

УДК 330.3

*Д. Л. Гришин*ФГОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»,  
Москва, e-mail: grishin.dmitry.l@yandex.ru

## РАЗВИТИЕ ВЕНЧУРНОГО РЫНКА: КИТАЙСКИЙ ОПЫТ И ВОЗМОЖНОСТЬ ЕГО ПРИМЕНЕНИЯ В РОССИИ

**Ключевые слова:** венчурный рынок, венчурное финансирование, стартапы, финансирование инноваций, инновационные технологии.

Венчурное финансирование является одним из основных инструментов привлечения финансовых ресурсов для осуществления высокотехнологичного и высокорискового производства на ранних этапах развития компании. Несмотря на важность венчурного финансирования для Российской Федерации в условиях неблагоприятной внешней конъюнктуры, санкционного давления и необходимости развития собственных производств, российский рынок венчурного финансирования занимает крайне малую долю ВВП. Базисом для развития венчурного рынка может послужить опыт других стран, которые целенаправленно создавали стратегии для развития данного рынка и создания комфортных рыночных условий для компаний. На основе проведенного анализа разных стран, их подхода к венчурному финансированию и показателей их рынков, выявлено, что Китай является наиболее подходящей страной для адаптации опыта. Китай успешно имплементировал стратегию развития венчурного рынка, о чем свидетельствует высокий показатель венчурного финансирования на душу населения. Автором проанализирована тридцатилетняя история развития венчурного рынка и выделены инструменты, которые применялись правительством Китая для создания благоприятных рыночных условий для венчурного рынка. В работе также рассмотрена возможность или невозможность адаптации данных инструментов на российском рынке.

*D. L. Grishin*Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,  
e-mail: grishin.dmitry.l@yandex.ru

## VENTURE CAPITAL MARKET DEVELOPMENT: CHINESE EXPERIENCE AND THE POSSIBILITY OF ITS APPLICATION IN RUSSIA

**Keywords:** venture market, venture financing, start-ups, financing innovation, innovative technologies.

Venture financing is one of the main instruments for attracting financial resources for high-tech and high-risk production at the early stages of a company's development. Despite the importance of venture financing for the Russian Federation in the context of unfavorable external conditions, sanctions and the need to develop its own production, the Russian venture financing market occupies an extremely small share of GDP. The experience of other countries, which purposefully created strategies for the development of this market and the creation of comfortable market conditions for companies, can serve as a basis for the development of the venture capital market. Based on the analysis of different countries, their approach to venture capital financing and the performance of their markets, it is found that China is the most suitable country to adapt the experience. China has successfully implemented a venture capital market development strategy, as evidenced by its high per capita venture capital financing rate. The author analyzed the thirty-year history of venture capital market development and highlighted the tools that were used by the Chinese government to create favorable market conditions for the venture capital market. The paper also considers the possibility or impossibility of adapting these instruments in the Russian market.

### Введение

Рынок венчурного капитала является одним из основных для выбора инвесторов, финансирующих стартапы и высокорисковые предприятия, которые являются одними из ключевых участников процесса разработки инновационных технологий. Актуальность темы исследования обусловлена необходимостью разработки стратегии последо-

вательного развития венчурного финансирования в Российской Федерации с целью развития высокотехнологичного производства и снижения уровня зависимости государства от импорта, что соответствует п. 18 «Стратегии экономической безопасности Российской Федерации на период до 2030 года» [1].

Важность венчурного капитала для современной экономики трудно переоценить.

В работе Колмакова В.В. [2] с соавторами отмечается, что венчурный капитал играет важную роль в экономике и может не только улучшить производительность страны, но и оказать положительное влияние на технологическое и инновационное развития, а также трудоустройство и в итоге повысить ВВП страны. Также акцентируется внимание на том, что венчурные инвестиции оказывают влияние на экономику и эти результаты заметны в перспективе 4–6 лет. Несмотря на это, отмечается, что малый уровень развития рынка венчурного капитала может представлять барьер для использования преимуществ, которые дает венчурный капитал [3].

Для решения вышеописанной стратегической задачи и для успешной разработки стратегии развития, одним из способов возможна адаптация иностранного опыта развития рынка венчурного капитала. Проблематика данного способа заключается в том, что в то время, как существует множество стран, которые преуспели на рынке венчурного финансирования, тем не менее, опыт многих не может быть полноценно перенесен на российский рынок по ряду причин, в частности рынок мог развиваться без внешнего воздействия со стороны государства.

**Целью исследования** является анализ успешных рынков венчурного капитала и выявление наиболее подходящей страны-аналога с последующим анализом практик, которые могут быть применены на российском рынке для его дальнейшего развития.

#### **Материалы и методы исследования**

Для получения необходимых результатов, в данном исследовании будут применены методы теоретического исследования, анализ и синтез. В рамках исследования проанализированы ключевые концепции венчурного финансирования, произведен анализ состояния рынков в разных странах, особенности политик в отношении данного рынка, а также путем синтеза данной информации выбран наиболее подходящий рынок на основе выведенных факторов и произведен последующий анализ практик, синтезируя с их с конъюнктурой российского рынка.

#### **Результаты исследования и их обсуждение**

Для решения вышеописанных проблем и для успешной разработки стратегии развития, одним из способов возможна адаптация иностранного опыта развития рынка

венчурного капитала. В то время, как существует множество стран, которые преуспели на рынке венчурного финансирования, тем не менее, опыт многих из них не может быть полноценно перенесен по ряду причин, в частности, рынок мог развиваться без внешнего воздействия со стороны государства.

Для выбора подходящего аналога и возможной адаптации опыта решения проблем на рынке венчурного финансирования, в рамках данного исследования предлагается создать индекс стран, которые имеют развитый венчурный рынок, а также ряд необходимых факторов, которые опыт данных стран наиболее подходящим.

Первым фактором является развитость и распространенность рынка венчурного финансирования, который можно оценить таким параметром как венчурное финансирование на душу населения.

Вторым, крайне важным фактором для выбора страны является наличие стратегии, которую страна использовала или использует для развития рынка венчурного финансирования. В контексте венчурного финансирования, можно выделить следующие критерии, характеризующие наличие стратегии развития:

1. Государственное участие – за реализацией стратегии развития венчурного финансирования стоит государство.

2. Долгосрочность – государственные меры направлены на долгосрочное развитие венчурного финансирования т.е. сроком от 5 лет и более.

3. Наличие целей и дорожной карты – стратегия направлена на получение определенных результатов в контексте развития венчурного финансирования. Например: доля венчурных инвестиций в экономике к 2028 году должна составлять 1% от ВВП.

4. Всеобщность – стратегия направлена на развитие венчурного финансирования во всех или большинстве регионах страны.

5. Всесторонняя стратегия – стратегия направлена на создание условий для венчурного финансирования в разных сферах экономики, не фокусируясь на отдельных, например, только авиастроение, искусственный интеллект и так далее.

Третий и последний фактор – уровень инновационного развития в соответствии с индексом GI (Global Innovation Index) как один из показателей успешности венчурного рынка в сфере инновационного и высокорискового развития.

Рейтинг возможных стран-аналогов для анализа стратегий развития венчурного финансирования

№	Страна	Венчурное финансирование на душу населения, долл. США [5]	Место в рейтинге ГИ [6]	Наличие стратегии [7, 8, 9]				
				1	2	3	4	5
1	Сингапур	1398	5					
2	Израиль	959	14	+			+	+
3	Эстония	915	16					
4	США	808	3	+			+	+
5	Швеция	700	2					
6	Великобритания	472	4					
7	Нидерланды	358	7					
8	Дания	340	9					
9	Швейцария	316	1					
10	Финляндия	303	6					
11	Канада	271	15	+			+	+
12	Ирландия	224	22					
13	Германия	202	8	+			+	+
14	Франция	178	11					
15	Австралия	145	18					
16	Австрия	135	18					
17	Южная Корея	77	24	+			+	+
18	Бельгия	66	23					
19	Испания	59	29					
20	Бразилия	50	49					
21	Китай	42	12	+	+	+	+	+
22	Мексика	29	58					
23	Колумбия	24	66					
24	Индия	20	40	+	+	+	+	+

Источник: составлено автором.

На основе данных факторов, мы получаем таблицу по странам-лидерам в сфере венчурного финансирования, указанную ниже. К сожалению, объем данных о стратегиях некоторых стран крайне мал, в связи с чем сложно сделать определенный вывод о ее наличии. В данной таблице страны распределены по размеру венчурных инвестиций на душу населения. Можно сделать вывод, что у развитых стран присутствуют элементы стратегии, такие как субсидии и налоговые вычеты от государства, однако они не имеют долгосрочной стратегии по дальнейшему развитию, так как рынок уже развивается, в том числе за счет частного бизнеса. Так, несмотря на то что одним из наиболее развитых рынков венчурного капитала является рынок Соединенных Штатов Америки, он имеет долгую и продолжительную

историю развития, где государство не имело долгосрочного плана развития и изначально не оказывало значительного влияния для поддержания активного развития [4].

На основе данных результатов, можно сделать вывод, что Китай является наиболее подходящей страной-аналогом, которая имеет долгосрочные планы развития, а также детальную историю создания венчурной инфраструктуры. Стоит отметить, что Индия также является развивающейся страной и имеет долгосрочные цели по развитию венчурного финансирования, тем не менее, основываясь на рейтинге ГИ, страна занимает более слабую позицию по сравнению с Китаем, поэтому в меньшей степени подходит на роль успешного аналога, однако ее опыт также возможен для дальнейшего анализа в рамках будущих исследований. Рас-

смаатривая китайский венчур более предметно, можно отметить, что одним из ключевых сходств между китайским и российским рынками является сильная роль государства и возможность влиять.

Изучая историю венчурного рынка Китая, можно обнаружить схожие проблемы, которые наблюдаются на российском рынке. В работе Малкина А. [10] говорится, что первые шаги к формированию венчурного рынка в Китае происходят в 80-90-х гг. прошлого века, благодаря продвижению правительством Китая создания местными властями бизнес-инкубаторов. Так, благодаря созданию программы «Факел», также известную как «Программа 863», которая направлена на создание научных и индустриальных парков, сделан первый шаг в сторону создания условий для венчурного финансирования. Малкин А. отмечает, что, как и в США, одним из первоначальных драйверов появления рынка венчурного финансирования в 90-х годах XX века стало наличие технологического потенциала без доступа к капиталу. Важно отметить, что в данный период государство играло слишком большую роль и большинство венчурных инвестиций производились в государственные компании. В рассматриваемый период государство создало специальный совет по прямым и венчурным инвестициям, направленный на снижение регуляторных барьеров.

В 2000-е гг. китайское правительство активно участвовало в создании технопарков, инкубаторов для поддержки венчурной экосистемы. С учетом активного экономического роста и выгодных условий для инвестиций иностранные компании начали активно инвестировать в китайский венчурный рынок, однако главной стратегией «выхода» для китайских компаний, в том числе государственных, стало проведение IPO за границей. В то время как данная стратегия смогла решить одну из ключевых проблем китайского венчура – стратегии «выхода» компании на рынок, однако такая стратегия окажется недееспособной в долгосрочном периоде. Так, значительную помощь рынок венчурного финансирования Китая получал от иностранных инвесторов, например США. Значительная часть как государственных, так и частных компаний проводили первичное публичное предложение на территориях иностранных государств.

В 2010-х гг. правительство Китая сконцентрировалось на том, чтобы вести и на-

правлять рынок венчурного финансирования, а финансы государственных венчурных фондов направлены не на конкуренцию с рынком, а на финансирование социально-значимых секторов экономики, таких как искусственный интеллект, полупроводники и другие. С 2016 года частный сектор начал активно принимать участие на рынке венчурного финансирования и такие гиганты как Tencent, Alibaba и Baidu активно участвовали в венчурных инвестициях, а другие частные компании также проводили первое публичное размещение за границей.

В 2016 г. ситуация значительно поменялась с началом торговых войн Китая и США, когда многие компании были вынуждены вернуться домой, в т. ч. провести редомициляцию. Именно к этому моменту китайское правительство приняло ряд мер для развития внутреннего рынка высоких технологий, в т. ч. создание отдельного сегмента для обращения акций высокотехнологичных компаний и стимулирование развития внутренней финансовой инфраструктуры для комфортного IPO в Китае [11].

К этому моменту рынок уже достаточно развит и может полностью полагаться на финансирование за счет внутреннего рынка, в том числе благодаря существующим технологическим гигантам. Государство же, в свою очередь, продолжает продвигать инновации в сферах IT, искусственного интеллекта и других. При этом данное развитие в меньшей степени происходит за счет прямого финансирования, но за счет частных фирм и создания специальных выгодных условий.

Малкин А. делает вывод, что можно выделить 4 урока при создании венчурного рынка, который отличает развитие китайского венчурного рынка от других.

Первый урок – важность человеческого капитала в рынке предпринимательства. Многие китайские студенты, которые учились за границей, не вернулись в Китай и продолжили работу вне страны. Для их привлечения на родину правительство Китая инициировало создание различных налоговых льгот, специальных инкубационных фондов и технологических парков.

Вторым уроком является факт того, что низкий уровень защиты интеллектуальной собственности не оказал значительного негативного влияния на развитие рынка венчурного финансирования. Из-за отсутствия строгих законов по защите интеллектуальной собственности на рынке наблюда-

лась более сильная конкуренция среди большого количества предпринимателей.

Третий урок – необходимость меньше-го государственного финансирования. Дело в том, что наиболее эффективные меры по продвижению венчурного рынка – это создание необходимой инфраструктуры для продвижения предпринимательства, а также спонсирование коммерчески выгодных секторов венчурного рынка, в которых публичное финансирование находится на низком уровне. Так, кроме самого создания технологических парков, не менее важным аспектом в их функционировании была их независимость и возможность местным властям самим выбирать объект для инвестирования.

Четвертым уроком, автор отмечает способность венчурного рынка Китая работать с существующей финансовой системой, в которой правительство активно продвигает приток финансов в страну и активно ограничивает вывод денег за рубеж. Таким образом, в том числе за счет политики репатриации, правительство побуждает оставлять деньги внутри страны и развивать внутренний рынок венчурного финансирования.

Эти «уроки» могут быть частично перенесены на российский рынок. Для российского рынка сейчас особенно актуально привлечение и возвращение предпринимателей, которые уехали, создание условий, при которых рынок развивается сам по себе без государственного финансирования и прямого вливания финансов и работы по ограничению вывода денег за рубеж. При этом, низкий уровень защиты индивидуальной собственности имеет ряд преимуществ для продвижения и активного развития рынка, однако, стоит отметить, что такое решение может отпугнуть потенциальных иностранных инвесторов из дружественных стран. В то время, как для Китая данный фактор, действительно оказал положительное влияние на развитие рынка, так как низкий уровень защиты интеллектуальной собственности повысил уровень конкуренции среди большого количества существующих компаний, для российского рынка, который не обладает большим объемом венчурных инвестиций, такая инициатива может оказать скорее негативный эффект.

Помимо озвученных факторов и инициатив нельзя отрицать значительное влияние внешних факторов на развитие венчурного рынка в Китае за счет экономического роста,

развития технологий и иностранных инвестиций, тем не менее можно сделать вывод, что значительный вклад в развитие крайне малоразвитого сектора экономики оказало именно правительство Китая.

### Заключение

На основе проведенного анализа можно сделать вывод, что среди стратегий развития венчурных рынков китайская наиболее подходит под российские реалии. Несмотря на то, что Китай не был подвергнут такому же санкционному давлению, как Российская Федерация, тем не менее, есть несколько ключевых сходств. Так, ввиду внутренней политики Китая, а также из-за торговой войны с США Китай локализирует часть своих производств и перенаправляет инвестиции на внутренний рынок. В России санкции частично отрезали внешний рынок инвестиций, и теперь инвесторы сами вынуждены активнее инвестировать в российскую экономику и венчурный рынок, что уже частично заметно на основе вышеуказанных данных об объемах сделок в 2023 г. Несмотря на относительную схожесть ситуации на рынке венчурного финансирования в Китае в 2014 г. стоит отметить, что существенным фактором также могла быть ключевая ставка. Так, в 2014 г. она хоть и была почти максимальной за 10 лет, однако составляла всего 4,5% по сравнению с 19% в России на сентябрь 2024 г. [12, 13]. Таким образом, данный тренд необходимо поддерживать за счет развития и продвижения венчурного рынка, в том числе государством.

Какими же были основные инструменты для развития венчурного капитала в Китае? Помимо введения ограничений для инвестиций в иностранные венчурные, государство активно участвовало в продвижении развития венчурного рынка как напрямую, так и косвенно. Одним из главных способов продвижения рынка венчурного капитала были так называемые GGF – Government Guidance Fund. К 2016 г. созданы 780 государственных венчурных фондов общей стоимостью 2,3 млрд долларов США. Помимо государственных венчурных фондов, специальная налоговая политика также помогает продвигать развитие венчурного рынка. Кроме того, стоит отметить, что за счет создания благоприятных условий для инвестирования в венчурные предприятия в Китае, гиганты индустрии, такие как Alibaba, Tencent и другие технологические компании, стали одни-

ми из самых крупных инвесторов. Совмещение прямого и косвенного воздействия государства на рынок венчурного капитала позволило получить значительные результаты. Как итог – активный переход китайских компаний к стабильным дивидендным выплатам, что еще больше повысило инвестиционную привлекательность корпоративного сектора китайской экономики [14].

На основе этих данных можно сделать вывод, что Китай добился данного результата за счет проведения разносторонней интенсивной интервенционной политики, которая помогла стимулировать инвестиции

в бизнес на ранних этапах, что благоприятно сказалось на экономике и экономическом суверенитете страны.

Также из данных исследований можно сделать вывод, что российский и китайский рынки венчурного капитала имеют ряд схожих черт, однако венчурный рынок Китая значительно опережает российский. Учитывая значительную схожесть в некоторых аспектах экономики можно предположить, что значительная модификация существующей политики по венчурному финансированию в Российской Федерации может оказать положительный эффект на данный рынок.

#### *Библиографический список*

1. Указ Президента Российской Федерации от 13.05.2017 г. №208 «О Стратегии экономической безопасности Российской Федерации на период до 2030 года» Официальный сайт интернет-представительство президента России. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.kremlin.ru/acts/bank/41921> (дата обращения: 23.08.2024).
2. Kolmakov V.V., Polyakova A.G., Shalaev V.S. An Analysis of the Impact of Venture Capital Investment on Economic Growth and Innovation: evidence from the USA and Russia // *Economic Annals*. 2015. Vol. 60. No. 207. P. 7-38.
3. Zhong W. The Ongoing Importance of Venture Capital in the Economy // *BCP Business & Management*. 2023. Vol. 44. P. 815-820.
4. Gilson R.J. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience // *Stanford Law Review*. 2003. Vol. 55. P. 1067.
5. These Countries Have The Most Startup Investment For Their Size // *News.Crunchbase*. 02.11.2021. [Электронный ресурс]. URL: <https://news.crunchbase.com/startups/countries-most-startup-investment/> (дата обращения: 23.08.2024).
6. Официальный сайт World Intellectual Property Organization [Электронный ресурс]. URL: <https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo-pub-2000-2023-en-main-report-global-innovation-index-2023-16th-edition.pdf> (дата обращения: 23.08.2024).
7. Countries With the Biggest VC Investment in 2023. 02.06.2022. [Электронный ресурс]. URL: <https://startupsavant.com/startup-finance/global-vc-2023-highlights> (дата обращения: 23.08.2024).
8. Ranking the Top 10 Venture Capital (VC) Hubs by Growth, Development, and Value. 31.10.2023. [Электронный ресурс]. URL: <https://investingstrategy.co.uk/financial-news/ranking-the-top-10-venture-capital-vc-hubs-by-growth-development-and-value/> (дата обращения: 23.08.2024).
9. Global Venture Capital Outlook: The Latest Trends. 09.09.2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.bain.com/insights/global-venture-capital-outlook-latest-trends-snap-chart/> (дата обращения: 23.08.2024).
10. Malkin A. China's Experience in Building a Venture Capital Sector: Four Lessons for Policy Makers. Centre for International Governance Innovation. 2021. No. 248. P. 26.
11. Восканян Р.О. Двухклассовая система формирования капитала компании в странах БРИКС // *МИР (Модернизация. Инновации. Развитие)*. 2021. Т. 12. № 3. С. 274-287.
12. CEIC: China Long Term Interest Rate [Электронный ресурс]. URL: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/china/long-term-interest-rate> (дата обращения: 23.08.2024).
13. Официальный сайт Банка России [Электронный ресурс]. URL: [https://cbr.ru/hd\\_base/KeyRate/](https://cbr.ru/hd_base/KeyRate/) (дата обращения: 23.08.2024).
14. Ващенко Т.В. Китайский опыт формирования дивидендной политики компании как элемента системы корпоративного контроля // *Финансовый менеджмент*. 2022. № 4. С. 12-20.