

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего
образования «Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»

На правах рукописи

Далал Адель

ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННЫХ
ПРОЕКТОВ В СТРАНАХ БРИКС

РЕЗЮМЕ

диссертации на соискание учёной степени кандидата наук
по менеджменту

Научный руководитель:
д.э.н., профессор
Рогова Елена Моисеевна

Санкт-Петербург – 2022

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы диссертационного исследования. 2021 год ознаменовался рекордными объемами венчурного капитала (ВК), инвестированного по всему миру, в размере 621 млрд долл. США.¹ Во время пандемии рынок оставался сильным за счет акселерации процесса цифровизации в потребительской сфере и в цепочках B2B. В академической литературе подчеркивается важность динамичного рынка венчурного капитала. Лернер и Тэг (2013) доказывают, что способность венчурных инвесторов преодолевать информационную асимметрию и вкладывать капитал в инновационный бизнес способствует экономическому росту.² Аллен (2012) резюмирует положительное влияние венчурного капитала на благосостояние.³ Попов and Рузенбум (2013) и Попов (2014) выявили, что венчурный капитал увеличивает скорость создания нового бизнеса.⁴

Следуя глобальным тенденциям, 2021 стал рекордным годом для развивающихся рынков: Бразилия, Китай и Индия достигли новых максимумов венчурного финансирования в размере 9,4 млрд долл., 130,6 млрд долл. и 38,5 млрд долл.⁵ Тем не менее, эти цифры намного ниже рынка США, который достиг своего исторического максимума почти в 330 млрд долл.⁶

Страны БРИКС в последнее десятилетие находились в центре внимания инвесторов благодаря впечатляющим перспективам роста экономики и сравнительно низкой конкуренции в ВК. В 2012 г., согласно первому индексу привлекательности ВК, Китай занял первое место среди 83 развивающихся стран (и

¹ CB Insights. (2022). State of Venture 2021 Report. URL: <https://www.cbinsights.com/research/report/venture-trends-2021> Дата обращения (11.05.2022).

² Lerner, J., & Tag, J. (2013). Institutions and Venture Capital. *Industrial and Corporate Change*, 22(1), 153-182. <https://doi.org/10.1093/icc/dts050>

³ Allen, F. (2012). Trends in Financial Innovation and Their Welfare Impact: An Overview. *European Financial Management*, 18(4), 493-514. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036x.2012.00658.x>

⁴ Попов, А. (2014). Venture Capital and Industry Structure: Evidence form Local US Markets. *Review of Finance, European Finance Association*, 18(3), 1059-1096. URL: <http://hdl.handle.net/10.1093/rof/rft018> Дата обращения (06.07.2020).

Попов, А., & Roosenboom, P. (2013). Venture Capital and New Business Creation. *Journal of Banking and Finance*, 37(12), 4695-4710. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.08.010>

⁵ Bain. (2022). India Venture Capital Report 2022. URL: <https://www.bain.com/insights/india-venture-capital-report-2022/> Дата обращения (11.05.2022).

⁶ Pitchbook. (2022). Q4 2021 Pitchbook-NVCA Venture Monitor. URL: <https://pitchbook.com/news/articles/2021-record-year-us-venture-capital-six-charts> Дата обращения (11.05.2022).

22-е место в мире), в то же время ЮАР, Индия, Бразилия и Россия заняли 3-е, 7-е, 10-е и 15-е место.⁷ Тем не менее, индекс показывает, что драйверы привлекательности ВК в этих странах неравнозначны. В целом они характеризуются сильным экономическим потенциалом и растущими рынками капитала (Россия в меньшей степени), однако защита прав инвесторов и предпринимательская культура развиты довольно слабо. Хотя за прошедшие годы страны БРИКС развили индустрию ВК, проблемы слабой институциональной среды сохраняются. В первом квартале 2022 г. китайские Private Equity и венчурные инвесторы привлекли 1,7 млрд долл., что на 90% ниже по сравнению с предыдущим годом и является наименьшим показателем с 2009 г.⁸ Причиной стало ужесточение контроля над технологическим сектором со стороны регулирующих органов. В то же время политическая обстановка затмила перспективы роста в России, а Совет по ценным бумагам и биржам Индии (SEBI) вводит более строгие правила IPO. Как следствие, есть опасения, что недавний рост ВК на развивающихся рынках не будет устойчивым в долгосрочной перспективе, а инфляционная среда и ужесточение денежно-кредитной политики окажут дополнительное давление на оценку инноваций.

Страны БРИКС представляют собой интересный кейс в контексте ВК, поскольку, несмотря на впечатляющий рост инвестиций, отрасль еще далека от зрелости. Рост в БРИКС определяется новыми инвесторами.⁹ В то время как средний срок жизни венчурных фондов в мире составляет от 8 до 12 лет¹⁰, во многих странах БРИКС первая волна активного фандрайзинга прошла менее 8 лет назад.¹¹ В то же время выходы формируются вторичными сделками, которые представляют собой транзакции по продаже доли другому фонду. Цикл роста стартапов превышает срок

⁷ Groh, A.P. & Liechtenstein, H. (2012). Assessing Country Attractiveness in the Venture Capital and Private Equity Landscape in Emerging Markets. URL: <https://blog.iese.edu/vcpeindex/downloads/> Дата обращения (11.05.2022).

⁸ Financial Times (2022). China Early-Stage Fundraising Slides to Lowest Level Since 2009. URL <https://www.ft.com/content/7e5528f3-e1d2-4f00-9bc8-a1d703b66175> Дата обращения (16.05.2022).

⁹ Praxis Global Alliance. (2021). India Investments Pulse Report 2021. URL: <https://www.praxisga.com/reports-and-publications/financial-investors-group/report-india-investments-pulse-2021> Дата обращения (16.05.2022).

¹⁰ Pitchbook. (2014). The Venture Capital Lifecycle. URL: <https://pitchbook.com/news/articles/the-venture-capital-lifecycle> Дата обращения (16.05.2022).

¹¹ Данные Crunchbase. URL: <https://www.crunchbase.com> Дата обращения (11.05.2022).

жизни одного фонда, в результате чего венчурные инвесторы в БРИКС еще не смогли наблюдать полный цикл стартапа от первой инвестиции до IPO.

Учитывая важную роль институционального контекста в развитии ВК и отсутствие опыта у венчурных инвесторов на развивающихся рынках, является необходимым изучение процесса принятия решений в ВК в странах БРИКС, в частности, то, как институты могут повлиять на данный процесс. Выводы могут способствовать стабильному предложению капитала, долгосрочному росту инвестиций и зрелости индустрии и развеять текущие опасения о неустойчивости роста рынка.

Степень разработанности проблемы. В исследованиях ВК институциональная теория является доминирующей концепцией для объяснения движущих сил венчурного рынка на уровне страны.¹² Развивающиеся рынки привлекли внимание ученых, так как, несмотря на бурное развитие венчурной индустрии, институциональная среда в этих странах остается слабой. Исследования, основанные на данных развивающихся регионов, показывают, что проблемы институционального развития препятствуют росту ВК, а, следовательно, и инноваций в стране.¹³ Наряду со страновым уровнем, исследования на организационном уровне выявили особенности в способах принятия решений и в управлении рисками на развивающихся рынках.¹⁴

Хотя исследования показывают, что венчурные фонды в развивающихся странах действуют иначе, чем в странах с развитой экономикой¹⁵, теоретические разработки в этой области по-прежнему остаются вне контекста. Основываясь на агентской теории, существующая литература предполагает, что агентская проблема является основным фактором, формирующим процесс принятия решений ВК, в то

¹² Grilli, L., Latifi, G., & Mrkajic, B. (2019). Institutional Determinants of Venture Capital Activity: An Empirically Driven Literature Review and A Research Agenda. *Journal of Economic Surveys*, 33(4), 1094-1122. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0007-7>

¹³ Dalal, A., & Khoroshunov, O. (2020). Rynok venchurnogo kapitala v Kitaye i Yaponii: Sravnitel'nyi Analiz [Venture Capital Market in China and Japan: A Comparative Study]. *Asia and Africa Today*, 3, 34-41. <https://doi.org/10.31857/S032150750008729-3>

¹⁴ Klonowski, D. (2007). The Venture Capital Investment Process in Emerging Markets: Evidence from Central and Eastern Europe. *International Journal of Emerging Markets*, 2(4), 361-382. <https://doi.org/10.1108/17468800710824518>

¹⁵ Foo, M.W., Vissa, B., & Wu, B. (2020). Entrepreneurship in Emerging Economies. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 14, 289-301. <https://doi.org/10.1002/sej.1363>

время как основная функция этого процесса заключается в минимизации неблагоприятного отбора.¹⁶ Текущие теоретические положения подразумевают изолированные отношения «принципал-агент» при принятии решений, предполагая стабильную институциональную среду, которая не наблюдается на развивающихся рынках.¹⁷ Взаимодействие ВК с окружающей средой может раскрыть новые функции процесса принятия решений, что не отражено в существующих моделях. Исследования не дают теоретической концепции, которая отражала бы отличительные характеристики управления ВК, наблюдаемые в БРИКС. Таким образом, текущие теоретические соображения не могут объяснить роль институтов в управлении венчурным капиталом в случае развивающихся рынков.

Цель и задачи диссертационного исследования. В качестве цели исследование ставит ответ на вопрос «Как процесс принятия решений в ВК адаптируется к институциональной среде?». Для достижения цели работа включает в себя различные этапы, которые отвечают на ряд вопросов, таких как:

- Каковы институциональные драйверы венчурных инвестиций?
- Какие теории используются в исследованиях принятия решений в ВК?
- Какими стадиями определяется процесс принятия решений ВК?
- Имеют ли институциональные факторы влияние на процесс принятия решений ВК?
- Каков механизм влияния на организационном уровне?

Ответы на эти вопросы дают основу для построения теоретической модели принятия решений ВК в институциональном контексте, что является основным результатом исследования.

Предметом диссертационного исследования является процесс принятия решений в венчурных фондах в странах БРИКС.

Объектом диссертационного исследования является деятельность венчурных фондов по финансированию инноваций в странах БРИКС.

¹⁶ Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How Do Venture Capitalists Make Decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169-190. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>

¹⁷ Groh, A.P., Liechtenstein, H., Lieser, K. & Biesinger, M. (2021). The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index. URL: <https://blog.iese.edu/vcpeindex/downloads/> Дата обращения (11.05.2022).

Эмпирическим объектом диссертационного исследования является венчурный фонд, который рассматривает инновационные проекты на территории БРИКС. Респонденты, менеджеры венчурных фондов, являются источниками информации.

Теоретическая и методологическая база диссертационного исследования. Теоретическую основу диссертационного исследования составили фундаментальные и прикладные труды ведущих отечественных и зарубежных ученых по проблемам управления и финансирования инноваций, инвестирования в альтернативные классы активов и общей организационной теории. Теоретические положения и выводы диссертационного исследования основаны на результатах анализа статей в научных периодических изданиях, монографиях и диссертациях.

Для достижения цели в исследовании используется смешанный дизайн, состоящий из количественного и качественного анализа. Первый этап – количественное исследование драйверов ВК – был проведен с помощью мета-анализа. В мета-анализе были собраны статистические данные из существующих статей и рассчитаны размеры влияния характеристик страны на венчурные инвестиции. Исследование следует рекомендациям PRISMA по мета-анализу¹⁸. 30 первичных исследований были найдены в базах данных Scopus, Web of Science и Google Scholar и отобраны согласно критериям на основе исследовательского вопроса. Финальная выборка содержит 840 статистических коэффициентов, которые были проанализированы с помощью программного обеспечения Stata.

Второй этап представляет собой качественный анализ с использованием grounded theory (GT) для разработки теоретической модели принятия решений в ВК в институциональном контексте. Выборка включает различные типы данных и источников, в том числе одночасовые подробные интервью, общедоступные видеоинтервью и корпоративные документы. Транскрипция и кодирование данных были произведены в программном обеспечении MAXQDA, возникающие коды

¹⁸ Moher, D., Liberati, A., Tetzlaff, J., & Altman, D.G. (2009). Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses: The PRISMA Statement. *BMJ*, 339(b2535). <https://doi.org/10.1136/bmj.b2535>

были, далее, проанализированы посредством теоретического кодирования до тех пор, пока не были выведены основные категории.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в теоретической концептуализации процесса принятия решений венчурных фондов в развивающихся странах. Наиболее значимые результаты исследования, характеризующие научную новизну, могут быть сформулированы следующим образом:

1. Разработана классификация страновых факторов ВК, определен скорректированный эффект институциональных переменных на объем рынка ВК в стране.

2. Сформулированы теоретические конструкты *институциональной осведомленности* и *адаптивности принятия решений*, выражающие особенности процесса в странах БРИКС.

3. Выведен процесс принятия решений в ВК в институциональном контексте, включающий новые стадии, эмпирически наблюдаемые в странах БРИКС.

4. Разработана теоретическая модель принятия решений ВК в институциональном контексте.

Положения, выносимые на защиту.

1. Мета-анализ выявил влияние формальных и неформальных институтов на объем венчурных инвестиций в стране, на основе выборки 840 коэффициентов из 30 статей.¹⁹ Анализ подтверждает наличие эффекта после поправки на гетероскедастичность и публикационное смещение.

2. Теоретические конструкты *институциональной осведомленности* и *адаптивности принятия решений* показывают, как менеджеры венчурных фондов корректируют свои решения в ответ на неопределенность на развивающихся рынках. *Адаптивность принятия решений* формулирует способности менеджеров

¹⁹ Dalal, A. (2022). Meta-Analysis of Determinants of Venture Capital Activity. *Entrepreneurial Business and Economics Review*, 10(1), 113-128. <https://doi.org/10.15678/EBER.2022.100108>

ВК, используемые для приспособляемости к институциональной среде БРИКС, в трех элементах: предупреждение рисков, обеспечение гибкости, дополнение среды.

3. Предложенный процесс принятия решений в ВК расширяет существующие модели, включая ранее неизученные этапы, такие как Создание фонда I и Создание фонда II. Фазы раскрывают практики венчурных фондов в отношении привлечения инвесторов, разработки структуры фонда и формулировки инвестиционного тезиса, которые имеют высокую роль в принятии инвестиционных решений в БРИКС.

4. Теоретическая модель принятия решений в ВК в институциональном контексте концептуализирует взаимосвязь между институциональным развитием страны и венчурными инвестициями. Модель иллюстрирует, как влияние институтов передается через *институциональную осведомленность* и модерируется *адаптивностью принятия решений* на каждом этапе процесса.

Теоретическая значимость диссертационного исследования представлена в четырех пунктах, следующих основным результатам проведенного исследования.

Во-первых, мета-анализ рассчитывает влияние формальных и неформальных институциональных переменных на венчурные инвестиции, полученные на основе 30 статей о венчурном капитале. Это позволяет подтвердить значимое влияние институционального развития страны на венчурные инвестиции, несмотря на обнаруженные в литературе расхождения. Объединив 840 наблюдений, включая все ранее изученные институциональные переменные, и контролируя особенности дизайна исследования, выборки данных и метрики, использованные в первичных исследованиях, наш анализ избегает спекулятивного выбора переменных для расчета размера эффекта страновых драйверов ВК.

Во-вторых, сформулирован теоретический конструкт *адаптивности принятия решений*. В нем показано, как процесс адаптируется к неопределенности на рынках БРИКС. Данный конструкт противоречит предпосылке агентской теории о том, что процесс принятия решений в ВК направлен лишь на минимизацию агентской проблемы. *Адаптивность принятия решений* показывает, что, помимо

уменьшения неблагоприятного отбора и морального риска, стадии процесса направлены на смягчение неблагоприятного воздействия институциональной среды.

В-третьих, предложенный процесс принятия решений в ВК включает этапы, такие как разработка структуры венчурного фонда и последующее привлечение средств. Существующая академическая литература сосредоточена на инвестиционном процессе фонда, который является лишь частью процесса принятия решений в фондах ВК.²⁰ Существующие модели процесса принятия решений в ВК сосредоточены на этапах отношений между принципалом и агентом и не могут объяснить роль институциональной среды. Разработанная модель включает также этапы, не связанные с инвестициями (Создание фонда I и Создание фонда II), которые охватывают отношения с институциональной средой. В то время как процесс венчурного капитала в предыдущих работах заканчивается выходом из сделки²¹, данное исследование расширяет эту точку зрения и изучает привлечение средств для следующих фондов, тем самым объясняя процесс взросления венчурных фирм и отрасли

В-четвертых, на основе обнаруженных конструкторов исследование предлагает теоретическую модель принятия решений ВК в институциональном контексте. Проблематизируются положения агентской теории в объяснении процесса принятия решений в венчурных фондах на развивающихся рынках. Предлагая институциональный контекст, предложенная теоретическая модель подвергает сомнению предположение агентской теории об изолированных отношениях между принципалом и агентом в стабильной среде. Разработанная структура принятия решений ВК в институциональном контексте иллюстрирует, как институциональные переменные обеспечивают входные данные для принятия решений и формируют процесс. Результат предлагает теоретическое обоснование процесса принятия решений в ВК с учетом институционального развития, в то время как существующая теория в этой области остается вне контекста.

²⁰ Sørensen, M. (2007). How Smart Is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital. *Journal of Finance*, 62(6), 2725-2762. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01291.x>

²¹ Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How Do Venture Capitalists Make Decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169-190. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>

Практическая значимость диссертационного исследования. Результаты исследования способствуют лучшему пониманию сложной природы принятия решений. Используя модель принятия решений ВК в институциональном контексте, правительства могут разработать целенаправленную политику для устранения существующих институциональных препятствий и стимулирования роста рынка венчурного капитала.

Для менеджеров эта структура определяет рекомендации по управлению венчурными инвестициями в БРИКС. Предлагаемая конструкция *адаптивности принятия решений* может быть использована менеджерами венчурного капитала как многосторонняя практика, снижающая вызванную неразвитыми институтами неопределенность. Теоретическая модель раскрывает действия, которые могут предпринять венчурные фонды, чтобы смягчить неблагоприятное влияние слабых институтов, и согласует их с соответствующими этапами процесса. Таким образом, она предоставляет рекомендации для менеджмента венчурных фондов для оперирования на развивающихся рынках, которые могут быть интегрированы в организацию без предыдущего опыта венчурного инвестирования в БРИКС. Результаты исследования способствуют улучшению понимания процессов ВК на развивающихся рынках и способствуют привлекательности стран БРИКС среди иностранных венчурных фирм. Более того, используя предложенный процесс принятия решений, венчурные фирмы могут повысить шансы на выживание и, как следствие, способствовать развитию венчурной индустрии страны.

Апробация результатов исследования. Результаты диссертационного исследования были представлены в виде докладов на научных конференциях и семинарах, таких как:

- Meta-Analysis of Economic Research Network Colloquium (22-23.10.2021, University of Piraeus, Афины, Греция). Тема доклада: “Meta-analysis of determinants of venture capital activity”.
- 20th Annual Conference of the European Academy of Management (4-6.12.2020, онлайн). Тема доклада: “Determinants of venture capital investments across countries: Meta-analysis”.

- III International Science Conference SER 2020 (17-19.09.2020, Economic Laboratory for Transition Research, Подгорица, Черногория). Тема доклада: “The evaluation of efficiency of corporate inversions”.
- PhD Workshop “Financial Markets and Corporate Strategies” (17.04.2021, НИУ ВШЭ, Москва, Россия). Тема доклада: “Determinants of venture capital investments across countries: Meta-analysis”.
- 11th EURAM Early Career Colloquium (9-11.03.2020, Huddersfield Business School, Хаддерсфилд, Великобритания). Тема доклада: “Venture capital for funding innovation projects in BRICS countries”.

Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта No 19-310-90085 «Аспиранты».

Логика и структура диссертационной работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и восьми приложений. Общий объем диссертационного исследования составляет 147 страниц. В работе представлены 30 таблиц и 2 рисунка. Список использованной литературы составляет 172 наименования, из которых 169 – на английском языке.

Во введении диссертации обоснована актуальность исследуемой темы; отражена степень разработанности проблемы; определены цель и задачи исследования; выделены основные положения научной новизны, теоретической и практической значимости.

В первой главе работы представлен систематический обзор литературы и сравнительный анализ страновых факторов активности рынка ВК. На основе анализа литературы предложена классификация драйверов ВК. Далее, проанализирована литература, посвященная процессу принятия решений в ВК; представлена теоретическая база исследования; проведен сравнительный анализ моделей принятия решений и сформулированы особенности принятия решений ВК в развивающихся странах.

Вторая глава работы посвящена количественному исследованию институциональный драйверов в ВК с использованием методов мета-анализа. Представлены результаты расчета влияния факторов на объем венчурных

инвестиций. Проведен мета-регрессионный анализ, который предоставляет статистические данные о причинах вариации результатов предыдущих исследований. Приведены основные выводы и определена роль результатов мета-анализа в построении теоретической модели принятия решений ВК в институциональном контексте.

В третьей главе диссертации представлен grounded theory (GT) анализ процесса принятия решений ВК. Описаны процессы сбора и анализа данных, приведена характеристика и обоснование выбора объектов изучения. Сформулированы промежуточные результаты исследования, такие как процесс принятия решений в ВК и теоретические конструкты *институциональной осведомленности* и *адаптивности принятия решений*. На основе этих результатов построена теоретическая модель принятия решений ВК в институциональном контексте

В заключении диссертационного исследования сформулированы основные выводы; раскрыта теоретическая и практическая значимость результатов; представлены ограничения работы и предложены темы для развития исследований в области.

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Мета-анализ выявил влияние формальных и неформальных институтов на объем венчурных инвестиции в стране, на основе выборки 840 коэффициентов из 30 статей. Анализ подтверждает наличие эффекта после поправки на гетероскедастичность и публикационное смещение.

В качестве первого этапа было проведено количественное исследование с использованием методов мета-анализа. Целью мета-анализа является расчет влияния институциональных переменных на венчурные инвестиции. Это помогает ответить на вопрос «Каковы институциональные факторы венчурных инвестиций?» для достижения основной цели исследования.

Первым шагом стал систематический обзор литературы и сравнительный анализ страновых факторов активности рынка ВК. Основываясь на анализе литературы, была предложена классификация драйверов ВК, изученных ранее, для того чтобы протестировать их эффект в мета-анализе. Второй шаг заключается в расчете влияния переменных страны на объем венчурных инвестиций. Конечная цель состоит в том, чтобы построить мета-регрессию, которая объясняет расхождения в результатах существующих исследований.

В результате мета-анализ делает ряд выводов. Первый результат – это скорректированные средние величины эффекта каждой группы переменных (Таблица 1). Второй вывод – причины расхождений в результатах предыдущих исследований (Таблица 2).

Сбор данных был проведен в соответствии с рекомендациями PRISMA в мета-анализе²², в результате чего были отобраны 30 статей включены для финальной выборки. Опираясь на 840 наблюдений из 30 исследований, мета-анализ показывает значимое положительное влияние институциональных, технологических и макроэкономических переменных после поправки на гетероскедастичность и

²² Moher, D., Liberati, A., Tetzlaff, J., & Altman, D.G. (2009). Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses: The PRISMA Statement. *BMJ*, 339(b2535). <https://doi.org/10.1136/bmj.b2535>

публикационное смещение (Таблица 1). Технологические возможности оказывают наибольшее влияние на деятельность ВК, за ними следуют формальные институты.

Таблица 1. Средние величины эффекта драйверов ВК

	OLS	WLS (Precision)	WLS (Estimates)	Obs
<i>Все переменные</i>				
SE (reporting bias)	-0.204 (0.429)	0.201 (0.479)	-0.757 (0.002)	831
Constant (corrected effect)	0.123 (0.000)	0.089 (0.001)	0.171 (0.000)	
<i>Все институты</i>				
SE (reporting bias)	-0.650 (0.022)	-0.366 (0.326)	-0.866 (0.001)	458
Constant (corrected effect)	0.135 (0.000)	0.110 (0.002)	0.155 (0.000)	
<i>Формальные институты</i>				
SE (reporting bias)	-0.581 (0.016)	-0.271 (0.395)	-0.827 (0.000)	424
Constant (corrected effect)	0.125 (0.000)	0.097 (0.010)	0.150 (0.000)	
<i>Финансовый рынок</i>				
SE (reporting bias)	0.121 (0.778)	0.429 (0.341)	-0.238 (0.569)	187
Constant (corrected effect)	0.094 (0.012)	0.067 (0.004)	0.123 (0.001)	
<i>Макроэкономические переменные</i>				
SE (reporting bias)	0.479 (0.328)	1.141 (0.023)	0.316 (0.740)	198
Constant (corrected effect)	0.096 (0.035)	0.045 (0.041)	0.130 (0.068)	
<i>Технологические возможности</i>				
SE (reporting bias)	0.550 (0.126)	0.822 (0.057)	0.881 (0.188)	138
Constant (corrected effect)	0.140 (0.001)	0.116 (0.005)	0.089 (0.120)	

Источник: составлено автором в Stata.

Примечание – в скобках представлены значения p -values.

Конечная цель состоит в том, чтобы выяснить, что движет неоднородностью результатов предыдущих исследований, путем тестирования характеристик статей с помощью мета-регрессии, что представлено в Таблице 2.

Таблица 2. Мета-регрессионный анализ

	REML	<i>p</i> -value	CI	
<i>Характеристики выборки</i>				
Panel	-0.015	0.751	-0.110	0.079
Time dummy	-0.086	0.000	-0.128	-0.045
EVCA	-0.173	0.000	-0.237	-0.108
TR	-0.115	0.001	-0.185	-0.044
Developed	-0.001	0.980	-0.060	0.059
<i>Характеристики модели</i>				
GLS	0.113	0.020	0.018	0.207
OLS	0.054	0.148	-0.019	0.126
FE	-0.020	0.559	-0.086	0.047
RE	0.015	0.652	-0.051	0.081
IV	0.007	0.886	-0.085	0.098
<i>Зависимая переменная (DV)</i>				
Scaled	-0.026	0.231	-0.069	0.017
VC investments	0.088	0.338	-0.092	0.268
VC funds raised	0.055	0.561	-0.130	0.240
early-stage VC	0.104	0.262	-0.078	0.286
late-stage VC	0.170	0.138	-0.055	0.395
<i>Драйверы ВК</i>				
Fiscal	0.043	0.288	-0.036	0.123
Labour	0.057	0.278	-0.046	0.160
Other regulatory	0.054	0.189	-0.027	0.135
Government	0.142	0.000	0.063	0.221
Fin. Market	0.139	0.000	0.069	0.208
Informal	0.172	0.000	0.082	0.262
Tech	0.205	0.000	0.133	0.278
GDP	0.144	0.000	0.074	0.214
Trade	0.143	0.006	0.041	0.246
constant	0.079	0.469	-0.135	0.294

Источник: составлено автором в Stata.

Некоторые результаты анализа стали неожиданными, такие как отсутствие влияния выборки стран (развитые по сравнению с развивающимися) и стадии ВК на эффект институтов, несмотря на предположение о неоднородности среди венчурных

инвесторов в предыдущей литературе.²³ Вывод подчеркивает роль институциональной среды независимо от типа или географии инвестора. Кроме того, результаты эмпирически подтверждают цикличность венчурной индустрии и низкое качество данных в развивающихся странах, ранее предполагаемое в области.²⁴

Результаты мета-анализа устанавливают значимое влияние институтов на венчурное финансирование. Эти выводы формируют основное предположение о роли институтов в инвестиционных решениях венчурных инвесторов, которое используется при разработке теоретической модели.

2. Теоретические конструкторы институциональной осведомленности и адаптивности принятия решений показывают, как менеджеры венчурных фондов корректируют свои решения в ответ на неопределенность на развивающихся рынках. *Адаптивность принятия решений* формулирует способности менеджеров ВК, используемые для приспособляемости к институциональной среде БРИКС, в трех элементах: прогнозирование рисков, обеспечение гибкости, дополнение среды.

Второй этап исследования представляет собой GT анализ принятия решений в венчурных фондах, оперирующих в странах БРИКС. GT подход позволяет обнаружить три конструктора, которые станут элементами теоретической модели: (1) институциональная осведомленность, (2) адаптивность принятия решений и (3) процесс принятия решений в ВК.

Институциональная осведомленность показывает, как менеджеры распознают проблемы институциональной среды и трансформируют их в исходные данные для принятия решений. Концептуальные коды этой категории эмпирически подтверждают влияние неформальных институтов на венчурные инвестиции,

²³ Grilli, L., Latifi, G., & Mrkajic, B. (2019). Institutional Determinants of Venture Capital Activity: An Empirically Driven Literature Review and A Research Agenda. *Journal of Economic Surveys*, 33(4), 1094-1122. <https://doi.org/10.1111/joes.12319>

²⁴ Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., & Dushnitsky, G. (2017). A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Angel Investment, Crowdfunding, and Accelerators. *Journal of Management*, 43(6), 1820-1853. <https://doi.org/10.1177/0149206317690584>

опосредованное количеством предпринимателей на рынке, предложенное в теоретической модели Бустаманте и др. (2021).²⁵

Адаптивность принятия решений представляет собой набор действий, которые венчурные капиталисты предпринимают в качестве реакции на институциональную среду. Практики объединены в три категории: прогнозирование рисков, обеспечение гибкости и дополнение среды (Таблица 3). Более того, было выявлено, что методы, которые менеджеры ВК используют для снижения влияния институтов, различаются в зависимости от этапа процесса принятия решений. Предлагаемый анализ сопоставляет элементы *адаптивности принятия решений* с соответствующим этапом процесса принятия решений ВК.

Таблица 3. Формирование категории адаптивности принятия решений

Ключевая категория	Элементы ключевой категории	Концептуальные категории	Концептуальные коды
Адаптивность принятия решений	Прогнозирование рисков	Избежание рисков	Избежание высокорисковых инноваций, Избежание проектов без прибыли
		Контроль рисков	Детальное прописывание условий
		Управление рисками	Подготовка проектов к стратегической продаже
	Обеспечение гибкости	Внутренняя гибкость	Гибкая структура, Гибкий инвестиционный тезис
		Внешняя гибкость	Требование универсальности навыков
	Дополнение среды	Построение инфраструктуры	Введение принципов нетворкинга, Построение репутации
	Предоставление знаний	Восполнение бизнес-навыков, Повышение осведомленности	

Источник: составлено автором.

²⁵ Bustamante, C.V., Mingo, S., & Matusik, S. F. (2021). Institutions and Venture Capital Market Creation: The Case of An Emerging Market. *Journal of Business Research*, 127, 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.01.008>

Прогнозирование рисков – это элемент, в которой факторы окружающей среды и поведение всех заинтересованных сторон интегрированы в процесс принятия решений. Слабая институциональная среда увеличивает неопределенность, с которой сталкиваются венчурные фонды. Анализ данных показывает, что менеджеры фондов предвидят потенциальные риски, с которыми они могут столкнуться на поздних этапах процесса принятия решений и пытаются снизить их на ранних стадиях. Венчурные капиталисты справляются с потенциальными рисками тремя способами, представленными концептуальными категориями: (1) избежание рисков, (2) контролирование рисков и (3) управление рисками.

В ходе интервью было выявлено, что ВК осознают, что не могут предвидеть все риски инвестиционных решений. По этой причине венчурные капиталисты демонстрируют гибкость ресурсов, чтобы при необходимости оперативно реагировать на изменяющуюся среду. Чтобы добиться общей гибкости процесса принятия решений, венчурные капиталисты обеспечивают внутреннюю гибкость и требуют гибкости от проектов, в которые они инвестируют.

Дополнение среды отражает, как венчурные капиталисты берут на себя роль построения отсутствующих элементов инфраструктуры рынка ВК и предоставления недостающих знаний участникам рынка. Данная категория расширяет существующее представление о роли венчурного капитала на финансовых рынках как исключительно минимизация агентской проблемы

3. Предложенный процесс принятия решений в ВК расширяет существующие модели, включая ранее неизученные этапы, такие как Создание фонда I и Создание фонда II. Фазы раскрывают практики венчурных фондов в отношении привлечения инвесторов, разработки структуры фонда и формулировки инвестиционного тезиса, которые имеют высокую роль в принятии инвестиционных решений в БРИКС

Модель процесса принятия решений ВК (Таблица 4) охватывает все этапы процесса, наблюдаемые в БРИКС. Анализ развивающихся рынков показывает недостаточное понимание этапов процесса в литературе. Модель дополнительно включает этапы, не связанные с инвестициями, которые оказывают влияние на инвестиционные решения, однако не были включены в предыдущие модели. Этап Создание Фонда I важен для понимания роли инвесторов на всех стадиях принятия решений на развивающихся рынках. Кроме того, этот этап включает в себя стадию разработки инвестиционного тезиса, который в дальнейшем применяется для скрининга и due diligence компаний. Этап Создание Фонда II отражает многопериодную перспективу процесса принятия решений как средство выживания венчурных фирм. Фирмы, которые могут привлечь инвесторов для будущих фондов, представляют собой более зрелый рынок. По этой причине модель отображает процесс развития венчурных отраслей в странах БРИКС.

Таблица 4. Процесс принятия решений в ВК

Гомпер и др. (2020)	Разработано автором	
	Поиск инвесторов	
	Структурирование фонда	Создание Фонда I
	Разработка инвестиционного тезиса	
Поиск проекта	Поиск проекта	
Первоначальный отбор инициатором сделки	Первоначальный отбор вне венчурного фонда	
Встреча		Пре-инвестиционные решения
Отбор	Отбор венчурным фондом	
Формальный due diligence	Due diligence	
	Структурирование сделки	
Структурирование	Заккрытие сделки	Инвестиционное решение
Пост-инвестиционный мониторинг и консультирование	Добавление стоимости	Пост-инвестиционные решения
Выход	Выход	
	Поиск инвесторов	
	Структурирование фонда	Создание Фонда II
	Разработка инвестиционного тезиса	

Источник: составлено автором.²⁶

²⁶ На основании: Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How Do Venture Capitalists Make Decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169-190. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>

4. Теоретическая модель принятия решений в ВК в институциональном контексте концептуализирует взаимосвязь между институциональным развитием страны и венчурными инвестициями. Модель иллюстрирует, как влияние институтов передается через *институциональную осведомленность* и модерируется *адаптивностью принятия решений* на каждом этапе процесса.

Финальным этапом является построение теоретической модели принятия решений в ВК в институциональном контексте (Рисунок 1). В данной модели принятие решений представляет собой процесс, учитывающий неопределенность, вызванную институциональной средой. В теоретической модели институты страны влияют на среду, в которой работают венчурные капиталисты, *институциональная осведомленность* менеджеров о внешней среде генерирует входные данные для принятия решений на каждом этапе процесса. Поскольку осведомленность об изменяющейся среде является внутренней способностью менеджера, она размещена внутри процесса. Чтобы смягчить влияние факторов на результат процесса принятия решений, венчурные фонды могут использовать практики, отраженные в конструкте *адаптивности принятия решений*. Объем венчурных инвестиции представлен в модели как результат процесса.



Рисунок 1. Модель принятия решений ВК в институциональном контексте
Источник: составлено автором.

Данные развивающихся рынков иллюстрируют, что существующие исследования не объясняют роль институтов в принятии решений венчурными фондами. Основываясь на анализе БРИКС, предложенная модель утверждает, что влияние институтов на венчурные инвестиции зависит от способности менеджеров

венчурного капитала распознавать эффект слабой институциональной среды (*институциональная осведомленность*) и адаптировать процесс принятия решений (*адаптивность принятия решений*).

С помощью теоретической модели принятия решений в венчурных фондах достигается концептуализация феномена, что не было сделано в предыдущих работах. Хотя проведенные исследования показывают статистическую связь между институциональными переменными и венчурными инвестициями, они не фиксируют, как эффект передается на микроуровне. С другой стороны, качественные исследования, изучающие решения ВК, обычно не учитывают институциональный контекст. Несмотря на то, что эмпирические работы делают акцент на роли институтов на рынке венчурного капитала, существующие исследования не дают теоретической предпосылки для понимания того, как они соотносятся с практикой управления венчурным капиталом.

III. ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ РАБОТЫ

В работе исследуется роль институтов в венчурном капитале и предлагается модель принятия решений ВК на развивающихся рынках. Данное исследование вносит вклад в литературу, во-первых, показывая, как наблюдаемое влияние институтов на объем ВК в стране передается на организационном уровне, и, во-вторых, предлагая институциональный контекст в теории принятия решений ВК. Таким образом, выводы отвечают на вопросы исследований на уровне стран и компаний и дают всестороннее представление о роли институтов в ВК.

Исследование было проведено в два этапа, сочетая количественные и качественные методы, для построения теоретической концепции. Результаты вносят вклад в теоретические положения в области и предлагают практическое применение.

1. Критический обзор литературы позволил провести обширный анализ страновых факторов, определяющих деятельность рынка венчурного капитала. Он охватывает все драйверы ВК, которые были проанализированы ранее, и систематизирует эмпирические данные о факторах венчурных инвестиций путем проведения мета-анализа. Мета-анализ опирается на объединенную выборку 30 исследований и рассчитывает скорректированную величину эффекта институциональных переменных. Результаты показывают положительное влияние формальных и неформальных институтов, технологических возможностей и макроэкономических переменных на объем венчурных инвестиций в стране, приходя к консенсусу относительно движущих сил венчурного капитала в разных странах, чего не было до этого достигнуто в исследованиях ВК.

2. В диссертации предлагается теоретический конструкт *адаптивности принятия решений*, который рассматривает управленческую практику принятия решений через институциональную призму, тем самым обеспечивая единое практическое понимание институционального контекста при принятии решений в ВК. Выведенный конструкт показывает, что процесс берет на себя функцию смягчения неблагоприятного воздействия слабых институтов, расширяя предпосылки существующих теорий в области.

3. В работе предложена расширенная модель процесса принятия решений в ВК, которая в предыдущих исследованиях была ограничена инвестиционными решениями. В то время как существующая теория исследует процесс, начиная с нахождения проекта, наш анализ подчеркивает роль этапов, связанных с созданием венчурного фонда. GT анализ практик ВК в БРИКС помогает выйти за рамки существующих знаний о процессе принятия решений, вводя институциональный контекст. Полученные данные показывают, что решения, принимаемые на этапах, не связанных с инвестициями, формируют инвестиционный выбор и определяют успех венчурных фондов, что формально не отражалось в предыдущих моделях.

4. В исследовании концептуализируется взаимосвязь между институциональными переменными и венчурными инвестициями. Существующее понимание ограничено данными о статистической связи между этими переменными. Представленная модель процесса принятия решений ВК в институциональном контексте показывает, как влияние институтов передается на организационном уровне в фондах ВК. Модель бросает вызов предположениям современной теории об изолированных отношениях между принципалом и агентом в стабильной среде как главном факторе, формирующем процесс.

IV. СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Основные результаты диссертационного исследования отражены в трех статьях, две из которых опубликованы в журналах, индексируемых в Scopus, и одна – в издании, включенном в список журналов высокого уровня, подготовленный в НИУ ВШЭ. Общий объем основных публикаций составил 3,54 п.л. Личный вклад автора – 2,61 п.л.

А. Работы, опубликованные автором в изданиях, индексируемых в Scopus:

1. Dalal, A. (2022). Meta-Analysis of Determinants of Venture Capital Activity [Мета-анализ драйверов венчурного капитала]. *Entrepreneurial Business and Economics Review*, 10(1), 113-128. <https://doi.org/10.15678/EBER.2022.100108> – 1,49 п.л. (Q2, 2021, SJR²⁷)
2. Makarova, V. A., Dalal A. (2020). Change in a Stakeholder Utility Function During Crisis [Изменение функции полезности стейкхолдеров во время кризиса]. *Montenegrin Journal of Economics*, 16(4), 17-27. <https://doi.org/10.14254/1800-5845/2020.16-4.2> – 1,04 п.л. (Q2, 2020, SJR²⁸)

Б. Работы, опубликованные автором в изданиях, включенных в список журналов высокого уровня, подготовленный в НИУ ВШЭ:

1. Далал А., Хорошунов А. Рынок венчурного капитала в Китае и Японии: сравнительный анализ // Азия и Африка сегодня. 2020. № 3. С. 34-41. <https://doi.org/10.31857/S032150750008729-3> – 1,01 п.л.

²⁷ Данные Scimago Journal & Country Rank. URL: <https://www.scimagojr.com/journalsearch.php?q=21100857389&tip=sid&clean=0> (Дата обращения 01.06.2022)

²⁸ Данные Scimago Journal & Country Rank. URL: <https://www.scimagojr.com/journalsearch.php?q=21100854712&tip=sid&clean=0> (Дата обращения 01.06.2022)