (дата обращения: 21.12.2013).

213. Kodisang B. (2013). Classy Acts. //Financial Mail. 2013. 01 Mar, p.92. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rmb.co.za/PDFs/etfs/FinancialMail-1March2013.pdf> (дата обращения: 28.11.2013).

214. Kuppuswamy V., Bayus B. L. Crowdfunding Creative Ideas: the Dynamics of Projects Backers in Kickstarter. [Электронный ресурс]. URL: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm>, 2013. (дата обращения: 21.12.2013).

215. Lehner O.M. Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda. //Routledge Venture Capital Journal, 2013. №15 (3). [Электронный ресурс]. URL: <http://ssrn.com/abstract=2102525>. (дата обращения: 05.12.2014)

216. Main Science and Technology Indicators, 2014 [Электронный ресурс]. URL: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=33210> (дата обращения: 03.08.2014)

217. Maxwell A. Business Angel Decision Making. Waterloo, Ontario, Canada: University of Waterloo. [Электронный ресурс]. URL: https://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CB0QFjAA&url=https%3A%2F%2Fuwp.space.uwaterloo.ca%2Fbitstream%2Fhandle%2F10012%2F6484%2FMaxwell_Andrew.pdf%3Fsequence%3D1&ei=o3v9VNOGDOnXyQOz04KYBA&usg=AFQjCNFvQffvLW2ddg-LO7GYkJN_pQAx3g&bvm=bv.87611401,d.bGQ&cad=rjt (дата обращения: 03.08.2014)

02.09.2013)

218. Mohamad M. et al. The Investment behaviour, Decision Factors and Their Effects Toward Investment Performance in the Taiwan Stock Market. [Электронный ресурс]. URL: ftp://nas.takming.edu.tw/upload/SchTarget/0005334/rs0201_99-1paper.pdf (дата обращения: 02.09.2013)

219. Mollick E. The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study // Journal of Business Venturing, Volume 29, Issue 1, January 2014, Pages 1–16 [Электронный ресурс]. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2088298 (дата обращения: 05.02.2015)

220. Mollick E. The dynamics of crowdfunding: Determinants of success and failure. [Электронный ресурс]. URL: <https://cinemadocumentaire.files.wordpress.com/2013/04/ssrn-id2088298.pdf> (дата обращения: 05.09.2013)

221. Rubinton B. Crowdfunding: disintermediated investment banking. Available at SSRN 1807204. [Электронный ресурс]. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1807204 (дата обращения: 14.11.2011).

222. Russel M.G. et al. Business Angels and Investment Organizations as Networked Co-creators of the Finnish Innovation Ecosystem [Электронный ресурс]. URL: [http://www.leydesdorff.net/th9/THIX-FinnishInnovationEcosystemCo creation-final.pdf](http://www.leydesdorff.net/th9/THIX-FinnishInnovationEcosystemCo%20creation-final.pdf) (дата обращения: 16.04.2014).

223. Russel M.G. et al. Explaining innovation with indicators of mobility and networks: Insights into central innovation nodes in Europe [Электронный ресурс]. URL: <http://www.leydesdorff.net/th9/THIX-InnovationEcosystemMobility-final.pdf> (дата обращения: 16.04.2014).

224. Schwenbacher A. and Larralde B. Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures [Электронный ресурс]. URL: http://www.em-a.eu/fileadmin/content/REALISE_IT_2/REALISE_IT_3/CROWD_OUP_Final_Version.pdf (дата обращения: 02.09.2013).

225. Science and Engineering Indicators – 2002. NSF, NSB. Vol. 1. P. 6–36. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.nsf.gov/statistics/seind02/pdf/volume1.pdf> (дата обращения: 01.08.2014)

226. Securing R&D Tax Incentives in China [Электронный ресурс]. URL: <http://kpmg.de/docs/Securing-Research-Development-Tax-Incentives-in-China-201210.pdf> (дата обращения: 28.08.2014)

227. Szaky, T. Why Start-Ups Need 'Crowd-Funding'. You're the Boss Blog. [Электронный ресурс]. URL: http://boss.blogs.nytimes.com/2011/12/05/why-start-ups-need-crowd-funding/?_r=0 (дата обращения: 28.04.2012).

228. Tax Incentives for Research & Development Trends and Issues OECD. [Электронный ресурс]. URL:

<http://www.oecd.org/science/inno/2498389.pdf> (дата обращения: 28.07.2014)

229. The croudfunding industry report. 2013CF [Электронный ресурс]. URL: <http://www.compromisoempresarial.com/wp-content/uploads/137356857-Massolution-2013CF-Excerpt-Revised-04182.pdf> (дата обращения: 27.11.2014).

230. The Crowdfunding industry report. 2013CF [Электронный ресурс]. URL: <http://www.compromisoempresarial.com/wp-content/uploads/137356857-Massolution-2013CF-Excerpt-Revised-04182.pdf> (дата обращения: 26.07.2014).

231. Thompson, R.B. and Langevoort, D.C. Redrawing the Public-Private Boundaries in Entrepreneurial Capital-Raising. [Электронный ресурс]. URL: <http://ssrn.com/abstract=2132813>. (дата обращения: 18.03.2012).

232. Vass, T.E. Adding A Metro Geographical Component To An Equity Crowd Funding Project. The Private Capital Market, Inc. [Электронный ресурс]. URL: <http://ssrn.com/abstract=2233130>. (дата обращения: 15.12.2013)

233. Warda J. Measuring the Value of R&D Tax Treatment in OECD Countries // OECD STI Review № 27. 2002. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.oecd.org/sti/37124998.pdf> (дата обращения: 22.11.2014)

234. Weissman, C.G. SoMoLend and equity crowdfunding: What does this say about the industry? [Электронный ресурс]. URL: <http://pandodaily.com/2013/08/20/somolend-and-equity-crowdfunding-what-does-this-say-about-the-industry/> (дата обращения: 28.11.2013).

235. Басова А.В. Стимулирование инновационной деятельности компаний с использованием различных инструментов налогового планирования // Управление экономическими системами. Электронный научный журнал. 2013. №2 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.uecs.ru/uecs50-502013/item/1967-2013-02-06-06-24-37> (дата обращения: 02.08.2014)

236. Ващенко Т.В., Лисицына Е.В. Поведенческие финансы – новое направление финансового менеджмента. История возникновения и развития // Финансовый менеджмент. 2006. №1, 2 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.finman.ru/articles/2006/2/4509.html>. (дата обращения: 21.12.2012).

237. Венчурный капитал и прямые инвестиции в инновационной экономике. Курс лекций. 2011. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/RVCA-Course-2011/> (дата обращения: 06.07.2014)

238. Господдержка выхода национальных инновационных компаний на международные рынки [Электронный ресурс]. URL: <http://gasweek.ru/index.php/547-gospodderzhka-vykhoda-natsionalnykh-innovatsionnykh-kompanij-na-mezhdunarodnye-rynki> (дата обращения: 03.06.2014)

239. Государственная программа «Экономическое развитие и инновационная экономика». Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации №467-р от 29 марта 2013 года. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.gosprog.ru/gosprog-015/> (дата обращения: 03.07.2014)

240. Государственные инициативы в области инноваций //»Эксперт» – инновации: Сборник аналитических материалов. [Электронный ресурс].

URL: <http://www.raexpert.ru/researches/expert-inno/part2> (дата обращения: 26.07.2014)

241. Дмитрий Медведев принял участие в работе форума «Иннопром-2014» URL: <http://government.ru/news/13656/> (дата обращения: 10.07.2014)

242. Ежегодное исследование рынка ангельских инвестиций. Результаты, динамика и новые вызовы. 2013. [Электронный ресурс]. URL: http://rusangels.ru/netcat_files/userfiles/%D0%9E%D1%82%D1%87%D0%B5%D1%82_%D0%BE%D0%B1_%D0%B8%D1%81%D1%81%D0%BB%D0%B5%D0%B4%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D0%B8_%D0%98%D0%A2%D0%9E%D0%93.pdf (дата обращения: 21.07.2014)

243. За наукой в Поднебесную //Госменеджмент. Электронный журнал. 2014. №8. [Электронный ресурс]. URL: <http://gosman.ru/?news=33785> <http://gosman.ru/?news=36345> (дата обращения: 03.08.2014)

244. Инвестиционный вакуум: только 20% бизнесменов России используют институты развития для продвижения своего бизнеса [Электронный ресурс]. URL: <http://invest-rf.com/ru/investitsionny-j-vakuum-tol-ko-20-biznesmenov-rossii-ispol-zuyut-instituty-razvitiya-dlya-prodvizheniya-svoego-biznesa/> (дата обращения: 13.11.2014)

245. Инновационный и предпринимательский потенциал общества //Обследование Левада Центра по заказу Центра макроэкономических исследований Сбербанка России. Январь 2012 [Электронный ресурс]. URL: https://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CB0QFjAA&url=https%3A%2F%2Fwww.sbrf.ru%2Fcommon%2Fimg%2Fuploaded%2Ffiles%2Fpdf%2Fpress_center%2F2012%2F1%2FIPPS.pdf&ei=L4T9VM3DCsL5ywPGoYHwBw&usg=AFQjCNGjMCtEE0040CUC00FVb32_xDXYxw&bvm=bv.87611401,d.bGQ&cad=rjt (дата обращения: 21.12.2013).

246. Инновационный лифт России. [Электронный ресурс]. URL: http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/1a2bb70f-142e-4c9b-a5ad-7dff53b9854/MEDRF_booklet_speads.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=1a2bb70f-142e-4c9b-a5ad-7dff53b9854 (дата обращения: 02.08.2014)

247. Итоги деятельности Инновационного фонда за 2007-2013 годы [Электронный ресурс]. URL: <http://www.samarafond.ru/upload/file/%D0%98%D1%82%D0%BE%D0%B3%D0%B8%20%D0%B4%D0%B5%D1%8F%D1%82%D0%B5%D0%BB%D1%8C%D0%BD%D0%BE%D1%81%D1%82%D0%B8%20%D0%98%D0%BD%D0%BD%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%86%D0%B8%D0%BE%D0%BD%D0%BD%D0%BE%D0%B3%D0%BE%20%D1%84%D0%BE%D0%BD%D0%B4%D0%B0%20%D0%B7%D0%B0%202007-2013.pdf> (дата обращения: 13.08.2014)

248. Карелов С. Перспективы краудфандинга: в США – закон, в России – мошенничество. [Электронный ресурс]. URL: http://slon.ru/future/perspektivy_kraudfandinga_v_ssha_zakon_v_rossii_moshennichestvo-875352.xhtml (дата обращения: 21.12.2013).

249. Краудинвестинг становится популярнее с каждым днем [Элек-

тронный ресурс]. URL: http://crowdsourcing.ru/article/kraudinvesting_stanovitsya_populyarnee_s_kazhdy_m_dnem (дата обращения: 07.03.2015).

250. Краудфандинг создаст \$96-миллиардный поток [Электронный ресурс]. URL: <http://world.eizvestia.com/full/kraudfanding-sozdast-96-milliardnyj-potok> (дата обращения: 21.08.2014).

251. Кудрин Б. И. Модели ценозов в инновационном развитии [Электронный ресурс]. URL: <http://www.kudrinbi.ru/public/10727/index.htm> (дата обращения: 18.05.2014).

252. Лихолетов В.В., Черепанова А.Е. Краудфандинг как народное финансирование: состояние и перспективы для России // Экономика и менеджмент инновационных технологий. 2014. № 11 [Электронный ресурс]. URL: <http://ekonomika.snauka.ru/2014/11/6302> (дата обращения: 01.03.2015).

253. Направления работы ОАО «РВК» на 2014-2016 годы [Электронный ресурс]. URL: http://www.rusventure.ru/ru/company/legal_basis/directions_RVC_2014_2016.pdf (дата обращения: 13.10.2014)

254. Новиков А.А. Ресурсы и факторы инновационного развития российской экономики // Интернет-журнал «Науковедение». 2012. № 4. С. 6 [Электронный ресурс]. URL: <http://naukovedenie.ru/PDF/132evn412.pdf> (дата обращения: 21.06.2014).

255. Обзор российского рынка прямых и венчурных инвестиций за 2013 год [Электронный ресурс]. URL: http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA_yearbook_2014_Russian_PE_and_VC_market_review_2013_ru.pdf (дата обращения: 13.10.2014)

256. Ореховский П. Особенности российского венчурного финансирования (почему Россия - не Америка) [Электронный ресурс]. URL: <http://budget4me.ru/ob/faces/analytics/view/20130916001858> (дата обращения: 03.08.2014)

257. Отчет Всемирного банка «Crowdfunding's Potential for the Developing World», 2013 г. [Электронный ресурс]. URL: http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSCContentServer/WDSP/IB/2014/01/16/000461832_20140116154311/Rendered/PDF/840000WP0Box380crowdfunding0study00.pdf (дата обращения: 26.07.2014).

258. Перечень поручений Президента Российской Федерации о дополнительных мерах по стимулированию экономического роста от 14 мая 2014 года № Пр-1159 о дополнительных мерах по стимулированию экономического роста (подпункт «з» пункта 1). [Электронный ресурс]. URL: <http://www.kremlin.ru/assignments/23900> (дата обращения: 13.08.2014)

259. Портал крауд-сервисов [Электронный ресурс]. URL: http://crowdsourcing.ru/crowdfunding_projects/tracking (дата обращения: 20.07.2014).

260. Послание Президента Федеральному Собранию, 12 декабря 2012 года [Электронный ресурс]. URL: <http://www.kremlin.ru/transcripts/17118> (да-

та обращения: 13.04.2014)

261. Потенциал рынка Краудинвестинга в России: возможности и перспективы развития [Электронный ресурс]. URL: <http://www.slideshare.net/mariabsu/json-27956090?related=4#> (дата обращения: 07.10.2014).

262. Правовые основы Краудфандинга и Краудинвестинга в России. Зарцын и партнеры. CrowdConsulting 2013 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.slideshare.net/mariabsu/json-27956090> (дата обращения: 27.11.2014).

263. Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года. Москва. Март, 2013. С. 281 [Электронный ресурс]. URL: <http://government.ru/media/files/41d457592e04b76338b7.pdf> (дата обращения: 03.04.2014)

264. Проект «Ураловед» (страница статистики и продвижения проекта) [Электронный ресурс]. URL: http://crowdsourcing.ru/crowdfunding_projects/tracking/proiekt_uralovied (дата обращения: 20.07.2014).

265. Россия в цифрах. 2014. Крат. стат. сб./Росстат- М., 2014 - 558 с. [Электронный ресурс]. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1135075100641 (дата обращения: 03.04.2014)

266. Россия на пути к современной динамичной и эффективной экономике. Доклад РАН России /Под редакцией академиков А.Д. Некипелова, В.В. Ивантера, С.Ю. Глазьева. М., 2013. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.ras.ru/news/shownews.aspx?id=4f0a07fe-8853-4eda-9428-574f5fcf0654#content> (дата обращения: 21.05.2014).

267. Руководство Осло: Рекомендации по сбору и анализу данных по инновациям. [Электронный ресурс]. URL: http://www.uis.unesco.org/Library/Documents/OECD OsloManual05_rus.pdf (дата обращения: 02.09.2014)

268. Сведения об инновационной деятельности организации. Форма № 4-инновация [Электронный ресурс]. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/science_and_innovations/science/# (дата обращения: 03.04.2014)

269. Смотрицкая И. Государственный заказ как механизм стимулирования инновационной деятельности предприятий-резидентов особой экономической зоны «Дубна» [Электронный ресурс]. URL: <http://www.hse.ru/mag/gz/2010--22/42582557.html> (дата обращения: 16.08.2014)

270. Стратегия инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 8 декабря 2011 г. № 2227-р [Электронный ресурс]. URL: http://economy.gov.ru/minrec/activity/sections/innovations/doc20120210_04 (дата

обращения: 21.12.2013).

271. Четыре мобильности: вызовы России в 2015–2030 [Электронный ресурс]. URL: <http://ac.gov.ru/files/publication/a/1711.pdf> (дата обращения: 04.03.2015).

Литература на иностранных языках

272. Adebayo O.O. and Osmond I.C. A Search for an Acceptable Margin of Valuation Error: A Case Study of Valuers and Their Clients in Nigeria. //Sri Lankan Journal of Estate. 2010. № 4, pp.54– 73.

273. Agrawal C., Catalini D., Goldfarb A. Offline Relationships, Distance, and the Internet: The Geography of Crowdfunding // National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. 2011.

274. Ahlers, G.K.C. et al. Signaling in Equity Crowdfunding. 2012.

275. Ahn L., Blum M., Hopper N.J., Langford J. «CAPTCHA: Using Hard AI

276. Allais M. Le comportement de l'homme rationnel devant le risque, critique des postulats et axiomes de l'école Américaine //Econometrica. Vol. 21, pp. 503-546.

277. Allen F. and Santomero A.M. What do financial intermediaries do? //Journal of Banking & Finance. 2001. №25 (2), pp.271–294.

278. Atherton A. Cases of start-up financing: An analysis of new venture capitalisation structures and patterns. //International Journal of Entrepreneurial behaviour & Research. 2012. №18(1), pp.28–47.

279. Baldwin C., Hienert C., Von Hippel, E. How user innovations become commercial products: a theoretical investigation and case study // Research Policy. – 2006. – V.35. – pp.1291–1313.

280. Beck T., Asli D.K., and Vojislav Maksimovic. Bank Competition and Access to Finance: International Evidence // Journal of Money, Credit, and Banking. 2004. №36 (3, part 2), pp. 627–648.;

281. Belleflamme P. Schwienbacher A.. Individual Crowdfunding Practices. 2012

282. Botsman R., Rogers R. What's mine is yours (Что мое – твое). Collins, 2011

283. Brabham Daren C. Crowdsourcing as a Model for Problem Solving An Introduction and Cases // The International Journal of Research into New Media Technologies. 2008. Vol 14(1), pp. 75–90

284. Brabham D.C. Crowdsourcing. The MIT Press. 2013

285. Bradford, C.S. Crowdfunding and the Legal Securities Laws. //Columbia business law review. 2012. №1 (1), pp.1–150.

286. Camerer C., Lovo D. Overconfidence and Excess Entry: An Experimental approach //American Economic Review. 1999. Vol. 89. pp. 306-318.

287. Crowdfunding Industry Report: Market Trends Composition and Crowdfunding Platforms. Crowdsourcing.org, 2012. P. 22.

288. Crowdfunding: Transforming Customers Into Investors Through Innovative Service Platforms, Canada Media Fund, Toronto, Ontario, 2013
289. De Bondt W., Thaler R. Does the Stock Market Overreact? //Journal of Finance. 1985. Vol.40. pp. 793-808;
290. Dixon, S. Bank to the Future: Protect Your Future Before Governments Go Bust. Searching Finance Ltd. 2012.
 - a. Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Firm Size Matter? //Journal of Finance. 2005. № 60 (1), pp. 137–177.
291. Freeman C. Technology Policy and Economic Performance. L.: Printer Publishers, 1987.
292. Gerber E.M., Hui J.S., Kuo Pei-Yi. Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms. ACM Conference on Computer Supported Cooperative Work (Workshop Paper), 2012.
293. Hall M.J.B. The sub-prime crisis, the credit crunch and bank 'failure': An assessment of the UK authorities' response. //Journal of Financial Regulation and Compliance, 200. № 917(4), pp.427– 452.
294. Howe J. The rise of crowdsourcing. //Wired magazine. 2006. №14 (6), pp.1–4.
295. Ibrahim D.M. The (not so) puzzling behaviour of angel investors.//Vanderbilt Law Review. 2008.Vol.61.P.1405.
296. Laemmermann K. Crowd funding raising capital. online. CreateSpace Independent Publishing Platform. 2012. P.354
297. Laeven Luc. Does Financial Liberalization Reduce Financing Constraints? //Financial Management. 2003. Spring, pp. 5–34.
298. Langer E. The Illusion of Control //The Journal of Personality and Social Psychology. 1975. Vol. 32. pp.311-328.
299. Le Bon G. The Crowd. – New York: Penguin Books, 1977.
300. Lee S.S. Deviant Peer Affiliation and Antisocial behaviour: Interaction with Monoamine Oxidase A (MAOA) Genotype. //Journal of Abnormal Child Psychology. 2010. №39 (3), pp.321–332.
301. Lehne, O.M. Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda. // Journal of Venture Capital Journal. 2013. №15(3), pp.289-311
302. Lundvall B. National Systems of Innovation: Towards a Theory of Innovation and Interactive Learning. London, 1992; Nelson R. National Systems of Innovation: A Comparative Analysis. Oxford, 1993.
303. Mead G. H. Mind, Self, and Society from the standpoint of a social behaviorist. – The University Of Chicago Press. 2009. Vol. 1. P. 440
304. Metcalfe S. The Economic Foundation of Technology Policy: Ecivilibrium and Evolutionary Perspective //Handbook of the Economics of Innovation and Technical Change / P. Stoneman (ed.). L.: Blackwell, 1995.
305. Mollick E. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study //Journal of Business Venturing. –2014.–V.29.–pp.1-16.
306. Nelson R., Winter S. An Evolutionary Theory of Economic Change. Belknap Press, 2005.
307. Nelson R. National Systems of Innovation: A Comparative Analysis.

Oxford, 1993.

308. Ordanini A., Miceli, L., Pizzetti M., Parasuraman A. Crowd funding: Transforming customers into investors through innovative service platforms // *Journal of Service Management*. 2011. № 22 (4), pp. 443-470

309. Pallant J. SPSS Survival Manual. 4 edition. Open University Press, 2011

310. Pompian M. Behavioural Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases. 2nd ed. Wiley. 2012

311. Poterba J.M. and Summers, L.H. Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications // *Elsevier*, 1989. №22 (1), pp.27–59.

312. Problems for Security. Advances in Cryptology – EUROCRYPT 2003. Lecture Notes in Computer Science 2656. pp. 294–311.

313. Russell A. News bust; news boom // *Journalism*. 2009. №10 (3), pp.365–367.

314. Rycroft R.W. Does cooperation absorb complexity? Innovation networks and the speed and spread of complex technological innovation // *Technological Forecasting & Social Change*. 2007. №74, pp. 565–578

315. Schumpeter J.A. Business Cycles. N-Y., 1939.

316. Shefrin H., Statman M. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence // *Journal of Finance*. 1985. Vol.40, pp. 777-790.

317. Solow R.M. A Contribution to the Theory of Economic Growth // *Quarterly Journal of Economics*. 1956. №70, pp.65–94.

318. Sorensen I.E. Crowdsourcing and outsourcing: the impact of online funding and distribution on the documentary film industry in the UK. // *Media, Culture & Society*. 2012. №34 (6), pp. 726–743

319. Surowiecki J. The Wisdom of Crowds: Why the Many Are Smarter Than the Few and How Collective Wisdom Shapes Business, Economies, Societies and Nations Little, Brown. 2004

320. Tversky A. and Kahneman, D. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. // *Science*. 1974. №185 (4157), pp.1124–1131.

321. Verstein A. The Misregulation of Person-to- Person Lending. // *University of California, Davis*, 2011. 45(445), pp.445–530.

322. Vukovic M., Mariana L. and Laredo J., PeopleCloud for the Globally Integrated Enterprise. // *Service-Oriented Computing : ICSOC/SERVICE WAVE*. 2009. WORKSHOPS 6275, pp. 109-114.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1
Таблица 1

Отдельные взгляды на понятие «инновация»

Трактовка	Автор (ы)
<i>Процессный подход</i>	
процесс, зависящий от путей, которыми развиваются знания и технологии в ходе взаимодействия между различными участниками под воздействием различных факторов	Nelson R., Winter S. An Evolutionary Theory of Economic Change. Belknap Press, 2005.
комплексный процесс, объединяющий различных участников, таких, как фирмы, производители новых знаний, технологические центры, аналитические центры, которые соединены множеством взаимосвязей, создающими таким образом инновационную систему	Lundvall B. National Systems of Innovation: Towards a Theory of Innovation and Interactive Learning. London, 1992; Nelson R. National Systems of Innovation: A Comparative Analysis. Oxford, 1993.
особый инструмент, позволяющий предпринимателю использовать перемены и превращать их в новые возможности, например, открытия нового бизнеса или оказания новой услуги	Друкер П. Бизнес и инновации. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2007. – С. 39
процесс, в котором изобретение или идея приобретает экономическое содержание	Твисс Б. Управление научно-техническими нововведениями. М.: Экономика. 1989. С. 8.
общественно-экономический процесс, который путем практического использования идей и изобретений приводит к созданию лучших по свойствам технологий, изделий.	Санто Б. Инновация и глобальный интеллектуализм // Инновации. — 2006. — № 9 Санто Б. Инновация как средство экономического развития /пер. с венг.; общ. ред. и вступ. ст. Б.В. Сазонова. – М.: Прогресс, 1990, с. 24.
Процесс введения новых методов в организацию и осуществление хозяйственной деятельности	Трифилова А.А., Коршунов И.А. Современный инновационный менеджмент // Инновации. 2003. № 2–3. С. 85.
Введение в употребление какого-либо нового или значительно улучшенного продукта (товара или услуги; продукты, процессы и методы, которые предприятия создали первыми, и/или продукты, процессы и методы, заимствованные от других предприятий или организаций, или процесса, нового метода маркетинга или нового организационного метода в деловой практике, организации рабочих мест или внешних связях	Руководство Осло: Рекомендации по сбору и анализу данных по инновациям
а) событие, возникновение в сфере бизнеса чего-то нового; б) процесс, при котором одно новшество вызывает другое.	Янсен Ф. Эпоха Инноваций / Пер. с англ. Серия «Менеджмент для лидера». М.: ИНФРА-М, 2002. С. 4.

Процесс реализации новой идеи в любой сфере жизнедеятельности человека, способствующей удовлетворению существующей потребности на рынке и приносящий экономический эффект	Бездудный Ф.Ф., Смирнова Г.А., Нечаева О.Д. Сущность понятия инновация и его классификация //Инновации. – 1998. - №2.-3. – С. 3-13.
Результат творческого процесса в виде созданных (либо внедренных) новых потребительных стоимостей, применение которых требует от использующих их лиц либо организаций изменения привычных стереотипов деятельности и навыков.	Завлин П.Н. Основы инновационного менеджмента: Теория и практика: учеб. пособие / под ред. П.Н. Завлина, А.К. Казанцева, Л.Э. Миндели - М.: Экономика, 2000. С. 6.
<i>Объектный подход</i>	
конечный результат внедрения новшества с целью изменения объекта управления и получения экономического, социального, экологического, научно-технического и другого эффекта	Фатхутдинов Р.А. Инновационный менеджмент. 6-е изд. – СПб.: Питер, 2008.
результат инновационной деятельности, получивший воплощение в виде нового или усовершенствованного продукта, внедренного на рынке, нового или усовершенствованного технологического процесса, используемого в практической деятельности, либо в новом подходе к социальным услугам	Статистика науки и инноваций: Краткий терминологический словарь / под ред. Л.М. Гохберга. – М.: ЦИСН, 1996. С. 30-31
прибыльное использование новаций в виде новых технологий, видов продукции и услуг, организационно-технических и социально-экономических решений производственного, финансового, коммерческого, административного и иного характера	Морозов Ю.П. Инновационный менеджмент. М.: ЮНИТИ, 2000. С.6
новшество в производственной и непроизводственной сферах, в области экономических, социальных, правовых отношений, науки, культуры, образования, здравоохранения, в сфере государственных финансов, в финансах бизнеса, в бюджетном процессе, в банковском деле, на финансовом рынке, в страховании и т.д.	Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Колл. авт. под ред. А.Г. Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 1168с.
нововведение в области техники, технологии, организации труда и управления, основанные на использовании достижений науки и передового опыта, а также использование этих новшеств в самых разных областях и сферах деятельности	Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. – 2-е изд., испр. – М.: ИНФРА-М, 1999. 479 с.
результат деятельности по обновлению, преобразованию предыдущей деятельности, приводящей к замене одних элементов другими, либо дополнению уже имеющихся новыми.	Кокурин Д.И. Инновационная деятельность. – М.: Экзамен, 2001. С. 10

Источник: Составлено автором

Понятие «инновация» в российском законодательстве

Трактовка	Нормативно-правовой акт
результаты фундаментальных и поисковых исследований	Об утверждении положения о государственной инновационной программе и типового положения о дирекции государственной инновационной программы. Постановление Совмина РСФСР от 27 марта 1991 г. № 171 (ред. от 13.04.1993)
конечный результат инновационной деятельности, получивший воплощение в виде нового или усовершенствованного продукта, внедренного на рынке, нового или усовершенствованного технологического процесса, используемого в практической деятельности либо в новом подходе к социальным услугам	Концепция инновационной политики Российской Федерации на 1998 - 2000 гг
новая или усовершенствованная продукция, новый или усовершенствованный технологический процесс	Проект федерального закона «Об инновационной деятельности и о государственной инновационной политике» (1999 г.). Отклонен Президентом РФ
результат инновационной деятельности (товары, работы, услуги), предназначенный для реализации	Основные направления политики Российской Федерации в области развития инновационной системы на период до 2010 года (утв. Правительством РФ от 5 августа 2005 г. N 2473п-П7)
конечный результат инновационной деятельности, получивший практическую реализацию в виде нового или усовершенствованного товара, работы, услуги, способа производства (технологии), реализуемый на рынке.	Об инновационной деятельности в г. Москве. Закон г. Москвы от 7 июля 2004 г. № 45
результат инновационной деятельности (товары, работы, услуги), предназначенный для реализации	О научной, научно-технической и инновационной деятельности на территории Московской области. Закон Московской области от 13 мая 2006 г. № 9/178-П
введенный в употребление новый или значительно улучшенный продукт (товар, услуга) или процесс, новый метод продаж или новый организационный метод в деловой практике, организации рабочих мест или во внешних связях	О науке и государственной научно-технической политике. Федеральный закон от 23.08.1996 года № 127-ФЗ (понятие включено Федеральным законом от 21.07.2011 № 254-ФЗ).

Источник: Составлено автором

Приложение 2

Таблица 1

Место России в инновационном рейтинге

Место рейтинга	2009-2010 132 страны	2011 125 стран	2012 141 страна	2013 142 страны	2014 143 страны
1	Исландия	Швейцария	Швейцария	Швейцария	Швейцария
2	Швеция	Швеция	Швеция	Швеция	Великобритания
3	Гонконг	Сингапур	Сингапур	Великобритания	Швеция
4	Швейцария	Гонконг	Финляндия	Нидерланды	Финляндия
5	Дания	Финляндия	Великобритания	США	Нидерланды
6	Финляндия	Дания	Нидерланды	Финляндия	США
7	Сингапур	США	Дания	Гонконг	Сингапур
8	Нидерланды	Канада	Гонконг (Китай)	Сингапур	Дания
9	Новая Зеландия	Нидерланды	Ирландия	Дания	Люксембург
10	Норвегия	Великобритания	США	Ирландия	Гонконг
Россия	64	56	51	62	49

Источник: Составлено автором на основе данных: Глобальный Инновационный Индекс (The Global Innovation Index) [Электронный ресурс]. URL: <http://gosman.ru/?news=16985> (дата обращения: 03.08.2014), а также [Электронный ресурс]. URL: <http://www.globalinnovationindex.org/content.aspx?page=data-analysis> (дата обращения: 25.08.2014)

Таблица 2

Расходы на исследования и разработки (R&D), млрд. долл.

Страна/ год	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>ОЭСР, в целом</i>	616,5	652,2	668,9	694,6	727,6	781,3	850,1	915,8	974,5	974,3	997,8	1055,6	1107,4
Корея	18,5	21,3	22,5	24,1	27,8	30,6	35,3	10,7	43,9	46,1	52,1	58,4	65,4
Япония	98,7	103,8	108,2	112,2	117,6	128,7	138,6	147,6	148,7	137,1	140,6	148,4	151,7
Германия	52,4	54,5	56,6	59,5	61,3	64,3	40,6	73,9	81,9	83,1	87,8	96,9	102,2
США	269,5	280,2	279,9	293,9	305,6	328,1	353,3	380,3	407,2	406,0	409,6	429,1	453,5

Страна/ год	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Франция	33,1	35,8	38,2	36,8	37,9	39,2	42,1	43,9	46,5	49,9	50,7	53,3	55,3
Сингапур	2,5	2,7	2,9	3,1	3,7	4,2	4,6	5,7	6,7	5,5	6,1	6,9	6,7
Китай	32,6	38,1	47,5	56,5	69,3	85,7	104,4	123,1	144,7	184,4	213,1	247,8	293,5
Велико- британия	27,8	29,2	30,6	31,1	31,9	34,1	37,1	38,7	39,4	39,6	38,1	39,2	39,1
Россия	10,5	12,6	14,6	17,2	16,9	18,1	22,8	26,5	30,1	34,6	33,1	35,2	37,8

Источник: Составлено автором на основе статистических данных ОЭСР. /Main Science and Technology Indicators, 2014 [Электронный ресурс]. URL: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=33210> (дата обращения: 03.08.2014)

Таблица 3

Расходы на исследования и разработки (R&D), % ВВП

Страна/ год	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ОЭСР, в целом	2,1	2,2	2,18	2,18	2,16	2,18	2,22	2,25	2,32	2,37	2,34	2,36	2,39
Корея	2,29	2,47	2,40	2,49	2,68	2,79	3,01	3,21	3,36	3,56	3,74	4,04	4,35
Япония	3,00	3,07	3,12	3,14	3,13	3,31	3,41	3,46	3,47	3,35	3,25	3,38	3,35
Германия	2,47	2,47	2,50	2,54	2,50	2,51	2,54	2,53	2,69	2,83	2,81	2,89	2,98
США	2,62	2,63	2,54	2,55	2,49	2,51	2,55	2,62	2,77	2,82	2,74	2,76	2,79
Франция	2,15	2,19	2,24	2,18	2,16	2,11	2,10	2,08	2,12	2,27	2,24	2,25	2,29
Сингапур	1,85	2,06	2,09	2,05	2,13	2,19	2,16	2,36	2,65	2,18	2,04	2,17	2,04
Китай	0,90	0,95	1,07	1,13	1,23	1,32	1,38	1,39	1,47	1,72	1,76	1,84	1,98
Великобритания	1,79	1,77	1,78	1,73	1,67	1,69	1,71	1,75	1,75	1,82	1,77	1,78	1,73
Россия	1,05	1,17	1,23	1,28	1,15	1,06	1,07	1,12	1,04	1,25	1,13	1,09	1,25

Источник: Составлено автором на основе статистических данных ОЭСР. /Main Science and Technology Indicators, 2014 [Электронный ресурс]. URL: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=33210> (дата обращения: 03.08.2014)

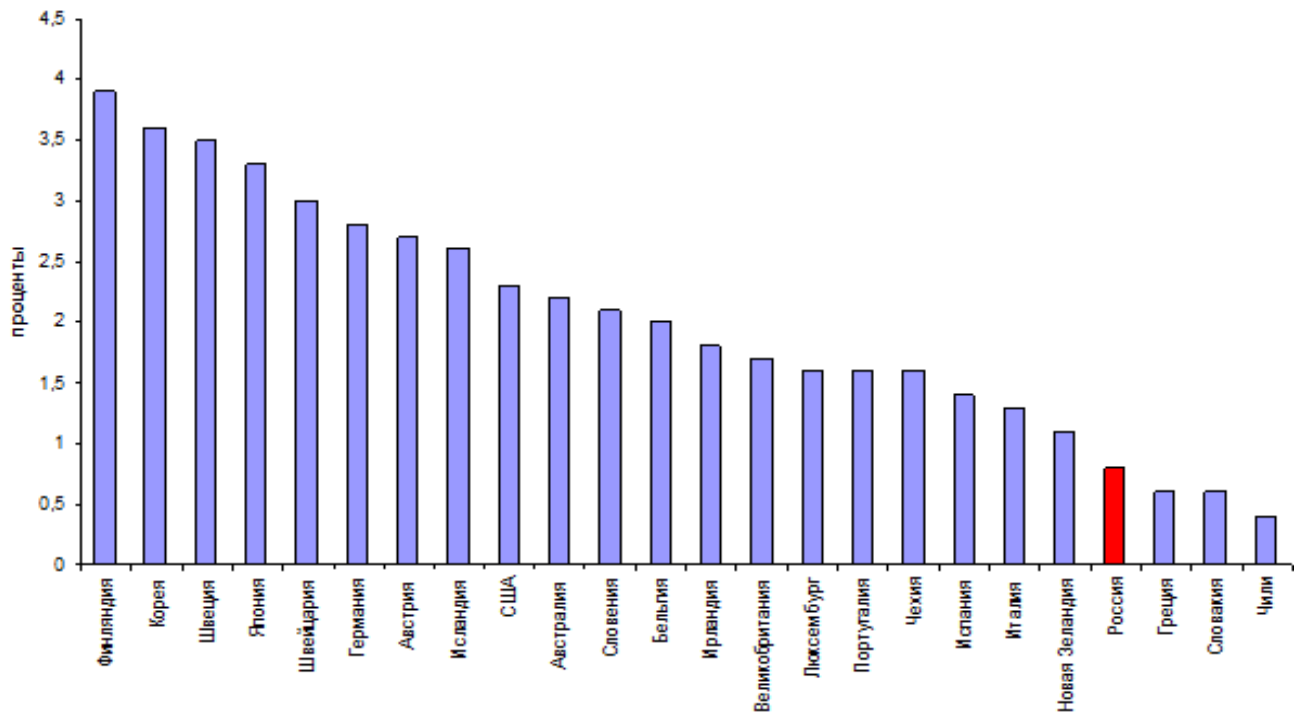


Рис. 1. Внутренние затраты на гражданские исследования и разработки по отношению к ВВП, %

Источник: Наука, технологии и инновации России. Краткий статистический сборник. 2012. М.: ИПРАН РАН, 2012. – 88 с.

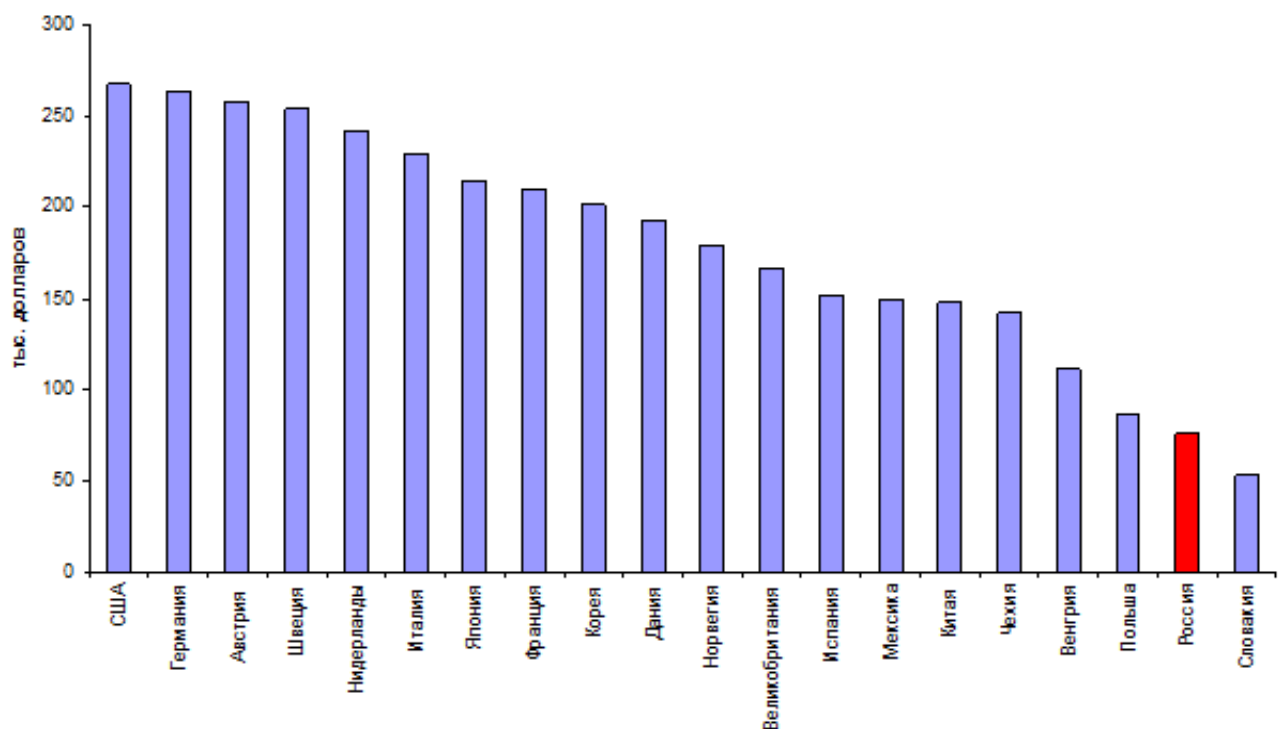


Рис. 2. Внутренние затраты на исследования и разработки в расчёте на одного исследователя, тыс. долл.

Источник: Наука, технологии и инновации России. Краткий статистический сборник. 2012. М.: ИПРАН РАН, 2012. – 88 с.

Приложение 3

Территориальная структура затрат на технологические инновации и производства инновационной продукции, %

Федеральный округ, субъект РФ	Затраты на технологические инновации						Объем инновационных товаров, работ и услуг					
	2000	2005	2009	2010	2011	2012	2000	2005	2009	2010	2011	2012
Центральный ФО	33,8	21,6	24,3	25,9	37,6	33,7	31,8	20,6	25,9	23,4	22,8	32,6
в т.ч.: Москва	24,2	7,7	6,5	5,7	23,4	19,5	16,6	5,3	3,8	5,2	7,5	17,2
Московская обл	2,0	5,3	2,9	3,0	1,8	5,8	4,8	7,3	9,3	7,3	4,9	6,3
Северо-Западный ФО	12,2	11,6	9,1	9,0	10,7	9,2	16,5	7,4	8,3	9,7	9,3	10,3
в т.ч.: Санкт-Петербург	5,1	5,6	4,1	5,0	5,2	5,5	3,4	1,9	5,3	6,8	6,3	7,8
Ленинградская обл	0,4	0,9	2,0	1,5	1,2	1,4	0,4	0,2	0,6	0,8	0,6	0,2
Южный ФО	4,9	5,6	2,2	2,5	2,1	4,3	2,3	3,2	7,1	7,0	2,8	1,8
Северо-Кавказский ФО	0,3	1,3	0,7	1,6	0,3	0,3	0,1	0,4	1,9	2,2	1,5	0,9
Приволжский ФО	23,7	27,8	20,4	19,8	22,5	26,9	36,4	49,0	42,6	43,9	37,1	33,1
Уральский ФО	14,4	20,1	20,5	23,0	14,2	11,7	8,7	15,4	9,3	8,8	8,5	5,2
Сибирский ФО	5,6	9,7	6,7	12,1	8,6	9,2	3,2	3,1	3,6	3,8	4,2	4,1
Дальневосточный ФО	5,1	2,3	16,2	6,0	4,1	4,6	1,0	0,8	1,4	1,3	13,7	11,9
Всего	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Источник: Составлено автором на основе: Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года. Москва. Март, 2013. С. 281 [Электронный ресурс]. URL: <http://government.ru/media/files/41d457592e04b76338b7.pdf> (дата обращения: 03.04.2014); Сведения об инновационной деятельности организации. Форма № 4-инновация [Электронный ресурс]. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/science_and_innovations/science/# (дата обращения: 03.04.2014); Регионы России. Социально-экономические показатели. 2013 [Текст]: Стат. сб. / Росстат. – М., 2013. – С. 824-826.

Структурное соотношение источников финансирования НИОКР в мире, %

Год		Страна	ОЭСР, в целом	Корея	Япония	Германия	США	Франция	Великобритания	Сингапур	Китай	Россия
2000		<i>Государство</i>	28,48	23,94	19,58	31,39	26,23	38,66	30,23	40,27	33,41	54,80
		Частный сектор	64,05	72,37	72,42	66,04	69,03	52,52	48,31	54,99	57,59	32,86
2001		<i>Государство</i>	28,91	24,96	19,01	31,44	27,79	39,92	28,86	38,41	-	57,22
		Частный сектор	63,39	72,45	73,05	65,65	67,21	54,21	45,54	54,19	-	33,62
2002		<i>Государство</i>	29,84	25,38	18,36	31,64	29,81	38,31	28,84	42,28	-	58,43
		Частный сектор	62,06	72,21	74,07	65,51	64,54	52,11	43,51	49,86	-	33,11
2003		<i>Государство</i>	30,33	23,86	18,02	31,16	30,75	39,01	31,75	41,77	29,91	59,61
		Частный сектор	61,57	74,01	74,64	66,26	63,33	50,77	42,18	51,56	60,11	30,76
2004		<i>Государство</i>	30,48	23,14	18,07	30,52	31,56	38,72	32,91	37,88	26,63	60,63
		Частный сектор	61,55	74,96	74,81	66,56	62,59	50,73	44,06	55,29	65,67	31,38
2005		<i>Государство</i>	29,65	23,02	16,76	28,38	30,79	38,63	32,73	36,41	26,34	61,94
		Частный сектор	62,23	74,95	76,12	67,57	63,31	51,93	42,06	58,75	67,04	30,01
2006		<i>Государство</i>	28,82	23,07	16,18	27,53	29,86	38,51	31,87	36,39	24,71	61,09

Страна		ОЭСР, в целом	Корея	Япония	Германия	США	Франция	Великобритания	Сингапур	Китай	Россия
Год											
	Частный сектор	63,18	75,44	77,06	68,29	64,27	52,32	45,19	58,33	69,05	28,81
2007	<i>Государство</i>	28,46	24,79	15,63	27,51	29,17	38,15	30,92	34,89	24,62	62,61
	Частный сектор	63,45	73,65	77,71	68,12	64,87	52,27	45,95	59,84	70,37	29,45
2008	<i>Государство</i>	29,24	25,40	15,62	28,40	30,89	38,92	30,66	29,88	23,59	64,72
	Частный сектор	62,66	72,88	78,17	67,27	63,52	50,82	45,42	63,47	71,74	28,69
2009	<i>Государство</i>	31,19	27,39	17,67	29,76	32,65	38,71	32,55	40,38	23,41	66,46
	Частный сектор	60,19	71,08	75,27	66,13	60,91	52,26	44,54	52,14	71,75	26,58
2010	<i>Государство</i>	31,14	26,75	17,17	30,29	35,59	37,14	32,28	40,22	24,02	70,35
	Частный сектор	58,71	71,80	75,93	65,59	57,17	53,49	44,05	53,12	71,69	25,51
2011	<i>Государство</i>	29,79	24,90	16,41	29,83	31,17	35,38	30,45	38,05	21,68	67,08
	Частный сектор	59,91	73,71	76,52	65,53	58,58	55,01	45,85	55,32	73,91	27,67
2012	<i>Государство</i>	-	23,85	16,84	-	30,79	-	28,95	38,54	21,57	67,84
	Частный сектор		74,73	76,11		59,13	-	45,63	53,37	74,04	27,23

Источник: Составлено автором на основе статистических данных ОЭСР: Main Science and Technology Indicators, 2014 [Электронный ресурс]. URL: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=33210> (дата обращения: 03.08.2014)

Показатели инновационной активности в России

	2009	2010	2011	2012	2013
Затраты организаций на технологические инновации, ВСЕГО <i>млрд. руб.</i>	399,1	400,8	733,8	904,6	н/д
В т.ч. затраты организаций обрабатывающих производств на технологические инновации, <i>млрд. руб.</i>	239,1	260,8	370,1	430,5	н/д
Объем инновационных товаров, работ, услуг. <i>млрд. руб.</i>	-	1 243,7	2 106,7	² 872,9	н/д
Доля высокотехнологичных и наукоемких отраслей экономики (соотношение добавленной стоимости и ВВП), %	24,4	22,8	21,9	22,3	22,9
Доля организаций, осуществлявших инновационную деятельность, %	9,3	9,5	10,4	10,3	н/д
Удельный вес малых предприятий, осуществлявших технологические инновации в общем числе обследованных малых предприятий, %	4,3	4,1	5,1	4,8	н/д
Удельный вес инновационных товаров в общем объеме отгруженных товаров организаций, %	4,4	4,8	6,3	8,0	н/д
Удельный вес инновационных товаров в общем объеме отгруженных товаров промышленного производства, %	4,5	4,9	6,1	7,8	н/д
Коэффициент изобретательской активности (число отечественных патентных заявок на изобретения, поданных в России, в расчете на 10 тыс. чел. населения), <i>ед</i>		1,85	2,00	2,00	н/д
Число разработанных передовых производственных технологий новых для России, <i>ед</i>		762	1028	1188	1276

Источник: Составлено автором на основе статистических данных Сведения об инновационной деятельности организации. Форма № 4-инновация; Сведения о технологических инновациях малого предприятия. Форма № 2-МП инновация; Сведения о создании и использовании передовых производственных технологий. Форма № 1-технология: [Электронный ресурс]. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/science_and_innovations/science/# (дата обращения: 03.04.2014)

Доля высокотехнологичных наукоемких отраслей в ВВП, %

Показатели	2009	2010	2011	2015	2018	2020
	в текущих ценах			в ценах 2011 года		
Высокотехнологичные наукоемкие отрасли – всего	8,5	8,1	7,7	9,4	10,9	12,0
Производство летательных аппаратов, включая космические	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Производство фармацевтической продукции	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Производство офисного оборудования и вычислительной техники	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Производство электронных компонентов, аппаратуры для радио, телевидения и связи	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Производство медицинских изделий; средств измерений, контроля, управления и испытаний; оптических приборов, фото- и кинооборудования; часов	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
Наукоемкие отрасли – всего	7,6	7,2	6,8	8,3	9,7	10,7
Научные исследования и разработки	1,2	1,3	1,2	1,8	2,0	2,1
Образование	2,9	2,6	2,5	2,8	3,2	3,5
Здравоохранение и предоставление социальных услуг	3,5	3,2	3,1	3,8	4,6	5,2

Источник: Составлено на основе: Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года. Москва. Март, 2013. С. 281 [Электронный ресурс]. URL: <http://government.ru/media/files/41d457592e04b76338b7.pdf> (дата обращения: 03.04.2014)

Этапы формирования финансовых институтов развития в России

Период	Внешние условия	Некоторые важные события	Особенности политики
1999-2003	Жесткие бюджетные ограничения, стимулирование инноваций - на периферии государственной политики	Созданы Российский банк развития (В настоящее время - Российский Банк поддержки малого и среднего предпринимательства (МСП Банк)) и Венчурный инновационный фонд (инвестиционную деятельность начал лишь в 2007)	Акцент на создании относительно небольших самофинансируемых институтов
2004 - 2006	Смягчение бюджетных ограничений, устойчивый экономический рост, повышенное внимание к его качеству	Российский банк развития начал реализацию программы поддержки МСП через региональных партнеров; Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере приступил к реализации программы «Старт»; начали создавать региональные венчурные фонды; учреждена Российская венчурная компания (РВК); принято решение о создании Российского инвестиционного фонда ИКТ	Акцент на региональной поддержке МСП; преимущественно институциональная роль государства (больше рассматривается с позиций «построил - ушел»)
2007 - 2008	Большой объем бюджетных доходов, стимулирование инноваций - в числе главных направлений государственной политики, попытка «привязать» существенные ресурсы к отдельным ключевым направлениям развития	Созданы государственные корпорации «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)», «Российская корпорация нанотехнологий (Роснанотех)» (ОАО «РОСНАНО»)	Запуск крупнейших институтов; повышение роли государства как активного участника инвестиционных процессов
конец 2008-2009	Экономический кризис, сокращение ресурсов, направляемых на стимулирование инноваций при большем внимании к результативности реализуемых мер	У «Российской корпорации нанотехнологий» временно изъята большая часть ресурсов; Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере вместо ряда реализовывавшихся ранее программ запустил программу «Антикризис»; учрежден Фонд посевных инвестиций РВК	Использование институтов или их ресурсов для реализации антикризисной политики; начало процесса создания институтов «второго уровня»
2010-2011	Улучшение ситуации в экономике, попытки извлечь	РВК и РОСНАНО создали ряд новых институтов, в том числе инфраструктурной направленности, а также	Активный процесс создания новых институтов, расширение

Период	Внешние условия	Некоторые важные события	Особенности политики
	уроки из кризиса, инновации - в числе основных декларируемых государством приоритетов	фонды в зарубежной юрисдикции; создан Фонд развития Центра разработки и коммерциализации новых технологий (Фонд «Сколково»); по инициативе государства Внешэкономбанк учредил Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ) и Фонд «ВЭБ Инновации»; Российский банк развития начал реализацию программы поддержки модернизации и инноваций	международной деятельности; усиление внимания к улучшению инвестиционного климата

Источник: Симачев Ю., Кузык М., Иванов Д. Российские финансовые институты развития: верной дорогой? //Вопросы экономики. – 2012. – № 7. – С. 4-29

Характеристика финансовых институтов развития инноваций в России

Наименование	Год создания	Правовая форма	Участники	Модель деятельности	Форма поддержки	Стадия инвестиционного цикла
Российский фонд технологического развития (РФТР)	1991	Федеральное государственное автономное учреждение	Российская Федерация	Финансирование научно-технических проектов и экспериментальных разработок	Льготные займы	Становление, рост
Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере (Фонд содействия)	1994	Федеральное государственное бюджетное учреждение	Российская Федерация	Финансирование НИОКР малых инновационных фирм за счет бюджетных средств	Гранты	Посевная
Российский Банк поддержки малого и среднего предпринимательства (МСП Банк)	1999	Открытое акционерное общество	Внешэкономбанк	Поддержка МСП посредством целевого финансирования региональных партнеров - банков и организаций инфраструктуры	Кредиты (в т.ч. микрофинансирование), лизинг, инвестиции, гарантии	Как правило, позднее
Российская венчурная компания (РВК)	2006	Открытое акционерное общество	Российская Федерация	Государственный фонд фондов	Инвестиции	Посевная, стартап, рост
Региональные венчурные фонды	2006	Закрытые паевые инвестиционные фонды особо рискованных (венчурных) инвестиций	Региональные фонды содействия развитию инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере (финансируемые в равных	«Классические» венчурные фонды	Инвестиции	Венчурная

Наименование	Год создания	Правовая форма	Участники	Модель деятельности	Форма поддержки	Стадия инвестиционного цикла
			долях из федерального и регионального бюджетов) - 50%; сторонние инвесторы - 50%			
Российский инвестиционный фонд информационно-коммуникационных технологий (Росинфокоминвест)	2007	Открытое акционерное общество	Российская Федерация	финансирование инновационных компаний в сфере информационно-коммуникационных технологий	Инвестиции	посевная, стартап
РОСНАНО	2007	Открытое акционерное общество	Российская Федерация	Финансирование инновационных компаний, венчурных и инвестиционных фондов	Инвестиции	Развитие и расширение производств
Внешэкономбанк	2007	Государственная корпорация	Российская Федерация	Банк развития финансирует крупные инвестиционные проекты	Кредиты, инвестиции, гарантии	Развитие и расширение производств
Фонд посевных инвестиций РВК	2009	Общество с ограниченной ответственностью	РВК - 99%; Фонд содействия - 1%.	Инвестиционный фонд ранних стадий	Инвестиции	Посевная
Фонд развития Центра разработки и коммерциализации новых технологий (Фонд «Сколково»)	2010	Некоммерческая организация	Российская академия наук, Внешэкономбанк, Фонд содействия инновациям, МГТУ им. Н. Э. Баумана, РОСНАНО, РВК	Финансирование инновационных проектов компаний-участников инновационного центра	Гранты	посевная, стартап

Источник: Составлено автором на основе: Симачев Ю., Кузык М., Иванов Д. Российские финансовые институты развития: верной дорогой? //Вопросы экономики. – 2012. – № 7. – С. 4-29. С нашими корректировками и изменениями

Таблица 1

Финансовые возможности РВК

Распределение средств	Сумма, млрд рублей
Уставный капитал РВК	30
Стоимость чистых активов РВК по состоянию на 31.12.2012 года	35
Общий объем фондов, созданных и создаваемых с участием капитала РВК. <i>созданы и работают на рынке фонды общим объемом 27,2 млрд рублей. Фонд МВК (объемом 2 млрд рублей) находится на стадии дополнительной экспертизы</i>	29,2
Общий объем проинвестированных средств РВК, уже отгруженных или под обязательствами (коммитментами) перед фондами с участием капитала РВК	17,6
Объем средств, уже перечисленных (отгруженных) в фонды, созданные с участием капитала РВК	11
Общий объем средств, обремененных обязательствами (коммитментами) перед фондами РВК, но находящихся на счетах РВК	6,6
Общий объем свободных средств, находящихся на счетах РВК	16,1
Общий объем средств РВК, инвестирование которых запланировано на 2013-2016 годы (прогнозируемые новые коммитменты РВК)	9,1

Источник: Направления работы ОАО «РВ К» на 2014-2016 годы [Электронный ресурс]. URL: http://www.rusventure.ru/ru/company/legal_basis/directions_RVC_2014_2016.pdf (дата обращения: 13.10.2014)

Таблица 2

Фонды, сформированные ОАО «РВК»

Наименование фонда	Организационно-правовая форма	Размер фонда, млн. руб.
ВТБ – Фонд венчурный	ЗПИФ ОР(В)И	3 061
Биопроцесс Кэпитал Венчурс	ЗПИФ ОР(В)И	3 000
Максвелл Биотех	ЗПИФ ОР(В)И	3 061
Лидер-Инновации	ЗПИФ ОР(В)И	3 000
Инновационные решения	ЗПИФ ОР(В)И	1 800
С-Групп Венчурс	ЗПИФ ОР(В)И	1 800
Новые технологии	ЗПИФ ОР(В)И	612,2
Фонд посевных инвестиций РВК	ООО	2 000
Инфраструктурные инвестиции РВК	ООО	1 100
Биофармацевтические инвестиции РВК	ООО	786
Гражданские технологии ОПК	ООО	500
Softline Seed Fund – Посевной фонд Софтлайн		34
Посевной фонд высоких технологий		33
RVC I LP (Великобритания)		1 150
RVC IVFRT LP (Великобритания)		1 200

Источник: Направления работы ОАО «РВ К» на 2014-2016 годы [Электронный ресурс]. URL: http://www.rusventure.ru/ru/company/legal_basis/directions_RVC_2014_2016.pdf (дата обращения: 13.10.2014)

Финансовые показатели деятельности ОАО «РВК»

Показатели	2011	2012
Капитал (собственные средства), млрд. руб.	34,728	34,998
Активы, млрд. руб.	34,813	35,089
Объем одобренного финансирования за год, млрд. руб., Всего	2,4	3,12
в т.ч. займы, кредиты	0,1	0,1
Участие в капитале	2,3	2,97
Иные формы	0,01	0,05
Количество одобренных проектов	42	36
Объем реализованной продукции компаниями, профинансированными институтом развития, млрд. руб.	2,065	3,372
в т.ч. инновационного характера	1,847	3,372
Отчисления в бюджетную систему РФ компаниями, профинансированными фондами РВК, млрд.руб.	0,229	0,351

Источник: Составлено автором на основе данных: Направления работы ОАО «РВК» на 2014-2016 годы (Утверждены решением совета директоров открытого акционерного общества «российская венчурная компания» Протокол №7 от 30 июля 2013 года). М., 2013. С. 86 Направления работы ОАО «РВ К» на 2014-2016 годы [Электронный ресурс]. URL: http://www.rusventure.ru/ru/company/legal_basis/directions_RVC_2014_2016.pdf (дата обращения: 13.10.2014)

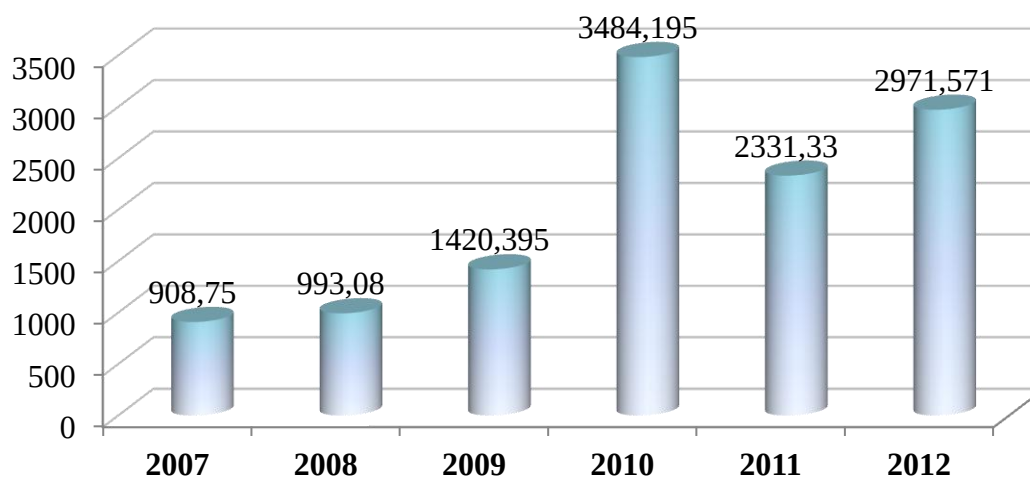


Рис. 1. Объем инвестиций фондов с участием капитала РВК, млн. руб.

Источник: Направления работы ОАО «РВК» на 2014-2016 годы [Электронный ресурс]. URL: http://www.rusventure.ru/ru/company/legal_basis/directions_RVC_2014_2016.pdf (дата обращения: 13.10.2014)

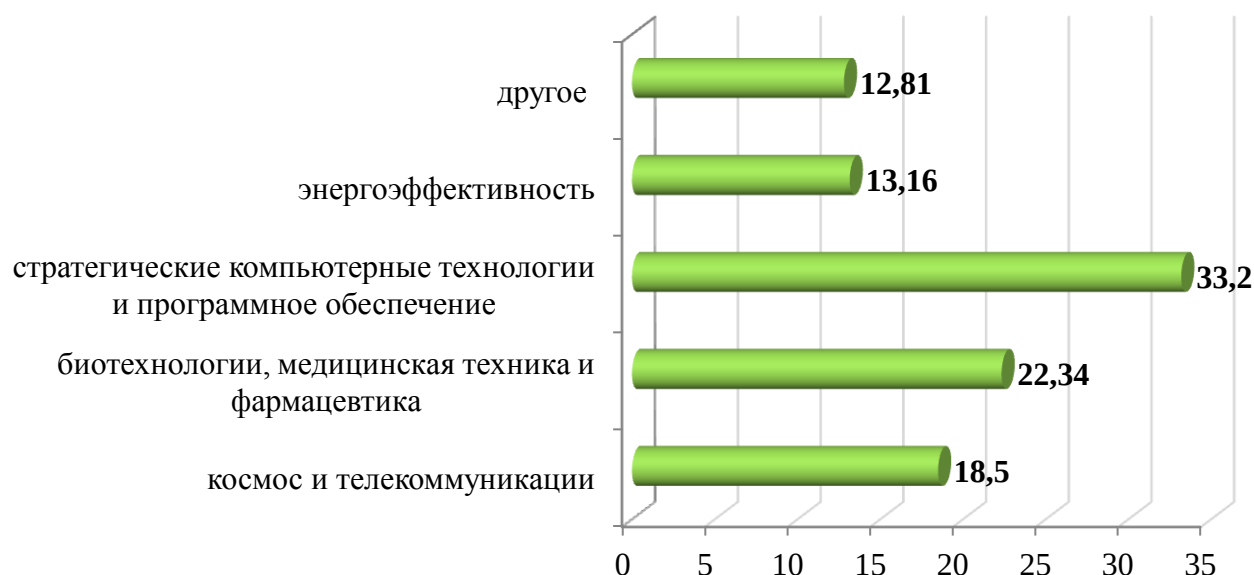


Рис. 2. Распределение объема инвестиций фондов РВК по приоритетным направлениям модернизации и технологического развития экономики за 2007–2012 гг., %

Источник: Направления работы ОАО «РВК» на 2014-2016 годы [Электронный ресурс]. URL: http://www.rusventure.ru/ru/company/legal_basis/directions_RVC_2014_2016.pdf (дата обращения: 13.10.2014)

Таблица 4

Показатели деятельности ОАО «РВК»

Показатели	2012 год	План на 2016 год
Общий объем фондов и венчурных секций фондов РЕ, действующих на российском рынке, млрд рублей.	201	300
Общий объем инвестиций в инновационные компании на венчурном рынке РФ за год, млрд рублей.	30	60
Общий объем инвестиционных обязательств (коммитментов) РВК на конец года, млрд рублей.	17,9	27
Доля частного капитала в общем объеме капитала инновационных и сервисных компаний, получивших инвестиции фондов РВК, %.	25	35
Общее число инновационных проектов (команд), принявших участие в конкурсах, премиях и отборах, организованных и поддержанных РВК, штук.	2500	5000
Общий объем специализированных фондов (посевных, ранней стадии, инфраструктурных и отраслевых кластерных), созданных с участием капитала РВК, млрд рублей.	4,5	11,5
Доля инвестиций в компании предпосевной и посевной стадий в общем объеме инвестиций фондов РВК, %.	10	25

Источник: Направления работы ОАО «РВК» на 2014-2016 годы [Электронный ресурс]. URL: http://www.rusventure.ru/ru/company/legal_basis/directions_RVC_2014_2016.pdf (дата обращения: 13.10.2014)

Инвестиции региональных венчурных фондов

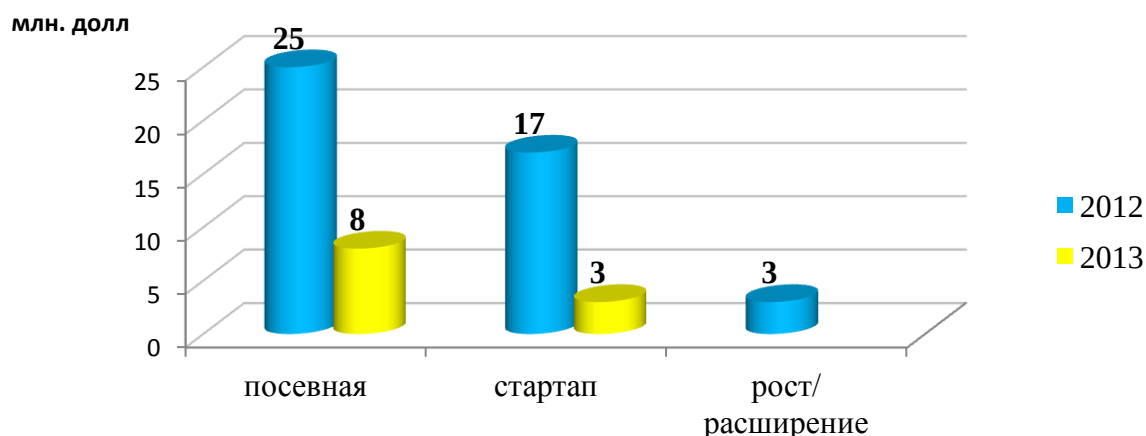


Рис. 1. Структура инвестиций региональных венчурных фондов по стадиям инвестиционного цикла, млн. долл.

Источник: Составлено автором на основе данных:

Обзор российского рынка прямых и венчурных инвестиций за 2013 год С. 69. [Электронный ресурс]. URL: http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA_yearbook_2014_Russian_PE_and_VC_market_review_2013_ru.pdf С. 69. (дата обращения: 13.10.2014)

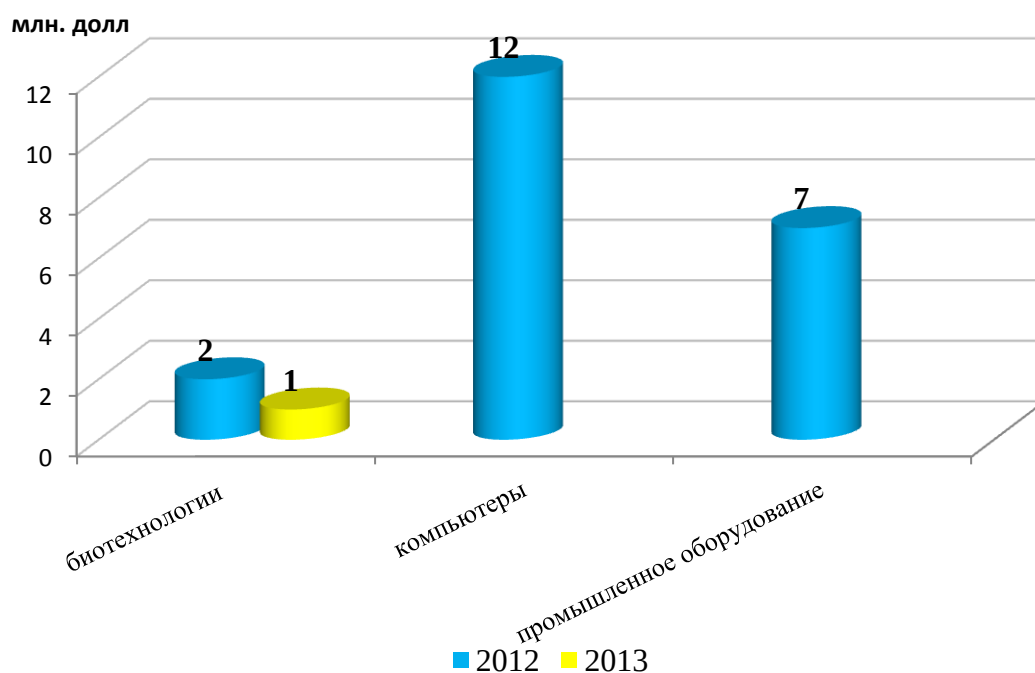


Рис. 2. Структура инвестиций региональных венчурных фондов по отраслям экономики, млн. долл.

Источник: Составлено автором на основе данных:

Обзор российского рынка прямых и венчурных инвестиций за 2013 год С. 69. [Электронный ресурс]. URL: http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA_yearbook_2014_Russian_PE_and_VC_market_review_2013_ru.pdf С. 69. (дата обращения: 13.10.2014)

Основные параметры и ограничения деятельности институтов развития по поддержке инновационных компаний и проектов

Институт развития	Форма поддержки	Характеристики поддерживаемых компаний			Характеристики поддерживаемых проектов		
		«возраст», лет	численность занятых, человек	объем выручки (дохода), млн. руб.	объем поддержки, млн. руб.	срок поддержки, лет	софинансирование, %
Фонд содействия инновациям (программа «Старт»)	Гранты	До 2	≤100	До 0,3	I год - до 1; II год - до 2; III год - до 3	1 - 3	I год - 0; II год - ≥50; III год - ≥50
Фонд посевных инвестиций РВК	Инвестиции	≤3		≤10	До 25	1 - 5	≥25
Фонд «Сколково»	Гранты				1,5 - 300	До 10 ⁶	0 - 75
Региональные венчурные фонды	Инвестиции		До 250	До 1000	До 36 - 120 ⁶	До 7 ²	25 - 75
Венчурные фонды РВК	Инвестиции			≤75	До 300 - 1000	До 5 - 10	
Биофонд РВК	Инвестиции				≤100 ⁶		≥50
Российский фонд технологического развития	Кредиты				Как правило, ≤300	До 5	
Росинфокоминвест	Инвестиции				≤150	2 - 6	≥50
РОСНАНО	Инвестиции			≥250 ^е	300 - 1300	≤10	≥25 - 50
Внешэкономбанк	Кредиты				≥1000 (объем проекта ≥2000)	Как правило, более 3 (срок окупаемости - более 5)	≥20

Институт развития	Форма поддержки	Характеристики поддерживаемых компаний			Характеристики поддерживаемых проектов		
		«возраст», лет	численность занятых, человек	объем выручки (дохода), млн. руб.	объем поддержки, млн. руб.	срок поддержки, лет	софинансирование, %
МСП Банк	Кредиты		До 250	До 1000	До 60; микрофинансирование - 0,1 - 1 по одному договору (≤ 10 по всем договорам с одним субъектом МСП); финансирование для инноваций и модернизации - до 150	0,5 - 5; микрофинансирование - от 0,25 до 2; финансирование для инноваций и модернизации - от 1 до 5 - 7 ^{жс}	0 или $\geq 15^{жс}$
	Лизинг	> 1	до 250	До 1000	От 0,15 - 60 до 60 150	До 5	≥ 15 - 30
	Инвестиции		до 250	До 1000	До 60	5 - 7	$\geq 15^3$
Российский фонд прямых инвестиций	Инвестиции				1500 - 15 000 ^и		≥ 50

Источник: Симачев Ю., Кузык М., Иванов Д. Российские финансовые институты развития: верной дорогой? [Текст] / Ю.Симачев, М.Кузык М., Д. Иванов //Вопросы экономики. – 2012. – № 7. – С. 4-29.

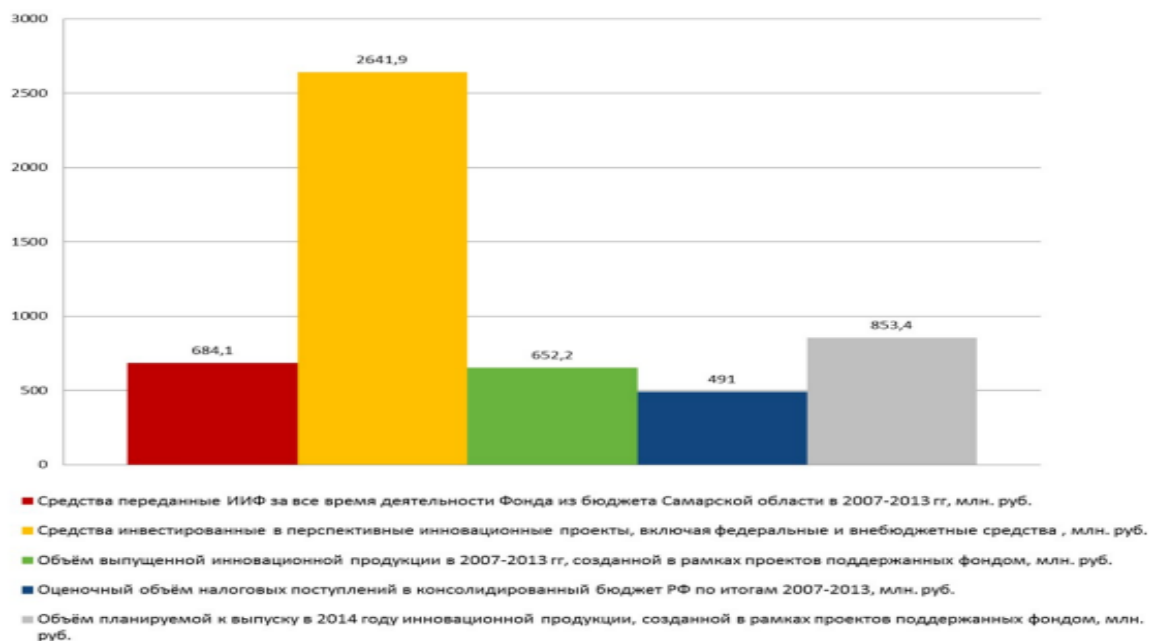


Рис. 1. Эффективность средств Самарской области, выделенных Инновационному фонду на осуществление уставной деятельности

Источник: Итоги деятельности Инновационного фонда за 2007-2013 годы [Электронный ресурс]. URL: <http://www.samarafond.ru/upload/file/%D0%98%D1%82%D0%BE%D0%B3%D0%B8%20%D0%B4%D0%B5%D1%8F%D1%82%D0%B5%D0%BB%D1%8C%D0%BD%D0%BE%D1%81%D1%82%D0%B8%20%D0%98%D0%BD%D0%BD%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%86%D0%B8%D0%BE%D0%BD%D0%BD%D0%BE%D0%B3%D0%BE%20%D1%84%D0%BE%D0%BD%D0%B4%D0%B0%20%D0%B7%D0%B0%202007-2013.pdf> (дата обращения: 13.08.2014)

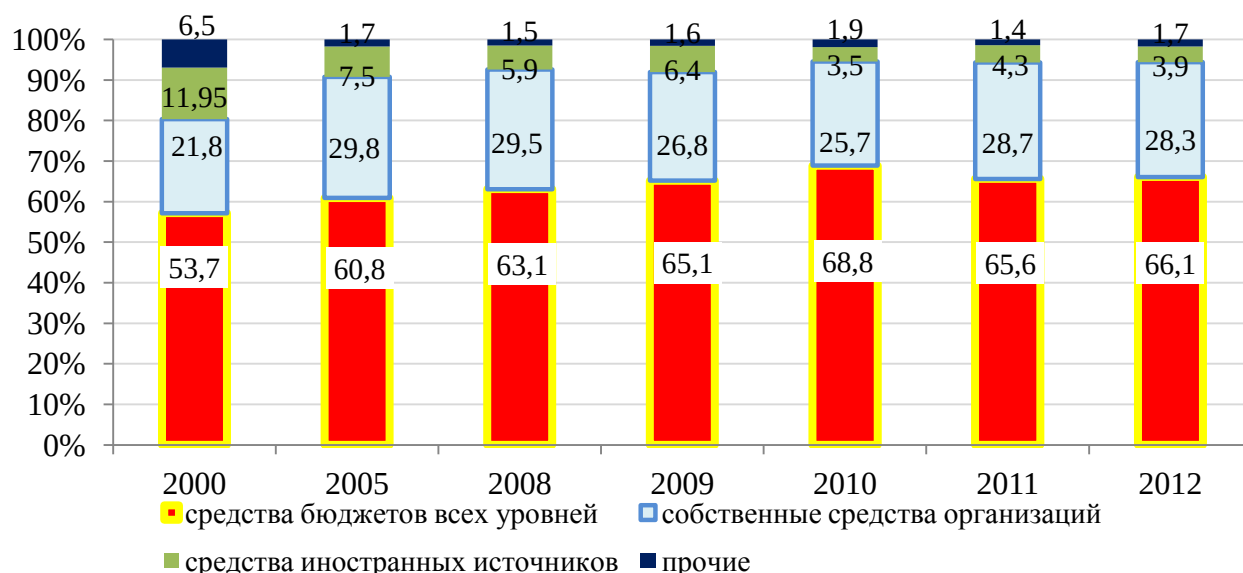


Рис. 2. Российская структура финансирования затрат на исследования и разработки, %

Источник: Составлено автором на основе данных:

Россия в цифрах. 2014. Крат.стат.сб./Росстат- М., 2014 - 558 с. [Электронный ресурс]. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b14_11/IssWWW.exe/Stg/d02/22-09.htm (дата обращения: 03.04.2014)

Таблица 1

**Внутренние затраты на исследования и разработки
по источникам финансирования, млн. руб.**

	2000	2005	2008	2009	2010	2011	2012
Все затраты в т.ч. по источникам финан- сирования:	76697,1	230785,2	431073,2	485834,3	523377,2	610426,7	699869,8
средства бюджетов всех уровней, включая бюджетные ассигнования на содержание об- разовательных учреждений выс- шего образования и средства ор- ганизаций государственного сек- тора.	41190,9	140463,8	272098,8	315928,7	360334,2	400235,7	462203,2
собственные средства научных организаций	6947,2	20743,8	35855,1	35312,3	47407,6	73293,5	78520,6
средства внебюджетных фондов	4969,7	4048,3	6343,7	7952,7	10140,0	8808,5	11675,6
средства организаций предпринимательского сек- тора	14326,2	47759,8	89959,7	94529,9	85863,3	99408,1	118219,6
средства образователь- ных организаций высшего образования	58,1	181,2	518,1	327,2	508,2	1568,8	891,8
средства частных неком- мерческих организаций	32,6	60,4	674,9	377,3	556,5	966,5	608,4
средства иностранных источников	9172,4	17528,0	25622,8	31406,1	18567,5	26145,5	27750,7

Источник: Составлено автором на основе данных: Россия в цифрах. 2014. Крат. стат. сб./Росстат- М., 2014 - 558 с. [Электронный ресурс]. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b14_11/IssWWW.exe/Stg/d02/22-09.htm(дата обращения: 03.04.2014)

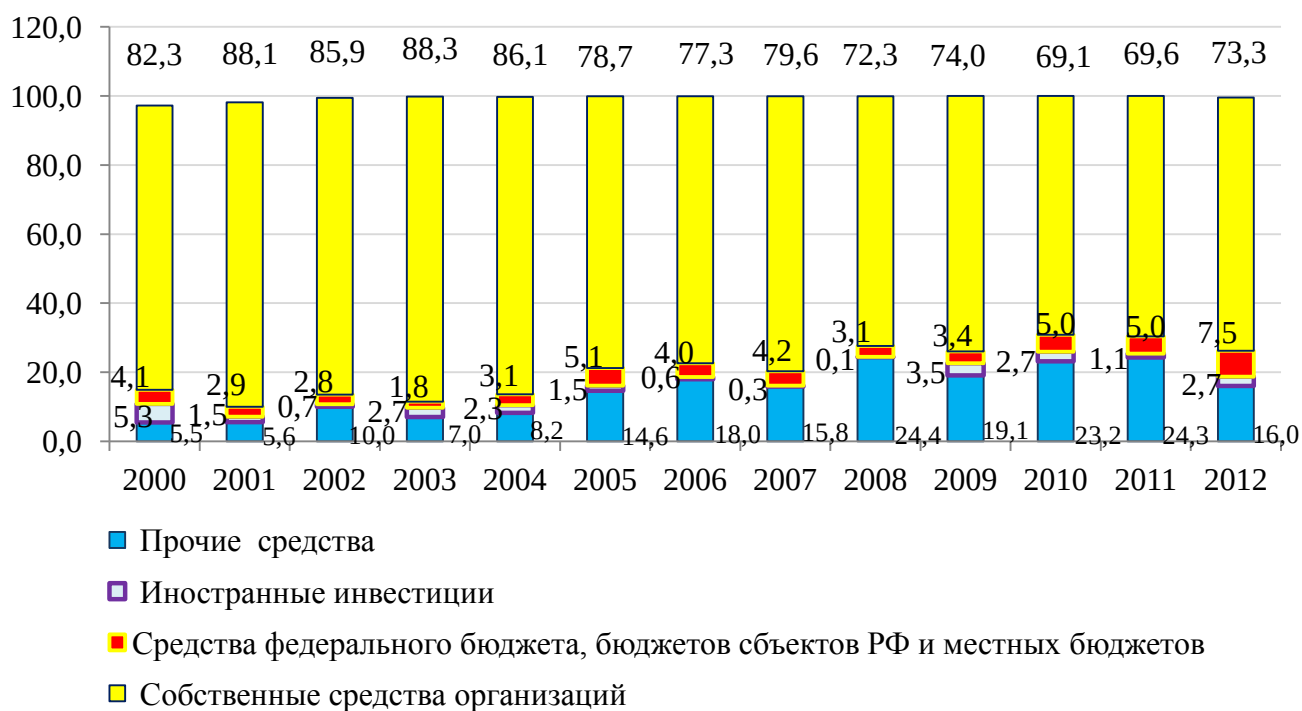


Рис. 3. Структура затрат на технологические инновации в промышленном производстве по источникам финансирования

Источник: Составлено автором на основе данных:

Статистика инноваций в России (презентация). Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики. [Электронный ресурс]. URL: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/business/nauka/ind_2020/pril3.pdf (дата обращения: 03.04.2014)

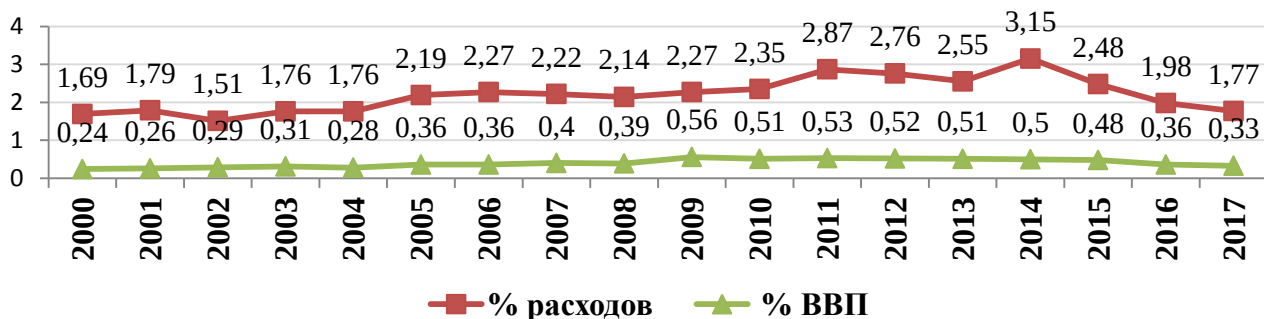


Рис. 4. Доля расходов федерального бюджета России на гражданскую науку в ВВП и совокупных расходах федерального бюджета, %

Источник: Составлено автором на основе данных Росстата [Электронный ресурс]. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/science_and_innovations/science/# (дата обращения: 13.08.2014); О федеральном бюджете на 2013 год и на плановый период 2014 и 2015 годов (03 декабря 2012 г.). Федеральный закон от 03.12.2012 № 216-ФЗ (ред. от 02.12.2013) // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»; О федеральном бюджете на 2014 год и на плановый период 2015 и 2016 годов (02 декабря 2013 г.). Федеральный закон от 02.12.2013 №349-ФЗ (ред. от 26.12.2014) // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»; Основные направления бюджетной политики на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов [Электронный ресурс]. URL: http://www.minfin.ru/common/upload/library/2014/07/main/ONBP_2015-2017.pdf (дата обращения: 13.08.2014)

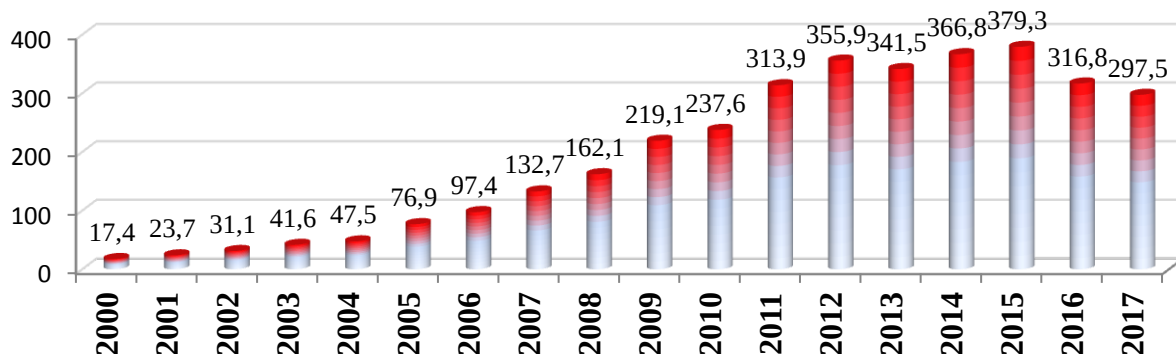


Рис. 5. Расходы федерального бюджета России на гражданскую науку, млрд. руб.

Источник: Составлено автором на основе данных Росстата [Электронный ресурс]. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/science_and_innovations/science/# (дата обращения: 13.08.2014); О федеральном бюджете на 2013 год и на плановый период 2014 и 2015 годов (03 декабря 2012 г.). Федеральный закон от 03.12.2012 № 216-ФЗ (ред. от 02.12.2013) // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»; О федеральном бюджете на 2014 год и на плановый период 2015 и 2016 годов (02 декабря 2013 г.). Федеральный закон от 02.12.2013 №349-ФЗ (ред. от 26.12.2014) // Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]. /Компания «Консультант Плюс»; Основные направления бюджетной политики на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов [Электронный ресурс]. URL: http://www.minfin.ru/common/upload/library/2014/07/main/ONBP_2015-2017.pdf (дата обращения: 13.08.2014)

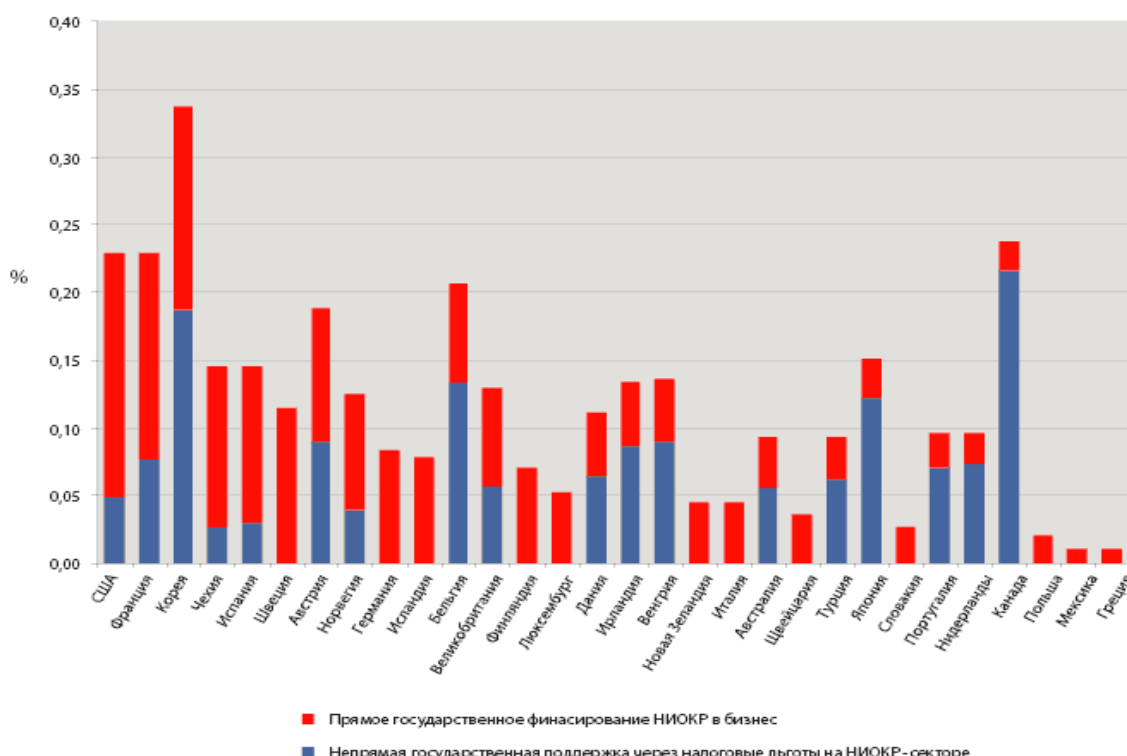


Рис. 6. Государственное стимулирование инновационной активности бизнеса в странах ОЭСР, % ВВП

Источник: Государственные инициативы в области инноваций //»Эксперт» – инновации: Сборник аналитических материалов. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.raexpert.ru/researches/expert-inno/part2> (дата обращения: 26.07.2014)

Венчурный рынок

Таблица 1

Механизмы венчурного финансирования в США и России

Критерии для сравнения	США	Россия
Источники финансовых средств	Средства частных инвесторов и общественных организаций, бюджетные средства отсутствуют.	Преимущественно 100% бюджетные средства, либо некоторое участие сторонних инвесторов (в основном организаций с государственным капиталом).
Цель	Получение прибыли партнерами – венчурными капиталистами (ВК).	Реализация «инновационных проектов» при условии безубыточности.
Организационно-правовая форма	Товарищество с ограниченной ответственностью, акционерное общество.	Государственное предприятие (корпорация), учреждение, фонд.
Механизм отбора объектов инвестирования	Прямые переговоры между менеджерами фондов и предпринимателями. Поиск, как со стороны ВК, так и фирм.	Конкурсный отбор заявок на основе определённых формальных показателей.
Объёмы инвестирования	Объём инвестиций определяется по результатам переговоров. «Плавающий» размер венчурных фондов, инвесторы могут вносить средства постепенно. Возможны периоды, когда инвестирование прекращается, несмотря на наличие средств.	Объём инвестирования определяется размерами фонда, который предстоит «освоить». В случае минимума заявок возможна реализация коммерчески несостоятельных (имеющих неприемлемую степень риска) проектов.
Длительность периода существования венчурного фонда	Как правило, не больше 10 лет	Не ограничено
Процедуры «выхода»	1) по мере достижения фирмой «достаточного» размера – проведение процедуры IPO на фондовом рынке, возврат средств в фонд с приростом; 2) после окончания срока существования фонда – ликвидация, полный возврат средств партнёрам-инвесторам	1) возврат средств фирмой посредством «выкупа» или «погашения займа»; 2) нет сроков ликвидации фонда, инвестор может выйти по «индивидуальной договорённости»
Участие в работе инновационных фирм со стороны ВК	Непосредственное участие в менеджменте, вплоть до назначения первых лиц	Периодический финансовый контроль

Источник: Ореховский П. Особенности российского венчурного финансирования (почему Россия - не Америка) [Электронный ресурс]. URL: <http://budget4me.ru/ob/faces/analytics/view/20130916001858> (дата обращения: 03.08.2014)

Таблица 2

Динамика развития венчурного рынка РФ

Параметр/год	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Общий объем венчурных фондов и венчурных секций фондов РЕ, работающих на рынке РФ, млн долл.	800	1200	1300	2000	4500	6700
Число активно действующих фондов, единиц	20	28	36	50	112	151
Объем венчурных инвестиций на рынке РФ, млн долл.	108	162	123	303	500	1000
Общий (объявленный) объем новых фондов с участием капитала РВК млн долл.	195	417	64	78	69	134
Число венчурных сделок на рынке РФ, единиц	34	67	48	81	200	400
Общий объем фондов с участием капитала РВК накопленным итогом, млн долл.	195	612	676	754	823	957
Объем венчурных инвестиций фондов РВК млн долл.	34	40	45	115	79	96
Объем венчурных инвестиций фондов РВК накопленным итогом, млн долл.	34	74	119	234	313	409
Общий объем коммитментов РВК по годам, млн долл.	117	255	64	81	73	66
Общий объем коммитментов РВК накопленным итогом, млн долл.	117	372	436	517	590	656
Число сделок фондов РВК, единиц	7	7	8	39	42	36

Источник: Направления работы ОАО «РВ К» на 2014-2016 годы [Электронный ресурс]. URL: http://www.rusventure.ru/ru/company/legal_basis/directions_RVC_2014_2016.pdf (дата обращения: 13.10.2014)

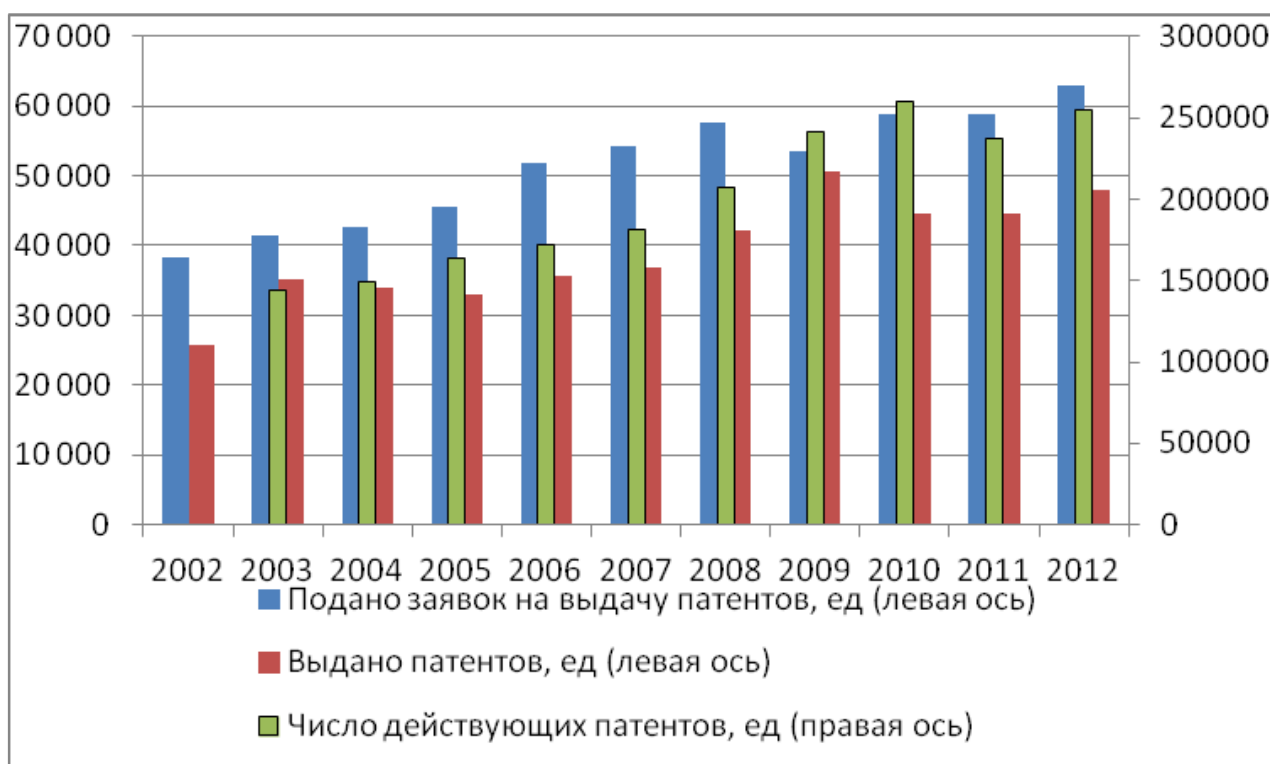


Рис. 1. Динамика патентных заявок, выдачи и действующих патентов в России

Источник: Составлено автором на основе данных Росстата: [Электронный ресурс]. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/science_and_innovations/science/# (дата обращения: 01.08.2014)

Определения термина «краудфандинг»

Автор / Источник	Определение
Ahlers, G.K.C. et al.	Форма сбора денежных средств физическим лицом или группой лиц путём добровольного пожертвования обычно (крайне) малых сумм на поддержку определённой цели
Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., Parasuraman, A.	Личная инициатива, предпринятая, чтобы собрать деньги для нового проекта, предложенного кем-то, осуществляемая посредством небольших и средних по размеру инвестиций группы заинтересованных лиц
Schwienbacher, A., Larralde, B.	Открытый запрос через интернет (преимущественно), на предоставление финансовых ресурсов в форме безвозмездных пожертвований, в обмен на вознаграждение некой формы и/или права голоса
Rubinton, B.	Процесс, в котором одна сторона привлекает средства для финансирования проекта, запрашивая и получая небольшие взносы от большого количества заинтересованных людей в обмен на предоставление определённой ценностной формы этим людям
Гусева Д., Малыхин Н.	Коллективный вклад людей, которые используют свои ресурсы для поддержания проектов, инициированных другими людьми и организациями. В современном мире этот процесс происходит с использованием интернета
Тегин В., Усманов Б.	Коллективное сотрудничество, основанное на доверии тех, кто объединяет свои финансовые или иные ресурсы через Интернет, чтобы поддержать проекты, начатые по инициативе других людей (организаций)

Источник: Составлено автором на основе: Ordanini, A.; Miceli, L.; Pizzetti, M.; Parasuraman, A. Crowd funding: Transforming customers into investors through innovative service platforms // Journal of Service Management. 2011. № 22 (4), pp. 443; Ahlers, G.K.C. et al. Signaling in Equity Crowdfunding. 2012; Ordanini, A.; Miceli, L.; Pizzetti, M.; Parasuraman, A. (2011). Crowd funding: Transforming customers into investors through innovative service platforms // Journal of Service Management 22 (4): 443. doi:10.1108/09564231111155079; Schwienbacher, A. and Larralde, B. Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures [Электронный ресурс]. URL: http://www.em-a.eu/fileadmin/content/REALISE_IT_2/REALISE_IT_3/CROWD_OUP_Final_Version.pdf (дата обращения: 02.09.2013); Rubinton, B. Crowdfunding: disintermediated investment banking. Available at SSRN 1807204. [Электронный ресурс]. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1807204 (дата обращения: 14.11.2011).; Гусева Д.Е., Малыхин Н.И. Краудфандинг: сущность, преимущества и риски [Текст] / Д.Е. Гусева, Н.И. Малыхин // Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия: Экономика и право. – 2014. – № 9-10. – С. 30-34.; Тегин В.А., Усманов Б.Ф. Конкурентные перспективы краудтехнологий [Текст] / В.А.Тегин, Б.Ф. Усманов // Мир транспорта. – 2013. – № 4 (48). – С. 96-101.

Рынок краудфандинга

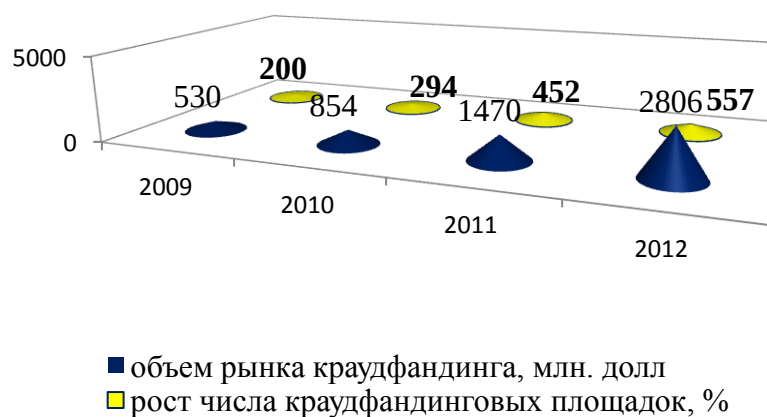


Рис. 1. Динамика мирового рынка краудфандинга

Источник: Составлено автором на основе:

Crowdfunding industry report: Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms. The industry website TM. May 2012. Research Report. Abridged Version, p.13-15.. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.crowdfunding.nl/wp-content/uploads/2012/05/92834651-Massolution-abridged-Crowd-Funding-Industry-Report1.pdf>. (дата обращения: 26.07.2014).

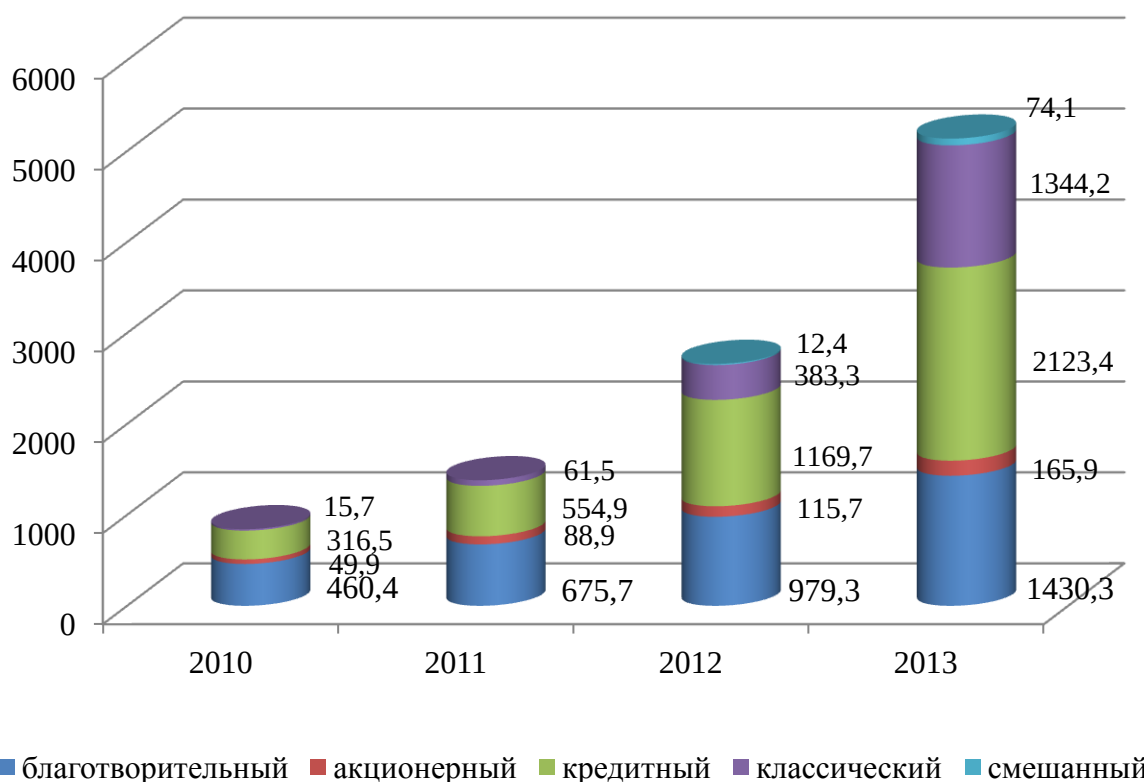


Рис. 2. Структурная динамика рынка краудфандинга, млн. долл.

Источник: Составлено автором на основе: 2013CF The Crowdfunding industry report. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.compromisoempresarial.com/wp-content/uploads/137356857-Massolution-2013CF-Excerpt-Revised-04182.pdf> (дата обращения: 26.07.2014).



Рис. 3. Топ-10 направлений деятельности краудфандинга в мире, %

Источник: Составлено автором на основе:

2013CF The Crowdfunding industry report. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.compromisoempresarial.com/wp-content/uploads/137356857-Massolution-2013CF-Excerpt-Revised-04182.pdf> (дата обращения: 26.07.2014).

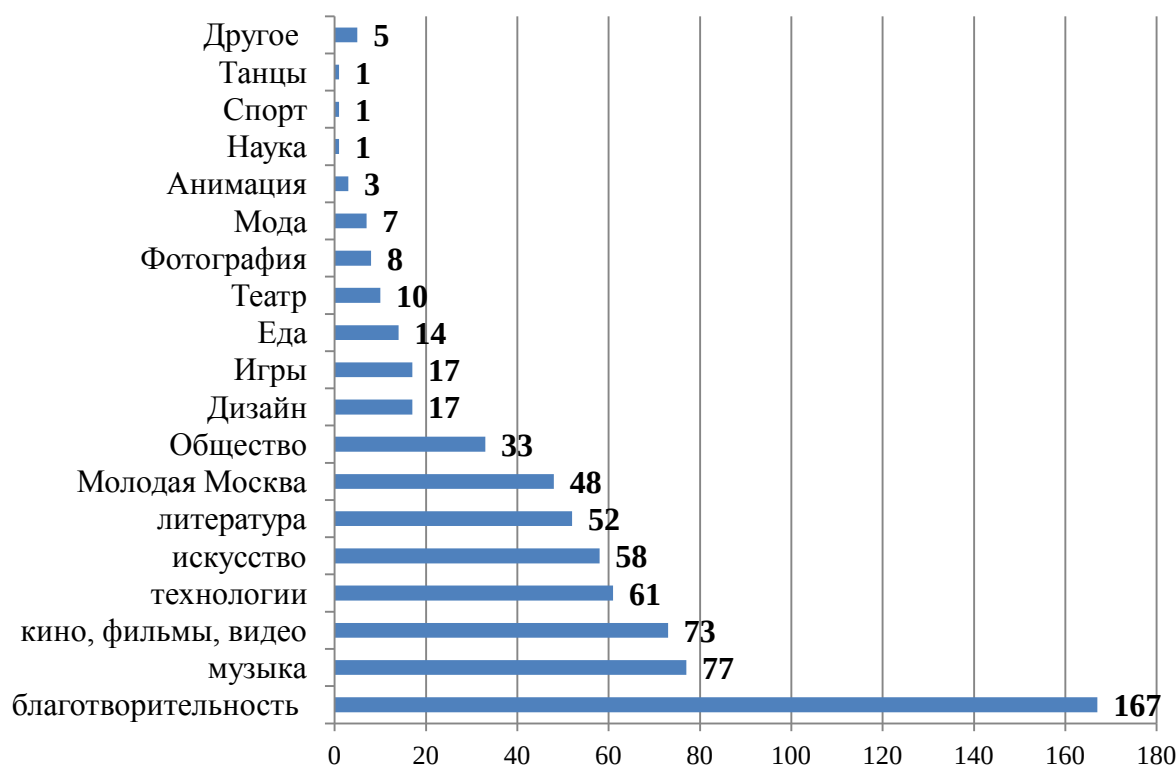


Рис. 4. Текущие краудфандинговые проекты в России

Источник: Портал крауд-сервисов [Электронный ресурс]. URL: http://crowdsourcing.ru/crowdfunding_projects/tracking (дата обращения: 20.07.2014).

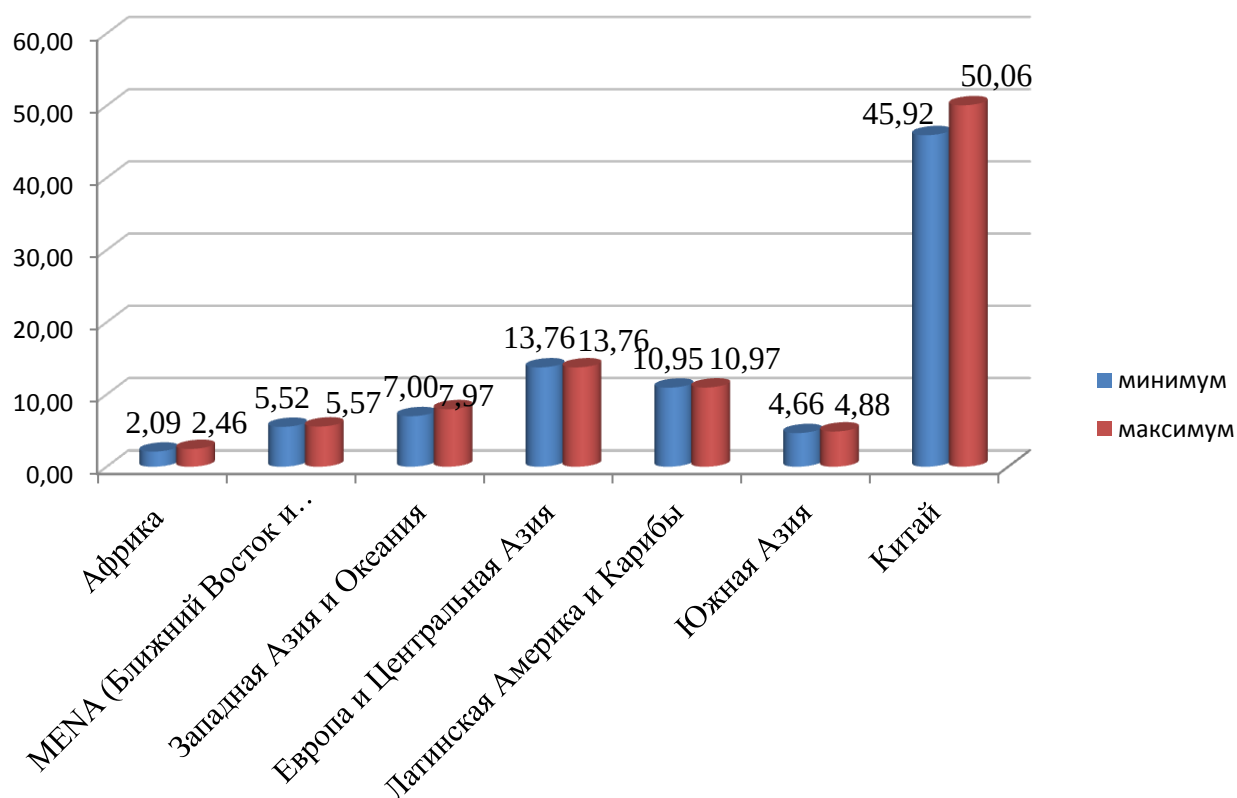


Рис. 5. Оценка возможностей мирового рынка краудфандинга к 2025 году, млрд. долл.

Источник: составлено автором на основе: Отчет Всемирного банка «Crowdfunding's Potential for the Developing World», 2013 г. [Электронный ресурс]. URL: http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSP/IB/2014/01/16/000461832_20140116154311/Rendered/PDF/840000WP0Box380crowdfunding0study00.pdf (дата обращения: 26.07.2014).

Характеристики платформ акционерного краудфандинга (краудинвестинга)

Наименование платформы	Страна	Объём собранного капитала	Комиссионные	Инвестиционный процесс	Проверки	Определение доли инвесторов	Срок сбора средств	Последующий период
CrowdCube	Великобритания	3,7 млн. фунтов	С бизнеса: 5% + 1750 фунтов за юридические услуги	Инвесторы и предприниматели становятся членами Crowdcube Ltd на период сделки	До публикации	Выбор предпринимателя. Может быть увеличен на протяжении сбора средств.	60 дней в среднем	Выбор предпринимателя
Symbid	Нидерланды	<1 млн. евро	С бизнеса: 250 евро с существующих бизнесов (стартапы бесплатно) + 5% от собранной суммы + плата за юридические услуги. Для инвесторов: 2,5% от суммы инвестиций + транзакционные комиссии	Инвестиции через кооператив в Нидерландах	После достижения цели	Выбор предпринимателя. Может быть увеличен на протяжении сбора средств.	до 1 года	Непрямые управляющие права через кооператив
MyMicro Invest	Бельгия	500 тыс. евро от профессионалов	С бизнеса: 12% в случае успеха	Через инвестиционную схему	До публикации	По совместному соглашению.	1 месяц в среднем	Управляющие права только для профессиональных инвесторов.
WiSeed	Франция	2,5 млн. евро	С бизнеса: 10% в случае успеха; Для инвесторов: 5% в случае успеха	Через инвестиционную схему	До публикации	По совместному соглашению.	3 месяца в среднем	Платформа управляет общими правами

Наименование платформ	Страна	Объём собранного капитала	Комиссионные	Инвестиционный процесс	Проверки	Определение доли инвесторов	Срок сбора средств	Последующий период
Innovestment	Германия	500 тыс. евро	С бизнеса: 10% в случае успеха	Через инвестиционную схему	До публикации	Путём аукциона.	30 дней в среднем	Нет управляющих прав у инвесторов
Seedrs	Великобритания	запуск в июле 2012	С бизнеса: 7,5% в случае успеха; Для инвесторов: 7,5% от прибыли	Платформа выступает номинальным инвестором	До публикации и после достижения цели	Выбор предпринимателя. Не может быть изменён.	3 месяца в среднем	Выступает в качестве номинанта, агрегирующий управляющие права
BankToThe Future	Великобритания	запуск в июле 2013	С бизнеса: 5% + 1750 фунтов за юридические услуги	Членская модель	До публикации	Выбор предпринимателя.	до 90 дне	Инвесторы объединены в группы. Предприниматель сам решает об объёме управляющих прав
Crowd Mission	Великобритания	запуск в сентябре 2014	С бизнеса: 5% в случае успеха	Инвесторы и предприниматели становятся членами CrowdMission на период сделки	До публикации и после достижения цели	Выбор предпринимателя. Не может быть изменён.	н/д	н/д

Источник: Составлено на основе: Collins L., Pierrakis Y. The venture crowd. Crowdfunding equity investment into business. July 2012. [Электронный ресурс]. URL: http://www.nesta.org.uk/sites/default/files/the_venture_crowd.pdf (дата обращения: 15.10.2014).

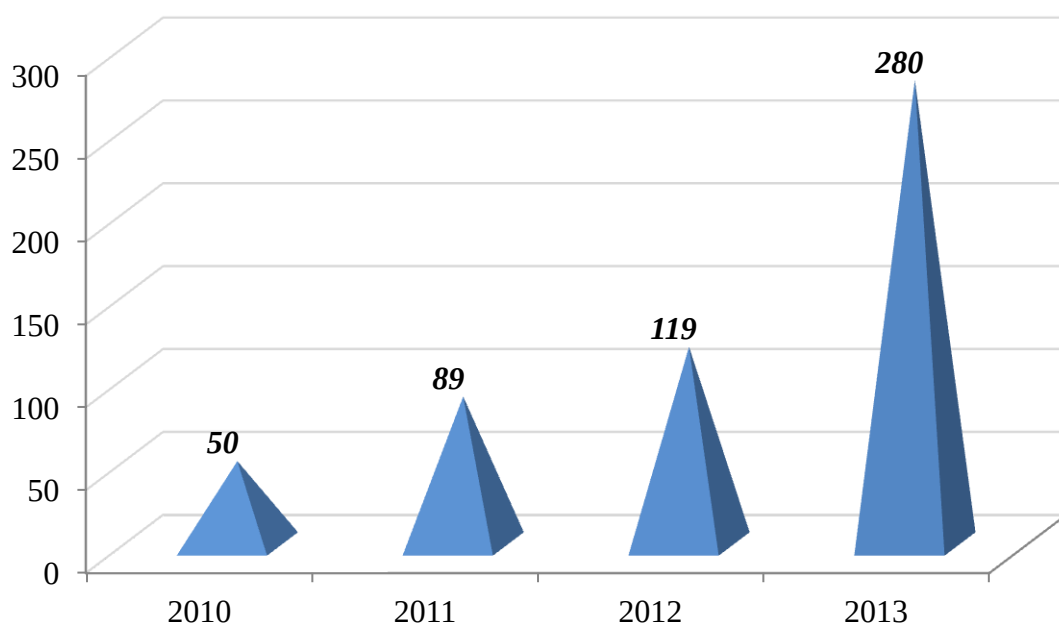


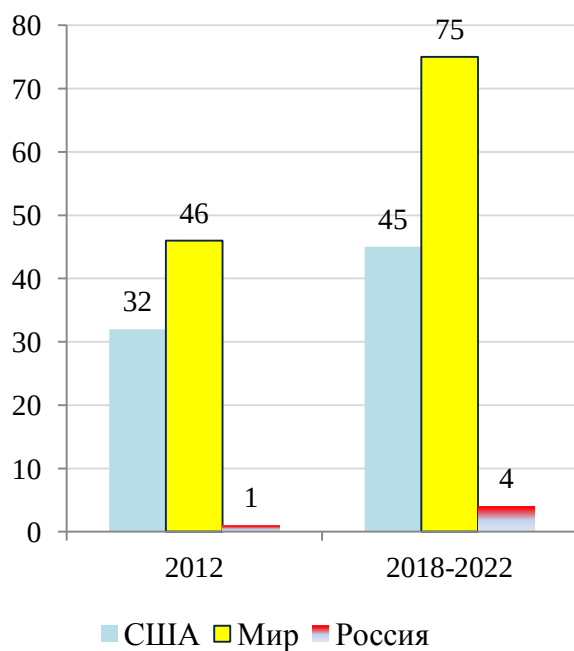
Рис. 1. Объемы мирового рынка краудинвестинга, млн. долл.

Источник: составлено автором по: Правовые основы Краудфандинга и Краудинвестинга в России. Зарцын и партнеры. CrowdConsulting 2013 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.slideshare.net/mariabsu/json-27956090> (дата обращения: 27.11.2014).

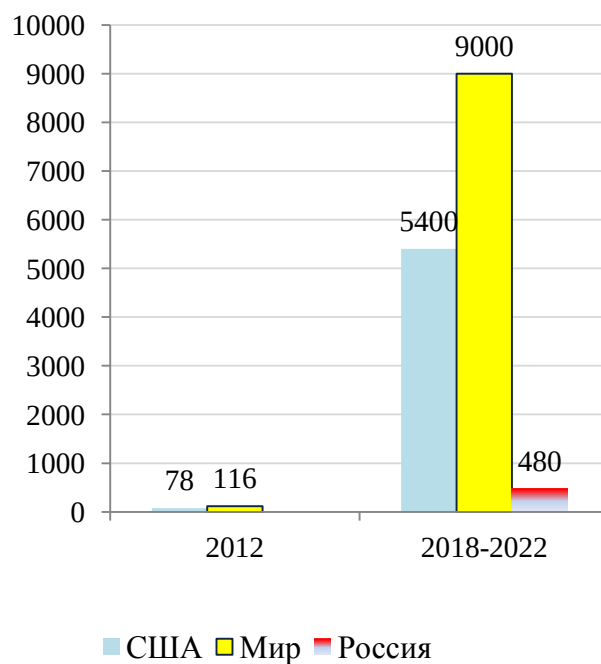


Рис. 2. Наиболее популярные направления использования акционерного краудфандинга в мире, %

Источник: составлено автором по: The croudfunding industry report. 2013CF [Электронный ресурс]. URL: <http://www.compromisoempresarial.com/wp-content/uploads/137356857-Massolution-2013CF-Excerpt-Revised-04182.pdf> (дата обращения: 27.11.2014).



Годовой объем венчурных инвестиций,
млрд. долл.



Годовой объем краудинвестинга,
млн. долл.

Рис. 3. Прогноз развития рынка краудинвестинга в сравнении венчурными инвестициями

Источник: Правовые основы Краудфандинга и Краудинвестинга в России. Зарцын и партнеры. CrowdConsulting 2013[Электронный ресурс]. URL: <http://www.slideshare.net/mariabsu/json-27956090> (дата обращения: 09.07.2014).

Методика исследования финансового поведения краудинвесторов

1. *Источник информации.* В качестве объекта исследования была выбрана первая площадка акционерного краудфандинга в Великобритании – Seedrs¹⁶⁴.

2. *Инструментарий сбора информации.* Первичные данные были собраны в рамках опроса, который был включён в еженедельное информационное письмо инвесторам площадки и был отправлен 984 инвесторам площадки. Вместе с тем более 900 инвесторам был отправлен прямой запрос на участие в опросе, что происходило преимущественно через LinkedIn (65%). Количество инвесторов, которые получили эту анкету за счёт использования техники снежный ком, не может быть однозначно рассчитано. Важно, что практически каждый инвестор был проинформирован об опросе с использованием сразу нескольких инструментов, за счёт этого был достигнут максимально возможный уровень отклика. Важно отметить, что все респонденты являются резидентами Великобритании, так как площадка Seedrs на момент проведения исследования присутствовала только в этой стране.

3. *Период формирования информационного поля.* Сбор данных продолжался в течение шести недель (22.07.2013 – 01.09.2013); в общей сложности опросник заполнили 192 раза. Количество опрошенных примерно составляет 19% целевой группы инвесторов акционерного краудфандинга. Совокупность данных содержит одну полностью незаполненную строку и одно повторение, то есть фактически состоит из 190 строк. Собранные данные не удовлетворяют минимально допустимым 3% и 5% уровни погрешности выборки, доверительный интервал составляет только 6,41%. Если принять во внимание отсутствующие данные, он ещё выше: максимальный доверитель-

¹⁶⁴Blattberg E. Crowdfunding for equity: Seedrs takes root in the U.K. Crowdsourcing LLC. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.crowdsourcing.org/editorial/crowdfunding-for-equity-seedrs-takes-root-in-the-uk-part-one/24532> (датаобращения: 02.09.2013)

ный интервал выборки составил 7,9%, так как 20,5% строк содержат незаполненные позиции. Несмотря на это, по суждению автора данные являются репрезентативными, дополнительные данные не могут быть собраны из-за описанных в следующем параграфе причин, а также в связи с ограничением по времени.

4. *Исследуемая совокупность данных* содержит 42 переменные:

- 2 непрерывных зависимых (количество инвестиций и суммы инвестиций);
- 2 непрерывных независимых (возраст, ID);
- 15 дихотомических независимых (поведенческие предубеждения, инвесторский опыт);
- 23 независимых категориальных переменных (мотивирующие и отталкивающие факторы).

Для анализ, проведенного в ходе исследования, использовалось не более 17 независимых переменных, в связи с рекомендуемый пределом при «выборке $> 50 + \text{число независимых переменных} * 8$ »¹⁶⁵.

5. *Исследуемая система вторичных данных.* Вторичные данные, представленные Seedrs, содержат все инвестированные суммы и сделки, совершенные в период с 05.07.2012 года по 02.07.2013 года. Кроме того, были получены демографические и инвестиционные данные, описывающие 984 инвесторов. Привязать эти данные к первичной информации невозможно из-за высокого уровня конфиденциальности, поддерживаемого на платформе. Тем не менее, во время переговоров с Seedrs 16 отсутствующих значений были добавлены с использованием этих данных.

6. *Окончательная выборка* содержит данные 190 респондентов, представляющих почти все возрастные группы, инвестирующие на Seedrs. Математическое ожидание возраста выборки составляет 39,1 года, что несколько ниже, чем для платформы в целом (40,98 лет).

Что касается инвестиционной деятельности, средняя сумма инвестиций

¹⁶⁵Pallant J. SPSS Survival Manual. 4 edition. Open University Press, 2011

после очистки от выпадающих значений составляет 5365 фунтов, количество инвестиций 4,38 бизнеса. Это число превышает среднюю для платформы сумму в 2142 фунтов. Тем не менее, следует отметить, что на оба эти значения сильно влияют выпадающие значения.

В опроснике, была собрана информация об опыте инвесторов. Исследуемая выборка состоит из почти равных групп инвесторов с различным инвесторским опытом. Было замечено, что наибольшее распространение среди респондентов имеет опыт создания или финансирования интернет-стартапов (38,7%) и инвестирования на рынке ценных бумаг или FOREX(34,8%). Наименее распространён академический опыт в области инвестирования, банковского дела, бухгалтерского учета или финансов (18,8%). Кроме того, 22,7% респондентов не имеют никакого опыта в сфере инвестиций до использования акционерного краудфандинга.

Результаты проверки гипотез о влиянии факторов и предубеждений на финансовое поведение краудинвесторов

№	Формулировка гипотезы	Инструментарий проверки	Результаты	Выводы
1	Различные факторы или группы факторов влияют на активность инвесторов по-разному	Непараметрические тесты корреляции (Спирмена Rho)	Агрегированный показатель альтруистических факторов (e_{alt}) не оказывает существенного влияния на инвестиционную деятельность. Индивидуальные факторы (готовность поддержать друзей и семью) влияют отрицательно на суммы и количество инвестиций с $P_0 = -0,269$ и $-0,336$ соответственно. Агрегированный показатель внутренних факторов (e_{int}) показал, что они практически никак не влияют на инвестиционную деятельность. Отдельный внутренний фактор – мнения других инвесторов – имеет небольшой положительный эффект на количество инвестиций с $P_0 = 0,160$. Агрегированный показатель эгоистических факторов (e_{ego}), показывает, что они оказывают небольшое положительное влияние на количество инвестиций с $P_0 = 0,234$. Диверсификация инвестиционного портфеля оказывает небольшое положительное воздействие на количество инвестиций с $P_0 = 0,220$.	Отмеченные взаимосвязи <i>доказывают</i> гипотезу. Но каждая группа факторов имеет хотя бы один показатель, который существенно влияет на инвестиционную активность.
2	Разные группы инвесторов, как правило, действуют под влиянием различных мотивирующих и отталкивающих факторов.	Непараметрические тесты корреляции (Спирмена Rho)	У всех групп инвесторов существуют определенные предпочтения относительно мотивирующих и отталкивающих факторов	Интерпретация данных <i>доказывает</i> гипотезу. Из-за имеющихся ограничений дальнейшее исследование не проводилось.
3	Инвесторы, которые действуют по альтруистической мотивации или под влиянием	рассчитано фактическое влияние различных	Альтруистически мотивированные инвесторы склонны вкладывать меньше, чем другие группы	Гипотеза <i>опровергнута</i> в рамках, так как альтруистиче-

№	Формулировка гипотезы	Инструментарий проверки	Результаты	Выводы
	ем внутренних характеристик проектов обычно инвестируют больше, чем те, которые мотивированы эгоистически.	факторов с помощью показателя Крускала-Уоллиса		ские факторы оказывают негативное влияние на инвестиционную активность
4	Предвзятые инвесторы должны вести себя иначе по сравнению с рациональными по следующим характеристикам: инвестиционная активность, мотивирующие факторы.	Исследовался эффект поведенческих предубеждений на: 1) инвестиционную активность (непараметрические корреляции (Спирмена ρ)) 2) оценку мотивирующих и отталкивающих факторов (тесты хи-квадрат на независимость, Mann-Whitney U-тест).	1) отмечена взаимосвязь между самоуверенностью и количеством инвестиций (небольшая отрицательная корреляция $\rho = -0,195$). Влияние других поведенческих предубеждений на инвестиционную активность было признано незначительным. 2) существенные различия в подверженности самоуверенности e_idea и e_close ; стадным чувством $team_risk$, и $p_popularity$; подтверждение e_idea ; якорение $team$.	Гипотеза <i>доказана</i> . Не все поведенческие предубеждения оказывают существенное влияние на инвестиционную активность. Инвесторы, которые подвержены их влиянию, как правило, ведут себя иначе по сравнению с рациональными инвесторами, ими движут различные наборы мотивирующих и отталкивающих факторов.
5	Инвесторы, имеющие разное образование или квалификацию, подвержены различным поведенческим предубеждениям.	Хи-квадрат тесты независимости	65,2% тех инвесторов, имеющих опыт работы с запуском стартапов подвержены влиянию этого предубеждения. Однако между другими формами инвестиционного опыта и поведенческими предубеждениями связи отмечено не было.	Гипотеза <i>частично доказана</i>
6	Академическое образование, связанное с инвести-	Хи-квадрат тесты независимости	Опыт работы со стартапами не имеет почти никакого сходства с опытом инвестиций или специальным образованием	Гипотеза <i>опровергнута</i>

№	Формулировка гипотезы	Инструментарий проверки	Результаты	Выводы
	ционной деятельностью, должно негативно сказываться на подверженности поведенческим предубеждениям.	сти		
7	Инвесторы, подверженные влиянию предубеждения самоуверенности, как правило, вкладывают в меньшее число компаний, по сравнению с другими группами, и недооценивают побуждающие факторы, связанные с диверсификацией инвестиционного портфеля.	Хи-квадрат тесты независимости	Самоуверенность является единственным поведенческим предубеждением, которое существенно влияет на инвестиционную деятельность.	Гипотеза <i>доказана</i>

Источник: Составлено автором.

Характеристика основных положений JOBS акта в отношении акционерного краудфандинга

Глава	Название		Краткая характеристика
	Оригинальный вариант	Русский перевод	
1	Reopening American Capital Markets to Emerging Growth Companies	Открытие американского рынка для растущих компаний	Ослабляются требования регулятора к «перспективным развивающимся компаниям». К ним относятся юридические лица, которые активно привлекают акционерный капитал, выручка которых в отчётный финансовый год не превышает 1 млрд.долл., а объём эмитированных акций не превышает 700 млн.долл.
2	Access to Capital for Job Creators Акт	Доступ к капиталу для создания новых вакансий	Отменяется запрет на рекламу частных инвестиционных транзакций, в которых участвуют только аккредитованные инвесторы и квалифицированные инвестиционные компании
3	Capital Rising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure (CROWDFUND) Акт	Привлечение капитала онлайн при ограничении мошенничества и неэтичного сокрытия информации	легализуется понятие «краудфандинг» и описываются связанные с ним льготы и требования, получаемые и предъявляемые к эмитентам, инвесторам и посредникам <i>(их характеристика представлена после таблицы)</i>
4	Small Company Capital Formation	Формирование капитала малого бизнеса	Введена льгота, имеющая отношение к краудфандингу, в соответствии с которой компания-эмитент получает возможность привлечь до 2000 аккредитованных и 500 неаккредитованных инвесторов, даже в случае если предложение не подпадает под обязательную регистрацию по Закону «О ценных бумагах». Соответственно, стартап получает возможность привлечь сотни или даже тысячи краудфандинговых инвесторов до первичного размещения акций или обращения к венчурным фондам. Несмотря на возможные проблемы, связанные с управлением таким большим пулом инвесторов, именно эта инициатива говорит о большей свободе и более высоком уровне контроля, который получает предприниматель, использующий краудфандинг в сравнении с другими источниками финансирования

Источник: составлено автором.

