

## ОСОБЕННОСТИ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА В ЯПОНИИ

Структурный кризис в экономике Японии конца 20-го века потребовал более гибких подходов как в хозяйственной сфере, так и в обществе в целом. Одним из признаков подобных изменений можно назвать форсированное развитие малого и среднего бизнеса, в том числе на базе венчурного финансирования. При этом в политике правительства проводится различие между семейными малыми предприятиями, действующими в традиционных отраслях, например, в сфере розничной торговли, и малыми наукоемкими фирмами, многие из которых, такие как, например, возникшие в 70-годах Casio или Kenwood, приобрели мировую известность благодаря своим инвестициям в НИОКР. В программе Агентства экономического планирования малые и средние предприятия названы "главным источником динамичного развития японской экономики" (12).

В числе мер, направленных на возрождение высоких темпов роста хозяйства страны, в 1999 году правительство указывало на расширенное применение прямого инвестирования для малых и средних компаний, в том числе путем создания фондов для финансирования вновь создаваемых предприятий, а также на основе системы финансовых гарантий, на которые было выделено 10 трлн. иен. Правительство поставило цель увеличить число вновь создаваемых компаний до 240 тыс. с созданием миллиона рабочих мест в следующие пять лет (18). Следует заметить, что еще в 1996 году потенциальной базой развития венчурного бизнеса являлись более 18 тыс. организаций, действовавших в сфере НИОКР (1, с. 262).

В 1998 году по инициативе Министерства внешней торговли и промышленности (МВТП) Японии была разрешена такая правовая форма создания венчурных фондов, как "товарищество с ограниченной ответственностью для инвестиций венчурного капитала". Эта традиционная для США форма создания венчурных фондов позволит избежать двойного налогообложения, которое следовало из японского налогового законодательства. Для участников подобного товарищества предусмотрены налоговые компенсации в случае убыточности или потери инвестиций. Предусмотрено отменить налог на сделки с ценными бумагами, а налог на доход от прироста капитала будет взиматься лишь с половины этой суммы. Все эти меры должны также способствовать

сокращению слишком растянутого, по сравнению с США, периода от начала деятельности компаний до выпуска акций. Если в США он составляет в среднем 5 лет, то в Японии может достигать 30 лет.

В Японии действует целый ряд государственных или смешанных организаций, в задачи которых входит финансовая поддержка предпринимательства. С 1998 года Корпорация гражданского финансирования реализует программу поддержки менеджеров корпораций, которые хотели бы основать свой собственный бизнес. С 1999 года совместно с Корпорацией финансирования малого бизнеса проводится программа предоставления кредитов женщинам и людям старшего возраста, желающим начать собственное дело. С декабря 1998 года Корпорация финансирования малого бизнеса приступила к финансированию предпринимателей, чей бизнес может служить основой для создания венчурной компании (17).

Один из пунктов программы Агентства экономического планирования состоит в создании новых рынков капитала для венчурных фирм. Ставится цель сравняться по числу первоначальных размещений акций на рынке (IPO) с США, где в 1998 году на бирже NASDAQ число таких размещений составило 287 (в Японии 62) (18). В 1995 году были сняты ограничения на число предприятий, выходящих на внебиржевой рынок "тэнто сидзе" (буквальный перевод "over the counter" - "внебиржевой"), а кроме того была открыта вторая секция "тэнто сидзе". Если до 1995 года одним из непременных условий регистрации был уровень доходности 10% на одну акцию, то на второй секции могут быть зарегистрированы даже убыточные, но перспективные в инвестиционном плане предприятия. Для привлечения капитала для новых компаний, главным образом, относимых к отраслям высоких технологий, помимо упомянутого рынка "тэнто сидзе", возникли еще два внебиржевых рынка. Речь идет о Mothers, возникшем в декабре 1999 г. на Токийской фондовой бирже, и NASDAQ Japan, начавшем свою работу в июне 2000 года на Осакской бирже ценных бумаг. С самого начала для вновь созданных рынков возникла проблема поиска "золотой середины", которая позволила бы сохранить доступ на рынок новым компаниям и в то же время повысить ликвидность самого рынка. Так, на Mothers, для листинга компании не существует требований к нетто-активам или к объему продаж. На NASDAQ Japan, наоборот, во главу угла ставится ликвидность рынка, условием допуска компаний является не менее 75 млн. иен прибыли (до вычета налогов), а применительно к величине нетто-активов - не менее 400 млн. иен. Рыночная капитализация фирмы

должна составлять не менее 5 млрд. иен, по сравнению с 500 млн. иен на Mothers (9, с. 1). Специалисты отмечают также, что функционирование Mothers на основе системы приказов клиентов о покупке-продаже акций не является идеальным для подобного рынка, в отличие от системы котировок ценных бумаг. Определенные опасения вызывает внимание к новым компаниям со стороны криминальных кругов, вследствие чего, например, компании перед листингом на Токийской бирже должны документально подтвердить отсутствие связей с якудзой.

На работу NASDAQ Japan в целом также может повлиять состояние дел Softbank, одного из организаторов и владельцев этой биржи. Softbank, созданный в 1981 году, ныне является одним из крупнейших финансовых учреждений, представляющих важное звено не только японской, но и мировой системы "информационной экономики". Через свои 11 фондов венчурного капитала он управляет общей суммой в 6 млрд. долл., половина которых принадлежат иностранным инвесторам. Средства вложены в приблизительно 450 Интернет-компаний по всему миру. Одним из самых известных венчурных проектов Softbank можно считать инвестиции в 1995 году в Интернет-портал "Yahoo!". К числу недостатков работы Softbank относят неполное раскрытие информации о работе компании. Например, Softbank сообщает о прибыли лишь своих подразделений, а не отдельных компаний. Из-за нехватки информации аналитикам трудно определить реальную стоимость Softbank. В феврале текущего года капитализация компании составляла 190 млрд. долл., а в ноябре снизилась до 23 млрд. долл. (15).

Частные инвестиционные венчурные компании Японии обычно являются подразделениями крупных финансовых институтов и зачастую представляют их интересы, например, как андеррайтера, и отдают предпочтение финансированию поздних этапов развития венчуров, причем как правило, в форме кредитования, будучи уверенными в стабильном развитии фирмы. Подобная осторожность связана также с тем, что основная часть капитала самих этих компаний образуется за счет заемных средств. Так, проценты по кредитам составляют 62% расходов японских компаний венчурного капитала, а доходы на 46% формируются за счет процентов по кредитам (2, с. 169). Большинство венчурных капиталистов в Японии предпочитают ограничиваться составлением своего инвестиционного портфеля, а не участвовать также и в управлении предприятием, оказывая поддержку по линии менеджмента, хотя в сущности, компания венчурного капитала должна всемерно способствовать и участвовать в процессе приращения стоимости

финансируемого предприятия. Более того, до 1995 года антитрестовское законодательство ограничивало долю венчурных капиталистов в инвестируемых компаниях 49% и запрещало им занимать места в правлении этих компаний. Во многих компаниях-инвесторах оказывается и недостаток профессионализма в умении оценить научно-технические идеи, предлагаемые им для финансирования.

Тем не менее, венчурные инвестиционные компании Японии предпринимают шаги к изменению своей политики в этой области. Так, старейшая из них, основанная еще в 1973 году, и самая крупная по объему инвестиций среди частных венчурных инвестиционных компаний, JAFCO (венчурное отделение инвестиционной компании Nomura Securities) уделяет внимание и собственному участию в управлении инвестируемыми компаниями, что в практике венчурного финансирования обозначается как "hands-on management".

Примером изменений в политике японских компаний венчурного капитала является также деятельность NIF Ventures Co. Основанная в 1982 году, эта компания инвестировала в различные венчурные фирмы 110 млрд. иен. В NIF Ventures Co уделяют особое внимание одному из самых ответственных этапов в процессе венчурного финансирования, а именно "тщательному наблюдению" (due diligence), который предшествует принятию окончательного решения об инвестировании и включает в себя изучение технологической составляющей проекта с привлечением специалистов со стороны, аудит компании, претендующей на вливание венчурного капитала, а также изучение вопросов, связанных с качеством ее менеджмента. Президент NIF Ventures Co лично встречается с большинством основателей венчурных компаний, особенно, если возможный объем инвестиций составляет более 100 млн. иен. Около половины инвестируемых NIF Ventures Co компаний имеют ежегодный объем продаж менее 1 млрд. иен, 48% компаний созданы менее 5 лет назад. В среднем успеха добивается 20-30% проинвестированных компаний, 10% компаний банкротятся, а остальные пребывают в качестве "живых мертвецов", то есть их положение на рынке можно назвать устойчивым, но потенциал роста у них отсутствует (19).

Одним из главных вопросов остается финансирование ранних этапов развития компаний. В Японии 80% предпринимателей начинают свой бизнес опираясь, главным образом, на собственные средства. В США эта величина составляет лишь 8% (27). Помогать на ранних этапах финансирования, на которых главным источником капитала все еще

являются, как правило, родственники и друзья предпринимателей, намерено государство, заинтересованное в развитии отраслей "новой экономики" и малого бизнеса в целом. Следует отметить, что венчурное финансирование в Японии было инициировано самим государством, когда в 1963 г. были созданы три первые полугосударственные компании венчурного капитала со статусом "особых акционерных компаний". Основной формой их работы было участие в акционерном капитале небольших компаний, а не выдача им кредитов. Объектом деятельности этих компаний являются, главным образом, мелкие компании с капиталом не более 100 млн.иен, тратящие на НИОКР не менее 3% от объема продаж, созданные не более 10 лет назад (3, с. 31). Еще в 1975 году Министерство торговли и промышленности Японии создало Центр венчурного предпринимательства (VEC). Его деятельность развивается по двум направлениям. Во-первых, VEC гарантирует до 80% общей суммы обязательств венчурных предприятий, но не более 80 млн. иен на каждый проект на срок от одного года до восьми лет, а в качестве платы ежегодно взимает 1-2% от суммы гарантии. Во-вторых, VEC является одним из основных источников информации о венчурном капитале в Японии. В созданную при VEC ассоциацию входят несколько тысяч предприятий, заинтересованных в развитии венчурного финансирования в стране. С 1998 года VEC осуществляет специальную программу поездок японских венчурных капиталистов в США для изучения опыта американских венчурных инвестиционных компаний (31). В систему государственной поддержки венчурного финансирования входит и Фонд развития производства, гарантирующий обязательства фирм, отнесенных к категории "особых новых предприятий", т.е. "предприятий новаторского типа, предлагающих обществу качественно новые виды товаров и услуг" (21).

Оценивая роль государства в развитии малого бизнеса на современном этапе, следует различать поддержку предпринимательской инициативы, особенно в отраслях, связанных с передовыми технологиями, и создание "тепличных условий" для бизнесменов-новичков в целом, так как в Японии насущной задачей является формирование слоя предпринимателей, готовых идти на риск, добиваться своих целей, превращая идеи в конкретные дела.

Существенным обстоятельством остается тот факт, что в Японии, где не приходится жаловаться на отсутствие капитала, ощущается острая нехватка капитала рискового. Особенно это касается ранних этапов развития компаний, так как японские венчурные фирмы и

крупные корпорации проявляют больше интереса к молодым фирмам на поздних этапах развития. Стратегическое партнерство с крупными японскими корпорациями на ранних этапах развития для малой фирмы может фактически означать потерю не только независимости, но и идеологии своего развития. Для малых научоемких фирм Японии чрезвычайно важным является участие в мировых хозяйственных связях. Поэтому привлечение капитала для стартовых компаний возможно также с помощью иностранного венчурного капитала, который важен для Японии не столько количеством, сколько своим качеством, особенно в сфере менеджмента. Среди ведущих международных фондов венчурного капитала, которые приняли участие в венчурном инвестировании в японскую экономику за последние два года, можно назвать такие, как Hambrecht and Quist, Ripplewood Holdings, 3i, Paribas Principal Investments. Объемы инвестиций этих фондов колеблются между 160 млн. и 2 млрд. долл. (7, с. 845). Общий же объем вложений иностранного капитала за 1999 год в акции на фондовом рынке Японии составил около 9 трлн. иен (16).

Одним из насущных вопросов является база формирования венчурного капитала в стране. Венчурный капитал в США отличается широкой базой привлечения частного капитала как из институциональных, так и из индивидуальных источников. В Японии такие структуры, как пенсионные фонды, обладающие финансовыми активами в 1,7 трлн. долл. (30), активного участия в венчурном бизнесе не принимают. О возможном эффекте от подобного участия свидетельствует то, что 2% активов японских пенсионных фондов составляют величину, в 5 раз превосходящую весь объем венчурного капитала в стране (27). В развитии современного мирового фондового рынка особую роль стали играть индивидуальные инвесторы, поддерживая рынок в активном состоянии своим энтузиазмом по поводу "недооцененности" акций. Во многом от того, как быстро изменятся инвестиционные предпочтения японцев, а в сбережениях это приблизительно 110 000 долларов на душу населения (6, с. 92), будет зависеть и развитие венчурного бизнеса в Японии. В 2000 - 2001 годах истекает срок хранения вкладов в почтово-сберегательных кассах Японии на общую сумму 114 трлн. иен (16). Будут ли японские вкладчики переводить свои деньги из на фондовый рынок? По сравнению с США, где 36% средств домашних хозяйств вкладывается в акции, в Японии эта величина составляет 9% (10, с. 3).

Определенную роль играет и то, насколько агрессивнее будет политика по привлечению клиентов со стороны, скажем, Nomura Securities, по сравнению с деятельностью Министерства почт и телекоммуникаций. Представители почты уже за 6 месяцев до истечения срока хранения вклада начинают наносить визиты своим клиентам. Причем рекомендовано это делать даже по субботам и после окончания рабочего дня. Несмотря на призывы стимулировать внутренний спрос, в том числе за счет максимального снижения (и даже отрицательного) процента по вкладам, Министерство планирует ввести 10-летние депозиты с более высоким процентом, по сравнению с нынешним 0,1-0,2%. Проблема привлечения капитала также связана с темпами "интернетизации" торговли акциями для формирования прослойки "неопытных акционеров", чьими средствами могли бы манипулировать специалисты фондового рынка. Одним из лозунгов, под которым сейчас в Японии популяризируется идея электронной торговли акциями, является: "Япония богата. Почему ты беден?" (6, с. 43).

Немало проблем вызывает и существующая практика выпуска японскими компаниями небольшого количества акций на фондовый рынок. Во-первых, высокая стоимость одной акции ведет к преимущественному участию в биржевой торговле лишь институциональных инвесторов. Во-вторых, незначительное количество акций вызывает трудности при слиянии высокотехнологичных компаний. Кроме того, малое количество акций порождает затруднения у фирмы, которая желает привлечь специалистов со стороны с помощью опционов на акции. Если количество акций компании, котирующейся на рынке Mothers, равно лишь 3000, а в соответствии с правилами, ограничивающими объем опциона десятью процентами от общего количества акций, он может составить только 300 акций, то это может оказаться достаточным лишь для привлечения менеджеров высшего звена. Одной из главных причин данной ситуации является необходимость выпуска акций с указанной номинальной стоимостью (gakumen). Зачастую основатели компаний не могут себе позволить оплатить достаточное количество собственных акций по номиналу, поэтому они прибегают к их ограниченному выпуску. Впоследствии это может привести к тому, что к моменту выхода компании на фондовый рынок, цена одной акции может оказаться чрезвычайно высокой. Выходом из положения может служить выпуск акций без фиксированного номинала (mugakumen). Если правила выпуска акций с указанным номиналом требует, чтобы номинал был не менее 50000 иен, то в отношении акций

без фиксированного номинала это правило минимальной стоимости распространяется лишь на первые 200 акций, с целью гарантировать минимальный оплаченный акционерный капитал, который составляет, соответственно, 10000000 иен. Поэтому все большее количество новых компаний, пользуясь правилом выпуска акций *tingakumen*, устанавливают символический номинал в 1 иену за акцию (23).

Для привлечения капитала мелких инвесторов в Японии практикуют выпуск так называемых мини-акций, составляющих одну десятую часть от одного лота акций, продаваемого на фондовом рынке. Чаще всего минимальный лот равен 1000 акциям. Например, если одна акция компании стоит 3500 иен, то для покупки одного минимального лота в 1000 акций потребуется сумма в 3500000 иен, что может оказаться неприемлемым для мелкого инвестора. Некоторые японские компании начали использовать механизм выпуска новых акций с меньшим номиналом взамен старых для распределения их между акционерами (*stock split*), а также снижать необходимый минимум количества акций для торговли ими, поэтому со временем необходимость в использовании мини-акций может отпасть сама собой. Надо заметить, что для роста ликвидности на рынке Mothers ее руководство также рекомендовало компаниям, чьи ценные бумаги котируются на этой бирже, прибегать к дополнительному выпуску акций. В случае чересчур высокой цены акций еще одним выходом для мелкого инвестора является покупка американских депозитарных расписок (ADR), а также варрантов. Например, если одна акция NTT DoCoMo на Токийской фондовой бирже стоит около 3000000 иен, то ADR этой компании можно купить за сумму в 200 раз меньше (22).

Особую роль в процессе частного размещения играют “ангелы бизнеса” (*business angels*) - опытные индивидуальные инвесторы, например бывшие менеджеры крупных компаний, располагающие финансовыми средствами. Зачастую предприниматели предпочитают иметь дело именно с ангелами, опасаясь излишнего контроля со стороны, например, крупных корпораций. В Японии лишь 4,8% компаний финансируются с помощью индивидуальных инвесторов, а в США число таких компаний достигает 40% (27).

В Японии существует несколько клубов ангелов бизнеса, как, например, *Angel Venture Association* или *Nippon Angels Forum*, насчитывающий в своих рядах более 450 членов (20). Инвесторы из *Nippon Angels Forum* проводят несколько встреч с претендентами, в ходе которых уточняются основные детали их предложений о сотрудничестве.

Претенденты бесплатно получают советы по составлению бизнес-плана и ведению бизнеса. Средний объем инвестиций составляет около 1 млн. иен. По мнению члена Nippon Angels Forum Ёситаро Кумагай, большую часть своего времени проводящего в Силиконовой долине, "качество бизнес-планов в Японии по сравнению с США оставляет желать лучшего, впрочем, то же касается и деловых качеств" (20).

Nippon Angels Forum занимается финансированием как стартового этапа развития компаний, так и последующих, связанных, например, с мезанинным финансированием. По признанию Юкио Иуры, основателя и президента Nippon Angels Forum, многие члены организации хотели бы инвестировать в компании, связанные с Интернетом. Учитывая важность стимулирования финансирования со стороны этой группы инвесторов, для них введены налоговые льготы. Причем, по новым правилам для ангелов бизнеса налогообложению дохода от прироста капитала подлежит одна четвертая полученных доходов, тогда как в США налогом облагается половина их суммы (29).

Как показывает мировой опыт, важную роль в развитии венчурного бизнеса играют университеты. Так, в США университетские центры сами являются местом концентрации мелких высокотехнологичных фирм. Ученые и выпускники ведущих учебных центров нанимаются на работу в фирмы, связанные с высокими технологиями, а часто они и основывают новые компании. В Японии до недавнего времени этой роли университетов должного внимания не уделялось. Здесь и морально устаревшее оборудование, и слабые связи университетов с промышленными кругами, проблемы с финансированием, когда, например, средства спонсоров облагались налогом. Одним из последствий является то, что, по данным Министерства внешней торговли и промышленности (МВТП) Японии, если на протяжении долгого периода после Второй мировой войны возраст большинства предпринимателей, начинавших собственный бизнес, не превышал 40 лет, то сейчас большинство учредителей новых компаний в Японии этот возраст миновали. С 1991 года закрывается больше фирм, нежели открывается новых (14).

По мнению МВТП, государственное вмешательство в лице Министерства образования в жизнь университетов чаще всего не способствовало превращению последних в источник кадров для отраслей, жизненно необходимых для Японии. Здесь имеется в виду, прежде всего, контроль со стороны Министерства образования за количеством мест на конкретных специальностях и следующая за этим

необходимость "прятать" студентов, заинтересованных в изучении информационных технологий, на других факультетах. Далее, образование в японских университетах, в отличие, например, от США, слабо связано с бизнес-образованием. Происходит это, в том числе, вследствие недостаточных знаний самих преподавателей университетов, в частности, касающихся роли в экономике тех же информационных технологий. Такая ситуация во многом является порождением системы кафедральной иерархии, крайне затрудняющей приобретение практических знаний в какой-либо фирме с последующим возвращением на кафедру (25).

Существующие формальные механизмы сотрудничества университетской науки и корпоративного сектора также нельзя назвать в полной мере эффективными. Финансирование компаниями университетских исследований идет через Министерство финансов, которое берет около трети от инвестируемой суммы в качестве оплаты накладных расходов. В случае, если компания пожелает передать третьей стороне свои права на результаты исследований, полученных в университете с помощью ее финансовой поддержки, она сможет это сделать только с согласия самого университета и, кроме того, разрешения Министерства образования. Ясно, что в случае слияния или покупки компании, подобная практика может осложнить ее рыночные позиции. По этим причинам и компании, и сами университеты предпочитают финансирование в форме пожертвований, но по закону подобные пожертвования могут использоваться лишь в качестве стипендий для студентов и аспирантов. К тому же пожертвования в сумме свыше 5 млн. иен требуют получения разрешения со стороны президента университета (25).

В настоящее время роль японских университетов, особенно в сфере довенчурного развития бизнеса, существенно возросла. По аналогии с американскими университетами, которые имеют право запатентовывать результаты своих исследований, а сами изобретатели получают часть роялти за их использование, и в соответствии с Законом о передаче технологий, принятым в 1998 году, в японских университетах созданы полунезависимые отделы лицензирования технологий (TLO). Это нововведение должно было решить проблему, которая заключается в том, что государственные университеты Японии по своему статусу практически не имеют доступа к собственным разработкам. Отделы занимаются лицензированием или продажей изобретений, а также распределением роялти между исследователями и университетом.

Следующим этапом было принятие в апреле 2000 года Закона о промышленных технологиях, который разрешил университетам участвовать в создании и управлении венчурными компаниями, создаваемыми для дальнейшего развития университетских научных разработок.

Возникают и новые формы сотрудничества. Так, в Саппоро создано "Биз Кафе", в котором на постоянной основе будут работать представители венчурных фирм для консультаций по поводу привлечения средств и начала своего дела. Связано это, прежде всего с деятельностью Университета Хоккайдо, из стен которого вышли инженеры, основавшие более 250 компаний, работающих в так называемой Долине Саппоро (Sapporo Valley) (8, с. 11). Идея была позаимствована у американцев, создававших подобные центры в Силиконовой долине, где ключевую роль сыграли усилия Стэнфордского университета.

Одной из первых попыток университетов отойти от шаблонов японского образования можно назвать проект WIDE, воплощенный в жизнь в университете Кэйо - частном высшем учебном заведении, свободном от излишнего государственного регулирования. Проект возглавлялся профессором Джуном Мураи, которого называют не иначе как "Интернет-самурай". В рамках данного проекта возникла первая в Японии компьютерная сеть, появился первый в Японии Интернет-провайдер, внедряется идея образования через Интернет (24). Со временем своего основания в 1990 году университет ориентировал студентов и преподавателей на тесное сотрудничество с бизнесом. В нем нет кафедральной системы, существующей в государственных университетах, а вакансии заполняются в соответствии с квалификацией специалистов и нуждами, возникающими в ходе исследований. Хотя администрация Кэйо и выражает временами озабоченность его креном в сторону большей практической направленности своей работы, тем не менее, считает, что он может послужить хорошим примером и для остальных университетов страны (14).

Специалисты отмечают, что для того, чтобы университетские центры Японии стали источником идей и кадров для венчурного бизнеса, необходимо упростить юридические процедуры заключения лицензионных соглашений, урегулировать вопросы налогообложения, связанные с финансированием лабораторий частным капиталом. Усилиению сотрудничества университетов с корпорациями способствует создание промышленных консорциумов, фирмы-участники которых

платят членские взносы, а взамен получают доступ к научным разработкам университетов, а также имеют право голоса при выборе направлений дальнейшей исследовательской деятельности. Так, еще в середине 80-х годов группа, состоявшая из 47 японских компаний, в числе которых были "Мицуи", "Кэнон", "Хитати" и др., предоставила по 1 млн. долл. каждой кафедре Массачусетского технологического института (4). Свои отношения с венчурными капиталистами университеты могут развивать, в том числе, и путем создания так называемых компаний "spin-off" для реализации научно-технических достижений, явившихся побочным результатом выполнения работ, в том числе и по контрактам, связанных с НИОКР. Местом создания научноемких венчурных могут стать и японские технополисы.

Особую роль в венчурном развитии компаний играют инкубаторы бизнеса, в которых новые компании получают правовую поддержку, помочь в решении организационных проблем, связанных с подбором персонала, обеспечением нужного оборудования и т.д. Взамен инкубатор получает определенную часть акций вновь образованной компании. Эта величина, как правило, составляет около 50% акционерного капитала. Но, вероятно, самой важной их функцией является то, что инкубаторы становятся посредниками между фирмами и венчурными капиталистами. В США эта форма работы с молодыми компаниями развивалась достаточно давно и оказалась настолько эффективной, что в 1999 году количество инкубаторов, например, в Южной Калифорнии удвоилось (26), а акции некоторых инкубаторов котируются на NASDAQ. В США возникают даже идеи о создании "инкубаторов для инкубаторов". В Японии подобные инкубаторы создаются крупными компаниями, в том числе некоторыми иностранными. Роль иностранного капитала здесь важна и для переноса в Японию профессиональных навыков в венчурном бизнесе. Для обеспечения индивидуального подхода количество фирм в инкубаторах не должно быть слишком большим, а обеспечить финансовые потоки на первых этапах развития компаний можно за счет изначального построения между ними производственно-технологических связей.

Экономическая среда, влияющая на развитие венчурного капитала в Японии, обладает рядом характерных особенностей. Прежде всего, это преобладание внешних источников финансирования компаний над самофинансированием, связанное с традиционно низкой официальной учетной ставкой процента. Кроме того, среди основных задач менеджмента в японских компаниях отдают предпочтение

увеличению доли компании на рынке, тогда как в американских на первом месте стоит максимизация прибыли на вложенный капитал. Что касается роста стоимости акций, то в отличие от американских для японских компаний этот показатель является одним из наименее важных. Это в значительной степени объясняется аккумуляцией большей части обращающихся на рынке акций в руках юридических лиц, а также системой взаимных интересов, то есть перекрестным владением акций. В такой ситуации курс акций во многом зависит не от неких технологических ожиданий со стороны рынка или конкретных результатов деятельности фирм, а от организации скупки-продажи акций. Кроме того, перекрестное владение акциями является препятствием на пути рыночного механизма слияний и поглощений. В этой ситуации правительство в марте 1998 года разрешило банкам образовывать финансовые холдинги. Еще более "развязыванию" рынка акций будет способствовать введение в 2001 году международных бухгалтерских стандартов, когда японские корпорации будут должны указывать в отчетности приобретенные акции по рыночной стоимости. Кроме того следует ожидать, что во многом будет преодолена практика "непрозрачной" отчетности, по которой нельзя представить истинное положение дел в компании.

Еще одним существенным препятствием для развития венчурного финансирования в Японии является кадровая проблема. С одной стороны, это нехватка высококлассных специалистов фондового рынка. Появление собственных профессионалов в этой области действительно актуально, если вспомнить результаты биржевого краха конца 1990 года. Как отмечают специалисты, именно умение американских компаний использовать арбитраж на рынках "спот" и "форвард", в то время как их японские коллеги играли на повышение на рынке "спот", привело к тому, что первые оказались в выигрыше, а японские инвестиционные компании понесли огромные потери (5). В связи с этим нельзя не упомянуть о перспективе создания глобального рынка капиталов (Global Equity Market), одним из звеньев которого станет Токийская фондовая биржа. Недостаточная подготовленность к этому событию может сделать это звено наиболее слабым в цепи региональных финансовых центров, что может радикально повлиять на судьбу тех же японских компаний.

С другой стороны, ощущается дефицит профессиональных менеджеров, способных привести к успеху возглавляемую ими компанию, и финансовых консультантов для работы с населением.

Большинство нынешних экспертов работали или работают на корпорации и знают по преимуществу только их специфику. В 1999 году компания Andersen Consulting провела исследование среди руководителей высшего звена, в результате которого выяснилось, что лишь 15% японских высших менеджеров пользуются Интернетом, по сравнению с 64% американских управленцев (21). Существует возможность приглашения специалистов из-за рубежа, но для этого необходимы изменения в иммиграционном законодательстве, а также проработка вопросов, связанных со стимулированием тех же управленцев, например, развитие такой формы, как предоставление им опционов. В этой области ситуация сдвинулась с мертвой точки в 1998 году, когда японские компании, прошедшие процедуру листинга, смогли использовать опционы для привлечения профессиональных менеджеров. Планируется также разрешить фирмам поощрять с помощью опционов работу специалистов со стороны, например, программистов (28).

Нельзя не упомянуть о существовании в среде японских предпринимателей своеобразного "комплекса сятё", выражавшегося в том, что статус основателя фирмы неизбежно связывается с высоким положением и атрибутами престижа в виде, например, личного шоfera, проживания в престижном районе и т.д. Японское общество традиционно идентифицирует основателя фирмы и саму фирму как одно целое, а слияния и поглощения компаний зачастую рассматриваются как потеря вышеупомянутого статуса, хотя во многих случаях именно слияние с другой компанией или даже продажа компании ее менеджерам ("управленческий выкуп") были бы более логичным вариантом развития бизнеса, чем желание непременно довести ее до этапа размещения акций на фондовом рынке. Следование американскому опыту, основанному на принципах индивидуализма и конкуренции, в условиях Японии, с ее давней опорой на коллективизм и кооперацию, не может не вызывать определенных сложностей в динамике процессов реформирования экономики. Групповые связи в обществе являлись важным фактором мобилизации людей в процессе послевоенной модернизации Японии, приведшей к "экономическому чуду". Но, как считают ряд японских специалистов, в условиях, когда важен качественный рост экономики, некоторые элементы традиционного сознания являются скорее помехой, чем преимуществом.

Американская модель инновационного бизнеса и связанного с ним венчурного финансирования предполагает, что малые компании, в силу своей большей мобильности и самостоятельности в принятии

решений, гораздо чаще, по сравнению с крупными корпорациями, склонны к технологическим прорывам, и, как следствие, скорейшему успеху на рынке. Опыт Японии показывает, что эффективные инновационные венчуры могут возникать и внутри крупных корпораций. Так, компания Sony Computer entertainment, представляющая собой, по сути, такой венчур, за последние пят лет продала свыше 70 млн. своих игровых приставок Play Station, а деятельность NTT DoCoMo позволила Японии стать мировым лидером в сфере распространения беспроводного Интернета. Создание на крупных предприятиях внутренних венчурных с предоставлением им юридической и финансовой самостоятельности может также предотвратить отток ценных специалистов, чьи идеи не вписываются в производственную политику корпорации. Ясно, что реформированию подлежит также существующая в крупных японских корпорациях система пожизненного найма, препятствующая межотраслевому переливу трудовых ресурсов, и система оплаты труда в зависимости от стажа работы, а не личных качеств работника. Изменения неизбежно затронут и лингвистическую основу корпоративной субординации, а именно язык вежливости ("кэйго"), который во многих молодых компаниях считается уже вовсе не обязательным атрибутом общения начальника и подчиненного.

Бум венчурного финансирования конца 20 века во многом связан с очередным витком научно-технического прогресса, в большинстве областей которого пионером являлись США. Нынешнее состояние рынка венчурного капитала в США во многом зависит от общего положения в хозяйстве страны, во многом использующего принципы "новой экономики", формировавшейся на основе венчурного финансирования. Японии в этом плане еще предстоит решить ряд проблем в области реформирования экономики, мешающих привлечению инвесторов в венчурный бизнес.

На данном этапе развития мирового хозяйства и изменения форм конкуренции инвесторов прежде всего интересуют не только перспективы, связанные с технологическими возможностями новых компаний, но и реальные показатели их деятельности на рынке, которые только и могут гарантировать внимание к их акциям на NASDAQ. Возникают новые фирмы, занимающие монопольное положение в сфере информационных технологий рынка капиталов (Amazon.com, eBay, AOL), конкурировать с которыми в рамках глобального рынка будет труднее, чем несколько лет назад. Большинство бизнес-моделей, связанных с системой расчетов или рекламы в такой области "новой

экономики", как Интернет-торговля принадлежит американским компаниям. Из 50 основных компаний, действующих в этой области в мире, 36 находятся в США, а 9 в Японии (13). Поэтому и перед японскими стартовыми инновационными компаниями сейчас стоит более серьезная задача по раскрытию своей инвестиционной привлекательности. Например, в области использования возможностей сотовой связи для доступа в Интернет Япония пока опережает США. При эффективном использовании своего преимущества догоняющей стороны, Япония, впрочем, как и Европа, может достичь впечатляющего экономического эффекта.

Подводя итог, можно сказать, что технологически ориентированный внутренний спрос, ведущие позиции в мире по таким научным направлениям, как сверхпроводимость, машинный интеллект, полупроводниковые материалы, а также финансовые ресурсы государства и частного бизнеса, возможности корпоративного венчурного финансирования говорят о высоком потенциале и перспективах развития венчурного капитала Японии как фактора оживления экономики в целом.

К.О.Пинюгин

#### **Список литературы**

1. Авдулов А.Н., Кулькин А.М. Государственная научно-техническая политика Японии / ИНИОН РАН. - М., 2000. - 342 с.
2. Венчурное финансирование: теория и практика/ Под ред. Фонштейн Н.М., Балабана А.М. - М.: АНХ, 1998. - 271 с.
3. Лебедева И.П. Венчурный бизнес в Японии: достижения и проблемы // Японский опыт для российских реформ. - М.: Диалог-МГУ, 1997. - № 4. - С.23-33.
4. Режабек Е.Я. Капитализм: проблема самоорганизации. - Ростов: РГУ, 1993. - 287 с.
5. Брагинский С.В. Нисида К. Финансовые рынки и экономическое развитие // Япония: полвека обновления. - М.: Толк, 1995. - С. 257-289.
6. Itoi K. Crazy for the net // Newsweek. - N.Y., 1999. - Vol. 83, N 14. - P. 42-43.

7. Ruckert S., Nauman I. Venture-fonds entdecken Japan // Bank. - Koln, 1999 - № 12. - S. 845.
8. Sapporo district nurtures IT start-ups // Nikkei weekly. - Tokyo, 2000. - Vol. 38, N 1929. - P. 11.
9. Sato M. Investors quickly cool to Mothers market // Nikkei weekly. - Tokyo, 2000. - Vol. 38, N 1923. - P. 1.
10. Suzuki Y. Criticism of postal savings waning as banks seek help // Nikkei weekly. - Tokyo, 2000. -Vol. 38, N 1934. - P. 3.
11. Vickers M. Wall Street's hipe machine // Business week. - N.Y., 2000. - N 3659. - P. 74.
12. [www.chusho.miti.go.jp/english/ wp2000](http://www.chusho.miti.go.jp/english/wp2000)
13. Dumbing down// [www.economist.com/editorial/ justforyou/ current/su3936.html](http://www.economist.com/editorial/justforyou/current/su3936.html)
14. In search of the new japanese dream// [www.economist.com/ library/ focus](http://www.economist.com/library/focus)
15. Gilley B. Internet Warrior on the defensive// [www. feer.com/\\_0011\\_16/ p054money.html](http://www.feer.com/_0011_16/p054money.html)
16. Saito S. The speculative bubble in Internet stocks/ // [www.japanecho.co.jp/ docs/ html/ 270310.html](http://www.japanecho.co.jp/docs/html/270310.html)
17. [www.jetro.org/ newyork/ focusnewsletter/ focus7.html](http://www.jetro.org/newyork/focusnewsletter/focus7.html)
18. [www.jetro.org/ newyork/ focusnewsletter/ focus8.html](http://www.jetro.org/newyork/focusnewsletter/focus8.html)
19. Skuka D. VC Money// [www.japaninc.net/ mag/ comp/ 2000/ 08/ aug00money2.html](http://www.japaninc.net/mag/comp/2000/08/aug00money2.html)
20. Skuka D. VC Money - Nippon angels Forum// [www. japaninc.net/ mag/ comp/ 2000/ 08/ aug00\\_money\\_side3.html](http://www.japaninc.net/mag/comp/2000/08/aug00_money_side3.html)
21. Malott J. Leading by example// [www. japaninc.net/ online/ sc/ aug00\\_sc\\_leading.html](http://www.japaninc.net/online/sc/aug00_sc_leading.html)
22. Tam A. Mini-stocks for the Mini-investors in Japan// [www.japaninc.net/ mag/ comp/ 2000/ 08/ aug00p\\_stockwatch\\_mini.html](http://www.japaninc.net/mag/comp/2000/08/aug00p_stockwatch_mini.html)
23. Japan's stock market oddities explained// [www.japaninc.net/ mag/ comp/ 2000/ 08/ aug00p\\_stockwatch\\_odd.html](http://www.japaninc.net/mag/comp/2000/08/aug00p_stockwatch_odd.html)
24. Kneller R. University-Industry cooperation// [www.japaninc.net/ mag/ comp/ 2000/ 07/ jul00\\_uni1.html](http://www.japaninc.net/mag/comp/2000/07/jul00_uni1.html)
25. Kneller R. University-Industry cooperation// [www.japaninc.net/ mag/ comp/ 2000/ 07/ jul00\\_uni3.html](http://www.japaninc.net/mag/comp/2000/07/jul00_uni3.html)
26. Malott J. What role for incubators in Japan?// [www. japaninc.net/ online/ sc/ jul100\\_sc\\_role.html](http://www.japaninc.net/online/sc/jul100_sc_role.html)
27. [www. jetro.org/ sanfrancisco/ japanese\\_market/ ipo/ sld006.htm](http://www.jetro.org/sanfrancisco/japanese_market/ipo/sld006.htm)
28. [www. jetro.org/ sanfrancisco/ japanese\\_market/ ipo/ sld018.htm](http://www.jetro.org/sanfrancisco/japanese_market/ipo/sld018.htm)
29. [www. jetro.org/ sanfrancisco/ japanese\\_market/ ipo/ sld023.htm](http://www.jetro.org/sanfrancisco/japanese_market/ipo/sld023.htm)

30. King R. Japan promotes venture to boost economy// [www.tht.com/vuwinter99japan.htm](http://www.tht.com/vuwinter99japan.htm)
31. [www.tht.com/whatsnew.htm](http://www.tht.com/whatsnew.htm)
32. Тюсе кигё хакусе. - Токио: Окурасё, 1998. - 435 с.