

Интернационализация венчурного капитала: исследовательские вопросы

О.Ф. Малашенкова

к.э.н., доцент, доцент кафедры международных экономических отношений

malashenkova@bsu.by

Белорусский государственный университет, г. Минск

Аннотация: Исследования в области интернационализации венчурного капитала активно расширяются. Представленные детерминанты интернационализации венчурного капитала классифицированы в четыре группы и дают представление о том, какие изменения будут стимулировать либо препятствовать развитию трансграничных потоков венчурного капитала с теоретической точки зрения. В статье представлен обзор своевременных исследований в международной литературе по интернационализации венчурного капитала.

Ключевые слова: интернационализация венчурного капитала, детерминанты интернационализации, цифровизация.

Венчурный капитал (ВК) является разновидностью предпринимательского капитала, чаще в форме прямых инвестиций, который финансирует старт, ранний рост или раннее расширение компаний, часто в высокотехнологичных отраслях [13].

Участниками венчурного механизма являются венчурные управляющие компании (ВУК), или венчурные капиталисты, с управляемыми ими венчурными фондами, а также компании-реципиенты инвестиций, или создатели бизнеса. Венчурные управляющие компании по сути являются посредниками на рынке рискованных инвестиций с асимметричной информацией и высоким уровнем неопределенности. С одной стороны, они предоставляют капитал небольшим молодым компаниям, которые работают на новых или нестабильных рынках и обладают низким уровнем обеспечения. Инвестируя в эти компании с высоким уровнем риска, покупая акции или миноритарные пакеты, венчурные управляющие компании принимают на себя роль активных создателей добавленной стоимости, стремясь к значительному приросту капитала при выходе через 5–7 лет после первоначального вложения. С другой стороны, они содействуют институциональным и другим инвесторам в отборе перспективных компаний через механизм фандрейзинга венчурных фондов, тем самым повышая ставку доходности инвесторов на капитал по сравнению с традиционным финансовым рынком.

Под интернационализацией венчурного капитала в статье понимаются все инвестиционные сделки в цикле венчурного капитала по крайней мере с одним иностранным венчурным капиталистом.

Как показывает анализ статистических данных, из-за высокой информационной асимметрии и связанных с этим проблем (неудачный отбор венчурных проектов, моральные риски), венчурное инвестирование долгое время оставалось местной, не интернационализированной отраслью. Ранее считалось, что географическая близость к объектам инвестиций необходима для размещения и оценки целевых компаний, а также для эффективного управления по наращению стоимости портфельных компаний. Инвестирование в компании за рубеж влекло за собой рост обязательств для венчурных инвесторов, включающих транзакционные издержки. В итоге, по сравнению с внутренними венчурными инвестициями международные венчурные инвестиции тянули с собой дополнительные риски и проблемы, поскольку географическая, культурная и институциональная дистанция между портфельными компаниями и венчурными инвесторами увеличивалась. Таким образом, до начала 1990-х годов трансграничные венчурные инвестиции составляли ничтожно малую долю от общей инвестиционной активности венчурного капитала [8].

По сравнению с 1991 годом в 2008 году трансграничные венчурные инвестиции увеличились с 10% всех венчурных инвестиций до 22%. Причиной стало, безусловно, усиление конкуренции на внутреннем рынке в развивающихся отраслях венчурного капитала, что побуждает венчурные управляющие компании искать возможности для инвестирования за рубежом. За период 2000–2008

гг. на трансграничные венчурные сделки приходилась почти треть всех венчурных сделок во всем мире. Ясно, что количество международных транзакций венчурного капитала стало значительным [1].

Более ранние исследования венчурного капитала в международном контексте были сосредоточены на сравнении поведения венчурных капиталистов в разных странах, однако понимание проблем, с которыми сталкиваются венчурные фонды при входе и управлении инвестициями на международных рынках исследовались мало. В связи с этим, в данном исследовании представлено разделение факторов интернационализации венчурного капитала на 4 большие группы [3]. Первая группа включает детерминанты международных венчурных инвестиций на уровне стран и компаний и отвечает на вопрос, что именно движет венчурными инвестициями. Вторая группа определяется с тем, как именно управлять и охватывает стратегии, применяемые международными венчурными инвесторами для уменьшения иностранных обязательств. Третья группа отвечает на вопрос, каковы результаты международных венчурных инвестиций. Четвертая группа факторов исследует влияние цифровизации экономики на интернационализацию венчурных инвестиций.

Систематизация исследовательских вопросов и методологические подходы к их решению можно увидеть в таблице 1.

Первой группой факторов интернационализации венчурного капитала являются детерминанты на уровне страны. К ним относят факторы, определяющие, почему одни страны импортируют или экспортируют больше венчурного капитала, чем другие. Важным фактором, определяющим импорт международных венчурных инвестиций, является институциональное развитие целевой страны и наличие квалифицированного человеческого капитала на местном уровне. Некоторые характеристики страны влияют как на импорт, так и на экспорт венчурного капитала (ожидаемый экономический рост в стране происхождения и целевой стране, размер фондового рынка). Также в детерминантах трансграничного движения венчурного капитала оказываются влияние различий между характеристиками целевой страны и страны-инвестора. Так, ожидаемый экономический рост положительно связан с чистым потоком венчурного капитала из страны с низким уровнем роста в страну с высоким уровнем роста; меньшая географическая удаленность, общий язык, колониальные связи и доверие между странами увеличивают потоки трансграничного ВК; более интегрированная экономика содействует росту объема международных венчурных инвестиций. Наличие сильных отраслевых сетей между страной базирования венчурного капиталиста и целевой страной также увеличивает международные потоки венчурных капиталов, также как и «транснациональные технические сообщества» положительно влияют на международные потоки венчурных капиталистов.

В эту же группу факторов интернационализации венчурного капитала надо включить детерминанты на уровне венчурной управляющей компании. Структурные и стратегические особенности венчурных капиталистов, такие как их инвестиционная направленность, тип и репутация влияют на их вероятность инвестировать через границы. Стратегии венчурного инвестирования, требующие повышенного потребления ресурсов в форме постоянного мониторинга портфельных компаний, связаны с более узким географическим охватом. Речь идет об ориентации на предприятия самых ранних стадий или технологические предприятия. Как показывает анализ, более опытные венчурные фонды частного капитала склонны демонстрировать более широкий географический охват за счет опыта и репутации [2]. В отличие от этого, ассоциированные с государством венчурные фонды традиционно имеют узкий географический охват. Важнейшие детерминанты на уровне венчурного фонда – человеческий капитал венчурной управляющей компании, представленный характером опыта ее менеджеров, и социальный капитал, представленный сетью партнеров по синдицированию, – во многом определяют ее стратегию интернационализации [11, 12].

Во вторую группу факторов входят стратегии компенсации иностранных обязательств. Портфельные компании как правило различаются по способам привлечения инвестиций, структурированию финансирования и мониторингом со стороны отечественных и международных венчурных управляющих компаний. Географическая, культурная и институциональная дистанция, с которой сталкиваются иностранные венчурные капиталисты, серьезно ограничивает используемые внутри страны стратегии смягчения информационной асимметрии. В местных условиях венчурные капиталисты управляют неопределенностью путем поиска благоприятных инвестиционных целей через доверенные им местные сети и интенсивный отбор, включая личные встречи. Венчурные капиталисты предоставляют своим портфельным компаниям больше, чем просто финансовые ресурсы: после раунда инвестиций они предоставляют услуги с добавленной стоимостью и доступ к другим ресурсам [13]. При трансграничном инвестировании возникают препятствия для деятельности

по наращению стоимости портфельной компании, поскольку для этой деятельности часто требуется близость и детальное понимание местной среды, особенно для компаний на ранней стадии. В результате венчурным управляющим компаниям, инвестирующим на международном уровне, приходится адаптировать свой инвестиционный процесс, а не просто применять «рецепты» со своих внутренних рынков.

Первым шагом в цикле венчурного капитала является генерирование потока сделок, из которого можно выбрать перспективные инвестиционные объекты. Управляющие венчурного фонда могут либо активно искать сделки, либо пассивно ждать заявки от предпринимателей, сетей венчурного капитала или посредников. Таким образом, создание достаточного потока сделок является наиболее сложной задачей для венчурных капиталистов, работающих за границей. Стратегия, используемая трансграничными венчурными фондами для преодоления информационных проблем, состоит в том, чтобы выбирать портфельные компании с более низкой ожидаемой асимметрией информации: на более позднем этапе, в более позднем раунде или в более крупные сделки.

При структурировании трансграничных инвестиций особенности сделок и юридические контракты также могут использоваться в качестве инструмента для смягчения информационных проблем. Здесь стратегия смягчения обязательств заключается в том, что трансграничные венчурные капиталисты снижают проблемы заключения контрактов в странах со слабой правовой средой, приобретая более крупные пакеты акций, поскольку это позволяет им обеспечивать соблюдение контрольных прав, которые суды могут быть не в состоянии адекватно применить с меньшей долей собственности. Кроме того, венчурные инвесторы заключают контракты на условиях, сильнее стимулирующих предпринимателей к развитию компании, например, бонусные денежные потоки, т.к. самим инвесторам сложнее мониторить портфельную компанию.

Еще один способ решения проблем информационной асимметрии, мониторинга и передачи ресурсов – это создание синдиката, объединения с местными венчурными управляющими, поскольку эта стратегия позволяет передать функции мониторинга и создания добавленной стоимости местным соинвесторам, которым не мешает географическая, культурная или институциональная удаленность. Совместное инвестирование с внутренними венчурными инвесторами особенно используется при входе в менее институционально развитые страны. Тем не менее, не всем трансграничным венчурным фирмам нужны местные фирмы для решения проблем с передачей информации и ресурсов. Организационное обучение, в том числе опыт работы венчурных фирм на страновом уровне и общий многонациональный опыт, со временем снижает потребность в использовании местных партнеров. Кроме того, венчурные фирмы с большим числом руководителей инвестиционных компаний на портфельную компанию учатся быстрее и, следовательно, имеют меньшую вероятность участвовать в трансграничном объединении капитала для инвестирования.

Наконец, еще одной стратегией компенсации иностранных обязательств является создание местного филиала. Эта стратегия обеспечивает близость к предпринимателям, тем самым уменьшая проблемы с асимметричной информацией [10]. Заграничный головной офис обычно представлен в инвестиционном комитете филиала, который принимает решение об инвестициях и выходе. Эта стратегия позволяет зарубежному головному офису решать проблемы, принимая на работу местных специалистов по инвестициям. Решение венчурных капиталистов открыть филиал в иностранном регионе в значительной степени обусловлено успешностью венчурных инвестиций в этом регионе.

К третьей группе факторов интернационализации венчурного капитала можно отнести результативность международных венчурных инвестиций.

Выход из портфельных компаний – это последний и, возможно, самый важный шаг в цикле венчурного капитала, причем как для инвестора, так и для предпринимателя. Во-первых, способ выхода определяет доходность венчурных управляющих компаний. Во-вторых, способ выхода влияет не только на финансовую отдачу, но и на будущую роль предпринимателя в компании. Часто успешный результат для венчурного инвестора по определению не является успешным результатом для предпринимателя. Рассмотрим оба возможных результата.

Результаты с точки зрения портфельной компании. Международные венчурные инвесторы влияют на развитие своих портфельных компаний иначе, чем местные венчурные инвесторы. Исследования подтвердили, что компании, поддерживаемые трансграничными венчурными инвесторами, сильнее растут в долгосрочной перспективе (но не в краткосрочной перспективе), в то время как компании, поддерживаемые синдикатом, состоящим как из местных, так и трансграничных венчурных инвесторов, превосходят все другие комбинации (например, только отечественные или иностранные венчурные инвесторы) с точки зрения роста продаж, общих активов и занятости [4].

Этот вывод предполагает, что отечественные и трансграничные венчурные инвесторы могут играть синергетическую роль по мере роста их портфельных компаний.

Иностранные венчурные инвесторы могут помочь своим портфельным компаниям в их интернационализации. Местные венчурные фонды могут активно помогать своим портфельным компаниям в привлечении трансграничных венчурных инвесторов, особенно если портфельные компании стремятся к интернационализации или нуждаются в больших объемах специализированных венчурных фондов, которые не всегда доступны в стране базирования.

Если же перспективы портфельной компании уменьшатся, обязательства трансграничной венчурной управляющей компании сократятся сильнее, чем у отечественного венчурного инвестора, т.е. решение об отказе от участия трансграничные венчурные инвесторы примут легче [4]. Эта взаимосвязь усиливается с увеличением географического расстояния, но смягчается относительным размером инвестиций и участием инвестора в местных сетях синдицирования [7].

Результаты с точки зрения венчурной управляющей компании. Исследования инвестиционного успеха трансграничных инвесторов представляют неоднозначные доказательства. С одной стороны, с учетом качества портфельной компании и репутации венчурных управляющих компаний, некоторые исследования показали, что у трансграничных венчурных капиталистов меньше шансов, чем у отечественных венчурных фирм, добиться успешного выхода [5, 6]. С другой стороны, трансграничные венчурные инвесторы могут предоставить дополнительные возможности для выхода через слияния и поглощения и IPO [2]. В целом, международная географическая диверсификация – на уровне портфеля венчурных фондов – единственная стратегия диверсификации, которая не оказывает отрицательного воздействия на показатели выхода компании из портфеля, в отличие от отраслевой или поэтапной диверсификации.

Характеристики целевой страны также влияют на результативность выходов международной венчурной управляющей компании. Доказано, что хорошая правовая защита и правоохранительные органы, а также более развитые фондовые рынки значительно улучшают долгосрочные показатели выхода венчурных капиталистов [9].

В условиях стремительного развития цифровой экономики нельзя не затронуть исследовательский вопрос о влиянии цифровизации экономики на процессы интернационализации венчурного капитала. Это и есть четвертый фактор интернационализации венчурного капитала. Надо отметить, что исследований в этой сфере проведено мало, поэтому решение методологических проблем, как и развитие теории интернационализации венчурного капитала с учетом цифровизации экономических процессов является актуальным и востребованным исследовательским вопросом. В таблице 1 обозначены гипотетические факторы и формы интернационализации венчурного капитала [14].

Таблица 1 – Исследовательские вопросы интернационализации венчурного капитала и методологические подходы к их решению в современных теориях

Исследовательский вопрос	Методологический подход к решению	Фактор интернационализации венчурного капитала	Форма интернационализации венчурного капитала в зависимости от решаемого вопроса
Что движет венчурными инвестициями	Детерминанты на уровне стран	<ul style="list-style-type: none"> • институциональное развитие страны базирования и страны реципиента • человеческий капитал на местном уровне • размер фондового рынка • отраслевые сети • транснациональные технические сообщества 	Прямое зарубежное инвестирование (экспорт и импорт венчурного капитала)
	Детерминанты на уровне венчурных управляющих компаний	<ul style="list-style-type: none"> • инвестиционная направленность • тип • репутация • человеческий капитал • социальный капитал 	Прямое зарубежное инвестирование (экспорт и импорт венчурного капитала)

КАК управлять интернационализированным венчурным капиталом	Стратегии компенсации иностранных обязательств	<ul style="list-style-type: none"> • смягчение информационной асимметрии • структурирование трансграничных инвестиционных сделок и юридических контрактов 	Прямое зарубежное инвестирование <ul style="list-style-type: none"> • на более позднем этапе, в более позднем раунде или с более крупной сделкой • через приобретение более крупных пакетов акций для соблюдения контрольных прав; • через контракты, стимулирующие предпринимателей к развитию Синдикат – совместное инвестирование с местными ВУК Создание местного филиала
КАКОВЫ результаты интернационализированных инвестиций	Детерминанта результативности венчурных инвестиций	<ul style="list-style-type: none"> • результаты с точки зрения портфельной компании • результат с точки зрения венчурной управляющей компании 	Выход через прямую продажу на зарубежном рынке Выход через слияния и поглощения Выход через IPO Банкротство
КАКОВО влияние цифровизации на интернационализацию венчурного капитала	Цифровые детерминанты	<ul style="list-style-type: none"> • отраслевой потенциал • институциональные условия • платформенные механизмы и сети 	Все формы интернационализации, включая новые, например, выход через ICO

Источник: разработка автора.

Таким образом, несмотря на то, что в последнее время наблюдается волна исследований международного венчурного капитала, вызванная интернационализацией индустрии венчурного капитала, многие важные вопросы остаются нерешенными и требуют дальнейшего изучения, в частности, вопросы воздействия цифровизации на интернационализацию венчурного капитала и дальнейшее развитие теории интернационализации.

Список литературы

1. Chemmanur, T.J., Hull, T.J. and Krishnan, K. Do local and international venture capitalists play well together? The complementarity of local and international venture capitalists // Journal of Business Venturing, 2016, N5, p. 573–594
2. Cumming, D. and Dai, N. Local bias in venture capital investments // Journal of Empirical Finance, 2010, N3, p. 362–380
3. Devigne, D., Manigart, S., Vanacker, T., Mulier, K. Venture Capital Internationalization: Synthesis and Future Research Directions: A Collection of Literature Surveys. 2019.
4. Devigne, D., Vanacker, T., Manigart, S. and Paeleman, I. The role of domestic and cross-border venture capital investors in the growth of portfolio companies // Small Business Economics, 2013, N3, p. 553–573
5. Humphery-Jenner, M. and Suchard, J. A. Foreign VCs and venture success: evidence from China // Journal of Corporate Finance, 2013, N1, p. 16–35
6. Li, Y., Vertinsky, I. and Li, J. National distances, international experience, and venture capital investment performance. // Journal of Business Venturing, 2014, N4, p. 471–489
7. Mäkelä, M.M. and Maula, M.V.J. Interorganizational commitment in syndicated cross-border venture capital investments // Entrepreneurship Theory and Practice, 2006, N2, p. 273–298
8. Manigart, S., De Prijcker, S. and Bose, B. International private equity flows. Fund types, Risk and Returns, and Regulation. New York: Wiley, 2010
9. Nahata, R., Hazarika, S. and Tandon, K. Success in global venture capital investing: do institutional and cultural differences matter? // Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2014, N4, p. 1039–1070
10. Pruthi, S., Wright, M. and Meyer, K. Staffing venture capital firms' international operations // International Journal of Human Resource Management, 2009, N1, p. 186–205

11. Schertler, A. and Tykvová, T. What lures cross-border venture capital inflows? // *Journal of International Money and Finance*, 2012, N6, p. 1777–1799
12. Vedula, S. and Matusik, S.F. Geographic, network, and competitor social cues: evidence from US venture capitalists internationalization decisions // *Strategic Entrepreneurship Journal*, 2017, p.4, 393–421
13. Данильченко, А.В. Интернационализация деловой активности стран и компаний / Данильченко А.В., Малашенкова О.Ф., Бертош Е.В. – Минск : Издательский центр БГУ, 2015. – 295 с.

Modern global and domestic trends in the development of the telecommunications industry

B.M. Makalakova
Master's student of the Faculty of Economics
beine_79@mail.ru
Ye.A. Buketov Karaganda University

Abstract: The article is devoted to an overview of modern world and domestic trends in the development of the world communications market, telecommunications services and paid TV services in the telecommunications industry. Much attention is paid to the analysis of the main trends in the telecommunications market in 2019 in Kazakhstan, in particular - the fixed telephony market, the mobile communications market, the broadband Internet access market, the IP telephony market.

Key words: telecommunications, telecommunications industry, telecommunications services market.

The development of the telecommunication services market in Kazakhstan is currently attributed great importance as an important factor and condition for integration into the world community.

The global trends in the communications and telecommunications industry are the development of infrastructure based on wired, high-speed optical and wireless technologies, the provision of services for providing information to the population and organizations, the introduction and development of digital broadcasting technologies, as well as an increase in the level of digitalization of local telephony. Next, we will consider the global and domestic trends in the development of the telecommunications industry according to the Committee on Statistics of the Ministry of National Economy of the Republic of Kazakhstan, the data of the integrated annual report for 2019 of Kazakhtelecom JSC, analytical reviews of the telecommunications industry of the Republic of Kazakhstan, Kazakhstan Stock Exchange JSC and Kazkommerts Securities JSC, marketing data on the communications market in Internet sources and expert estimates [1-5]

According to the analytical company IDC, the global market for communications, telecommunications services and pay TV services in 2017 grew by 1.7%, and its volume in monetary terms amounted to 1.67 trillion. dollars, Fig. 1.

The largest segment of the market under consideration remains mobile communications, its share of total revenue accounts for 52%, and in the period from 2017 to 2021 the mobile category will grow on average by 2% per year. Among the growth factors that will help offset the fall in costs for voice and SMS messages, analysts listed the increasing volumes of mobile traffic and the spread of M2M services.

The second most important segment - fixed line services - in 2017 will provide about 21% of total revenue. The CAGR in this area is expected to be 4% over the next five years. The growing demand for high-speed communication is driving the positive dynamics here. As for fixed telephony services, their revenue will fall by 6% annually over the next five years. By 2021, the share of this segment will account for less than 10% of the total revenue in the telecom and TV services market, according to IDC [2].

By 2023, 5G networks will be rolled out in most emerging markets, delivering higher bandwidth and data rates. The number of 5G users in China alone is projected to surpass 1 billion by 2023. In addition, updated 4G networks will be deployed in most other markets, supporting a maximum download speed of over 1 Gbps.

Deloitte predicts that in 2019 and in the medium term, China will lead the world in terms of the size and quality of telecommunications networks. China's communications infrastructure provides the foundation for the formation and development of at least three significant new industries, each of which will be able to generate tens of billions of dollars in revenue per year by 2023.

In terms of some structural parameters, the telecommunications industry of the Republic of Kazakhstan is similar to the markets of other Central Asian countries. The geographic and demographic characteristics of the country have a significant impact on the development features of this industry, the