

РОССИЙСКОЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВО
Том 19 • Номер 12 • декабрь 2018
ISSN 1994-6937
Russian Journal of Entrepreneurship
издательство Креативная экономика

Взаимосвязи динамики фондов прямых инвестиций и макроиндикаторов: зарубежный опыт моделирования

Мусатова М.М. [1], *Лугачева Л.И.* [1]

[1] Институт экономики и организации промышленного производства Сибирского отделения Российской Академии наук, Новосибирск, Россия

АННОТАЦИЯ:

Статья посвящена анализу зарубежного опыта эконометрического моделирования взаимосвязей макроэкономических детерминант и динамики индустрии прямых частных инвестиций (PE) в условиях цикличного характера мировой экономики. Рассматриваются границы и возможности применения зарубежных подходов к моделированию взаимосвязи макропоказателей и динамики PE в российских условиях. Результаты критического анализа к изучению динамики фондов PE в условиях развитых и развивающихся рынков (на примере стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) и Западной Европы) представляются весьма важными для экономических реалий России. Они могут быть полезны государственным структурам для активизации возможных мер экономической политики по стимулированию сегментов индустрии PE.

ФИНАНСИРОВАНИЕ. Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта № 17-02-00016-ОГН

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: фонды частных прямых инвестиций (PEF), виды фондов частных прямых инвестиций, сравнительный анализ зарубежных подходов, эконометрическое моделирование.

The relationship of the dynamics of funds of private equity and macroeconomic indicators: international experience of modeling

Musatova M.M. [1], *Lugacheva L.I.* [1]

[1] Institute of Economics and Industrial Organization of the Siberian Branch of the Russian Academy of Sciences, Russia

Введение

Индустрия private equity (PE) стала важным сектором в глобальном рынке финансовых услуг. Ее роль – в большей поддержке инноваций, предпринимательской деятельности фирм, их росте, занятости трудоспособного населения, по сравнению с другими финансовыми секторами становится все значительнее. В связи с этим в условиях цикличного характера мировой экономики становится важным выделить основные факторы, влияющие на: структуру индустрии PE;

мотивы движущих сил инвестиционной деятельности в сфере прямых инвестиций; процесс инвестирования на развитых и на развивающихся рынках; динамику PE в перспективе.

Результаты критического анализа зарубежных подходов к изучению взаимосвязи динамики фондов PE и макроиндикаторов в условиях нестабильной экономики, в условиях развитых и развивающихся рынков (на примере стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) и Западной Европы представляются весьма важными для экономических реалий России. Эти результаты могут быть полезны государственным структурам для возможной активизации мер экономической политики по стимулированию сегментов индустрии PE.

Макроэкономические факторы: воздействие на динамику индустрии PE и ее сегменты

За последние три десятилетия в большинстве исследований не акцентировалось внимание на структурных характеристиках и факторах индустрии PE, а рассматривалась индустрия PE в целом. Среди них работы известных исследователей: Десаи, Камминга, Ла Порта, Гомперса, Лернера и др. [6, 7, 9, 15] *(Cumming, Flemming and Schwienbacher, 2006; Gompers and Lerner, 2000; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et al., 1997)*.

Работы Гомперса и Лернера [9] *(Gompers and Lerner, 2000)* показывают, что рост ВВП играет значительная роль в привлечении PE: более высокий рост ВВП означает

ABSTRACT:

The article is devoted to the analysis of foreign experience of econometric modeling of macroeconomic determinants and dynamics of private equity (PE) industry in the conditions of cyclical nature of the world economy. The boundaries and possibilities of using foreign approaches to modeling the relationship of macro-indicators and PE dynamics in Russian conditions are considered. The results of the critical analysis to the study of the dynamics of PE funds in the conditions of developed and developing markets (for example, Central and Eastern Europe (CEE) and Western Europe) are very important for the economic realities of Russia. They can be useful to government agencies to enhance possible economic policy measures to stimulate segments of the PE industry.

KEYWORDS: private equity, types of private equity, comparative analysis of foreign approaches, econometric modeling.

JEL Classification: C10, C19, G34 **Received: 24.11.2018 / Published: 28.12.2018**

© Author(s) / Publication: CREATIVE ECONOMY Publishers
For correspondence: Musatova M.M. (maria.musatova@gmail.com)

CITATION:

Musatova M.M., Lugacheva L.I. (2018) Vzaimosvyazi dinamiki fondov pryamyh investitsiy i makroindikatorov: zarubezhnyy opyt modelirovaniya [The relationship of the dynamics of funds of private equity and macroeconomic indicators: international experience of modeling]. Rossiyskoe predprinimatelstvo. 19. (12). – 3625-3636. doi: 10.18334/rp.19.12.39653

более высокие привлекательные возможности для предпринимателей, рост потребностей в создании венчурных фондов. Исследования Ла Порта [15] *(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et al., 1997)* подчеркивают важность роли правовой среды помимо индикаторов ВВП. Именно она влияет на размер и объем рынка капитала, на возможность получения внешнего финансирования местными фирмами. Степень защиты инвесторов, прав акционеров и законность определяют объем привлеченного и инвестированного капитала и то, как он разделен между долгом, акционерным капиталом и другими ценными бумагами. Так, широко известные результаты исследования влияния институциональных условий в 33 европейских странах на PE-инвестирование проведенное Десаи [7] показывают, что качество правовой системы страны имеет большее значение, чем размер фондового рынка страны, когда дело доходит до выходов PE из инвестиционных проектов. Исследователи под руководством Камминга [6] *(Cumming, Flemming and Schwienbacher, 2006)* сделали вывод о влиянии межстрановых различий в институциональных условиях на управление инвестициями в PEF промышленности. Их вывод: лучшие законы облегчают представление управлением фирмами со стороны инвесторов, упрощают оформление и проверку сделок.

Ряд зарубежных исследований посвящен различиям в поведении отдельных сегментов рынка PE вод воздействием макроиндикаторов в группе европейских стран. Так, эконометрическая модель оценки macrodeterminants на динамику фондов венчурных инвестиций (VC), сконструированная Дженгом и Уэллсом [13] *(Kelly, 2012)*, позволила протестировать их влияние на динамику PE на панели данных, охватывающих 15 стран на протяжении более 10 лет. Их основную гипотезу: IPO являются самой главной перспективой для PE-инвестора, подтвердили полученные эконометрические оценки. Важность рынков IPO подчеркивается в статьях Бонини и Эль-Алкан [4] *(Bonini, Alkan, 2006)*. Они считают, что активные рынки IPO – значительные факторы, объясняющие различия между странами уровень инвестиций.

В представленных выше публикациях, выборки содержали данные по PE-активности в целом, без разделении данных по отдельным сегментам индустрии PE. Этот пробел был устранен в работе Kelly [13] *(Kelly, 2012)* с использованием методологии динамических панельных данных, которая позволила сконструировать эконометрическую модель европейского рынка прямых инвестиций (*табл. 1*) и с ее помо-

ОБ АВТОРАХ:

Мусатова Мария Михайловна, старший научный сотрудник, кандидат экономических наук, доцент (maria.musatova@gmail.com)

Лугачева Лариса Ивановна, ведущий научный сотрудник, кандидат экономических наук, доцент (lugamus@yandex.ru)

ЦИТИРОВАТЬ СТАТЬЮ:

Мусатова М.М., Лугачева Л.И. Взаимосвязи динамики фондов прямых инвестиций и макроиндикаторов: зарубежный опыт моделирования // Российское предпринимательство. – 2018. – Том 19. – № 12. – С. 3625-3636. doi: 10.18334/rp.19.12.39653

Таблица 1

Модель европейского рынка прямых инвестиций: показатели и гипотезы

Агрегированные факторы макроуровня	Показатели	Гипотеза
Предпринимательская среда	«Сводный индекс инноваций» представляет собой совокупность из 29 показателей по трем основным категориям: основные факторы роста инноваций; затраты на инновации; экономические результаты	Предпринимательская среда, продиктованная сводным индексом инноваций, может оказать положительное влияние на инвестиционную деятельность для обеих форм прямых инвестиций
Институциональная среда	Показатели основаны на измерении, предлагаемом EVCA. 30 переменных (правовая среда для LPs и GPs, структура фондов, источники инвестиций)	Различные аспекты институциональной среды будут стимулировать выкупные и венчурные инвестиции
Налоговые режимы	Индикаторы EVCA. Три показателя: привлекательность фискального режима страны для компаний-инвесторов; общих налоговых стимулов для PEF; привлекательность фискального режима с точки зрения стимулирования труда менеджеров	Общая привлекательность налогообложения и правовой среды, наличие общих налоговых стимулов должны стать позитивным фактором для обоих типов инвестиций. Общая налоговая среда, скорее всего, станет более значительным фактором для фирм buyout
Рынок труда	Сводный индикатор жесткости рынка труда по 14 показателям, связанным с трудностью найма и увольнения и т.д.	Показатель безработицы незначим для выкупных инвестиций, но для венчурных – наоборот. Показатель защиты занятости оказывает отрицательное воздействие, при этом в большей степени на венчурный бизнес
Рынок капитала	Индикатор глубины и ликвидности рынка капитала. Показатель – рыночная капитализация как долю ВВП	Рынок капитала будет, прежде всего, стимулировать деятельность по выкупу фондов, чем венчурную деятельность

Источник: составлено авторами по источнику [13] *(Kelly, 2012)*

щью выяснить, какие макроэкономические факторы имеют отношение к принятию инвестиционных решений в сегментах выкупных и венчурных инвестиций, а также в целом в секторе PE.

Данные по инвестиционной деятельности PE/VC (в целом по индустрии PE и по секторам, зависимые переменные) были получены из аналитических справочников EVCA/PEREP[1]. Они измерены в евро на отраслевой основе с учетом страны-пребывания GPs, а не по месту нахождения конечной компании-инвестора. Данные по вышеуказанным переменным были собраны для 17 стран ЕС: Австрии, Бельгии,

[1] Европейская ассоциация венчурного капитала (EVCA), PEREP – централизованная, некоммерческая, пан-европейская база данных private equity.

Таблица 2

Различное влияние макроэкономических детерминант на инвестиционную активность двух типов PEF

Инвестиционная активность PEF	Значимые макроиндикаторы	Участие государственных инвесторов
Сегмента buyout	Индикатор рыночной капитализации. Защита занятости считается значительной на уровне 5%. Безработица перестает быть значительной.	Незначительное. Ориентация на финансовые выгоды
Сегмента VC	Показатель налоговых стимулов в области НИОКР значителен на уровне 5%, а показатель, стимулов для привлечения и удержания талантов, значителен на уровне 10%. налоговая и правовая среда не является значительной	Значительное. Ориентация на получение экономических выгод, а не на финансовых выгодах

Источник: составлено авторами по источнику [13] *(Kelly, 2012)*

Чехии, Дании, Финляндии, Франции, Германии, Греции, Венгрии, Ирландии, Италии, Нидерландов, Польши, Португалии, Испании, Швеции и Соединенного Королевства. Выборка охватывала период 2003–2008 гг.

Большинство результатов расчетов по индустрии PE в целом (с учетом тестов Sargan, статистики Дарбина–Уотсона) подтвердили выдвинутые гипотезы. В регрессии, где общая инвестиционная активность используется как зависимая переменная, была обнаружена высокая значимость рыночной капитализации и безработицы, сводного индекса инноваций, налоговой институциональной среды. Такие макроиндикаторы как защита занятости, государственные расходы на НИОКР и три индикатора, связанные с налоговыми льготами, оказались незначимыми показателями.

Проведенные расчеты выявили следующие различия в воздействии макроиндикаторов на инвестиционную активность по сегментам индустрии PE (*табл. 2*).

Технически, модель, построенную [13] *(Kelly, 2012)* можно применить к российскому рынку PE. Данные по большинству из вышеперечисленных макроиндикаторов можно найти в официальных статистических сборниках и материалах Роскомстата. Если использовать методологию формирования динамических панельных данных, то в качестве географического ареала данных можно взять регионы-субъекты РФ за десятилетний период. Однако при построении такой модели ввиду крайней неравномерности в размещении PEF, на наш взгляд, вряд ли возможно получить релевантные результаты.

Влияние макроиндикаторов на динамические характеристики PEF в условиях развитых и развивающихся рынков

Несмотря на положительное влияние деятельности PEF на экономическое благосостояние, существенные различия объемов средств в PE в развитых и развивающихся стран – объективная реальность. В частности, такие страны, как США и

Великобритания имеют сильный рынок PE, тогда как в Японии уровень интенсивности довольно низкий. В Европе в PE целом на фоне значительного роста инвестиций начиная с 2000 г., динамика PEF в региональном разрезе крайне дифференцирована [10] *(Groh and von Liechtenstein, 2010)*. Это обусловлено тем, что активное использование PE в странах ЦВЕ началось намного позднее, чем в остальной Европе; к тому же этот регион характеризуется существенно меньшим объемом прямых инвестиций в сравнении со всей остальной Европой.

Исследователи связывают существенные различия в поведенческих характеристиках PE на развитых и развивающихся рынках (относительные суммы, привлеченные и инвестированные в PE в европейских странах, число фондов, число благополучных выходов из инвестиционных проектов и т.д.) с влиянием на них макроэкономических детерминант [10] *(Groh and von Liechtenstein, 2010)*.

В последние время накопленные статистические данные о деятельности фондов PE в ЦВЕ позволили использовать методы эконометрического моделирования. В работе Бернота и Колавеккью [5] *(Bernoth, Colavecchio, 2014)* исследованы макроэкономические детерминанты инвестиций в PE в Европе с акцентом на сравнение двух макрорегионов Евросоюза: страны ЦВЕ и Западной Европы. Оценки были основаны на выборке данных по сектору PE за 2001–2011 гг., охватывавшей 16 стран (13 Западной Европы и 3 страны ЦВЕ).

Достоинством этого исследования является определение на основе статистических методов оценки выверенного набора идентичных детерминант активности PE для обоих регионов, среди них: уровень инфляции, капитализация фондового рынка, удельные затраты на рабочую силу, безработица, институциональная и правовая среда. Выбор эконометрической модели осуществлялся путем реализации двухэтапного анализа:

на первом этапе использовался «Extreme-Bounds Analysis» (EBA)[1] – при этом была выявлена совокупность детерминант, которые «прочно» коррелируют с активностью PEF в двух европейских регионах. В рамках EBA осуществлялось робастное оценивание, т.е. анализ критических границ потенциальных регрессоров;

на втором этапе анализ панельных данных проводился на основе модели с детерминированными эффектами – Fixed-effects panel estimation approach. Модель удобна тем, что позволяет элиминировать ненаблюдаемые индивидуальные эффекты. Оценивание модели осуществлялось традиционным методом МНК. Выбор регрессоров мотивирован результатами EBA, т.е. оценки панели основаны только на значимых переменных.

При проведении эконометрических расчетов была выдвинута гипотеза: экономическая активность, уровень инфляции, капитализация фондовой биржи, затраты на

[1] Анализ EBA, предложен Salai-Martin (1997). Подход заключается в оценке большого набора моделей спецификации и проверки чувствительности каждой переменной.

рабочую силу в расчёте на единицу продукции, уровень безработицы, также институциональная и правовая среда оказывают значительное влияние на уровень частных инвестиций. В целом она была подтверждена (*табл. 3*).

Таблица 3

Взаимосвязи динамики фондов PE и основных индикаторов в макрорегионах Европы

Детерминанты частных инвестиций	Характер их влияния на принятие решений об инвестировании в PEF	
	Западная Европа	Страны ЦВЕ
Экономическая среда и деятельность:		
ВВП: ежегодные реальные темпы роста ВВП, в%	+	-
Реальный ВВП на душу населения в 1000 евро.	+	-
Инфляция (рост уровня инфляции)	-	-
Общий уровень безработицы в процентах.	+	0
Институциональные компоненты:		
политическая стабильность	-	0
законодательное регулирование	-	0
Индикаторы рынка труда:		
степень гарантии трудоустройства	0	0
годовой темп роста затрат компаний на рабочую силу	-	0
Цикличность активности прямого инвестирования	проциклический	контрциклический

Источник: составлено авторами по источнику [5] *(Bernoth, Colavecchio, 2014)*

Дифференцированный подход к макрорегионам Европы в ходе эконометрического моделирования позволили сделать следующие выводы.

Индикаторы рынка труда оказывали незначительное влияние на конъюнктуру рынка PE. При этом небольшой роста уровня безработицы в Западной Европе способен вызвать увеличение активности частных инвестиций: отсутствие работы является для части населения побудительной причиной реализовать себя в предпринимательстве, запустить собственный стартап.

В ходе проведенных расчетов Бернота и Колавеччио [5] *(Bernoth, Colavecchio, 2014)* не подтвердилось традиционное устоявшееся положение о прямой связи масштабов инвестирования PE и институциональной базы (защита прав собственности, законодательная и нормативная база инвесторов и др.) в национальной экономике. Более того, в Западной Европе эконометрические оценки были значительны и отрицательны. На наш взгляд, работает следующее макроэкономическое объяснение – когда политическая обстановка нестабильна и конъюнктура рынка в целом не совсем благоприятная, прямые инвестиции становятся наиболее удобной и более безопасной стратегией для вложения инвестиций в сферу бизнеса.

Таблица 4

Значимые переменные для PE-активности в макрорегионах Европы

Макрорегионы Европы	Факторы роста рынка PE
ЦВЕ	уровень ВВП на душу населения, ежегодный рост ВВП, платежные требования банков по отношению к частному сектору
Западный регион	уровень безработицы, уровень инфляции, уровень ВВП на душу населения, ежегодный рост ВВП, затраты на рабочую силу, политическая обстановка в стране, капитализация рынка ценных бумаг

Источник: составлено авторами по источнику [5] *(Bernoth, Colavecchio, 2014)*

В подтверждении гипотезы расчеты [5] *(Bernoth, Colavecchio, 2014)* показали, что рост уровня инфляции имеет негативный эффект для всех стран Европы, но чувствительность частных капиталовложений к повышению инфляции в Западной Европе на порядок выше; фирмы, расположенные на территории ЦВЕ, менее остро реагировали на инфляцию.

Среди движущих сил развития рынка PE в странах Западной Европы выделяется капитализация рынка ценных бумаг: быстро развивающийся рынок ценных бумаг способствует созданию комфортной среды для инвесторов PE (*табл. 4*), а в странах ЦВЕ – взаимоотношения банков и частного сектора.

Россия, также как и страны ЦВЕ, относится к развивающимся рынкам. В связи с этим опыт моделирования PE-активности в странах ЦВЕ может быть полезен для России. Вместе с тем, хотя представленная методика может быть апробирована на данных по России, однако в силу слишком небольшого размера выборки, полученные результаты будут нерепрезентативны. В связи с этим прямое копирование опыта моделирования, тенденций и результатов функционирования PEF в России не представляется корректным. Однако объединение данных со странами ЦВЕ представляется интересной возможностью.

Заключение

Результаты критического анализа к изучению динамики фондов PE в условиях развитых и развивающихся рынков (на примере стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) и Западной Европы) представляются весьма важными для экономических реалий России. Они могут быть полезны государственным структурам для активизации возможных мер экономической политики по стимулированию сегментов индустрии PE.

Перспективы мировой индустрии PE в условиях нестабильности связаны с краткосрочными и долгосрочными факторами формированием предложения и спроса на прямые инвестиции. Согласно Лернеру, возможны следующие сценарии (*табл. 5*) [16] *(Lerner, 2011)*.

Как представляется, для России более реалистичным выглядит реализация первого сценария, поскольку после рецессии 2015–2016 гг. ее экономика имеет положительную динамику, которая создает хорошие инвестиционные возможности. Рынок PE, осо-

Таблица 5

Четыре возможных сценария будущего отрасли прямых инвестиций

Название сценария	Метрика сценария	Основные факторы
«Восстановление»	Возвращение к условиям, которые характеризовали индустрию PE в течение последних двух десятилетий	Динамика экономики и инвестиционные возможности; состояние фондовых рынков наличие ликвидных и конкурентных рынков для частных инвесторов готовность и наличие кадров (высококвалифицированных менеджеров, юристов, финансистов инженеров) для работы в предпринимательской среде
«Назад в будущее»	Многие инвесторы решат выйти из частного инвестирования в публичный акционерный капитал В индустрии PE должны сохраниться фонды и институциональные инвесторы, обладающие наибольшей эффективностью	Низкая эффективность и значительный срок выхода
«Сжатие индустрии»	Венчурный капитал и фонды прямых инвестиций не генерируют норму прибыли, которую ожидают инвесторы	Чрезмерно высокий уровень вознаграждения менеджеров; разрыв между валовой и чистой прибылью может быть слишком большим; проблемная организационная структура PE устранит многих инвесторов
«Разбитая отрасль»	Доходность венчурного капитала и фондов прямых инвестиций невысокая, но сектор может продолжать собирать значительные суммы средств	Оптимистические ожидания партнеров, намерения оставаться в бизнесе, заинтересованность общества в целом

Источник: составлено авторами по источнику [16] *(Lerner, 2011)*

бенно сегмент VC, поддерживается государственными структурами и инвестициями.

К 2018 г. многие факторы укрепление экономической политики (более гибкий обменный курс, приверженность инфляционному таргетированию взвешенная налоговая стратегия, стабилизация сырьевых рынков), международные рейтинги вновь стали привлекать инвесторов PE на российский рынок.

Так, в 2018 г. Россия поднялась в рейтинге глобальной конкурентоспособности экономики с 45 на 43 место рейтинга и является лучшей среди стран Евразии[1].

[1] Global Competitiveness Index (GCI), выпущенный Всемирным экономическим форумом (WEF, ВЭФ) совместно с Евразийским институтом конкурентоспособности и консалтинговой компанией Strategy Partners. Это результат макроэкономической стабильности: ВВП умеренно растет, инфляция значительно снизилась, госдолг остается низким продолжительное время. В качестве сильных сторон России WEF выделяет размер внутреннего рынка, человеческий капитал и уровень развития базовой «цифровой инфраструктуры». Слабые стороны связаны с развитием финансового сектора, ограничениями регулирования и конкуренции в отдельных секторах экономики.

Индекс глобальной конкурентоспособности конструируется из 12 составляющих. Он измеряет готовность стран к четвертой промышленной революции [2]. **В 2018 г.** Международное рейтинговое агентство Standard & Poor's повысило рейтинг России до инвестиционного уровня «BBB-» со спекулятивного «BB+», при этом прогноз – стабильный [1]. Импортозамещение, на которое сейчас ориентирована Россия, позволит локальным производителям привлекать иностранных инвесторов PE в краткосрочной перспективе. Дополнительные возможности для инвесторов также могут возникнуть благодаря процессу приватизации. Вместе с тем большинство крупных западных фондов PE ждут оживления российского рынка на фоне снятия санкций и возвращения smart-капитала международных организаций [3] *(Musatova, Lugacheva, 2018)*.

ИСТОЧНИКИ:

1. S&P повысило кредитный рейтинг РФ до инвестиционного уровня [Электронный ресурс] – Режим доступа: URL: https://ria.ru/economy/20180224/1515209815.html (24.02.2018)
2. Россия улучшила позиции в рейтинге глобальной конкурентоспособности [Электронный ресурс] – Режим доступа: URL: https:// ria.ru/economy/20181017/1530817839.html (17.10.2018)
3. Мусатова М.М., Лугачева Л.И. Российские фонды прямых частных инвестиций: новая экономическая и инвестиционная реальность // Эко. – 2018. – № 2. – с. 139-154.
4. Bonini S., Alkan S. The Macro and Political Determinants of Venture Capital Investments around the World. 2006. [Электронный ресурс]. URL: http://www.efmaefm. org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2007-Vienna/Papers/0576.pdf (дата обращения: 10.09.2018).
5. Bernoth K., Colavecchio R. The macroeconomic determinants of private equity investment: a European comparison // Applied Economics. – 2014. – № 11. – p. 1170-1183.
6. Cumming D., Flemming G. and Schwienbacher A. Legality and venture capital exits // Journal of Corporate Finance. – 2006. – № 12. – p. 214-245.
7. Desai M., Gompers P. and Lerner J. (2006) Institutions and entrepreneurial firm dynamics: evidence from Europe, Harvard NOM Research Paper 03–59. Boston, Harvard Business School NOM Unit
8. Farag H., Hommel U., Witt P. et al. The macroeconomic determinants of private equity investment economies: a comparative analysis of Eastern European and German Markets // Venture Capital. – 2004. – № 6. – p. 257-282.
9. Gompers P. and Lerner J. Money chasing deals? The impact of funds inflows on the valuation of private equity investments // The Journal of Financial Economics. – 2000. – № 55. – p. 281-325.
10. Groh A. and von Liechtenstein H. The European venture capital and private equity attractiveness indices // Journal of Corporate Finance. – 2010. – № 16. – p. 205-224.
11. Hellmann T. and Puri M. The interaction between product market and financing strategy:

the role of venture capital // Review of Financial Studies. – 2000. – № 13. – p. 959-984.
12. Jeng L. A. and Wells P. C. The determinants of venture capital funding: evidence across countries // Journal of Corporate Finance. – 2000. – № 6. – p. 241-289.
13. Kelly R. Drivers of private equity investment activity: are buyout and venture investors really so different? Venture Capital: An International // Journal of Entrepreneurial Finance. – 2012. – № 14. – p. 309-330.
14. Kortum B. S. and Lerner J. Assessing the contribution of venture capital to innovation // Rand Journal Economics. – 2000. – № 31. – p. 674-692.
15. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et al. Legal determinants of external finance // Journal of Finance. – 1997. – № 52. – p. 1131-1150.
16. Lerner J. The Future of Private Equity // European Financial Management. – 2011. – № 3. – p. 423-435.
17. Levine R. Financial development and economic growth: views and agenda // Journal of Economic Literature. – 1997. – № 35. – p. 688-726.
18. Sturm J. E. and de Haan J. Determinants of long-term growth: new results applying robust estimation and extreme bounds analysis // Empirical Economics. – 2005. – № 3. – p. 597-617.

REFERENCES:

Bernoth K., Colavecchio R. (2014). The macroeconomic determinants of private equity investment: a European comparison Applied Economics. (11). 1170-1183.

Bonini S., Alkan S. (2006) The Macro and Political Determinants of Venture Capital Investments around the World, 2006. Retrieved September 10, 2018, from http://www.efmaefm. org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2007-Vienna/ Papers/0576.pdf

Cumming D., Flemming G. and Schwienbacher A. (2006). Legality and venture capital exits Journal of Corporate Finance. (12). 214-245.

Farag H., Hommel U., Witt P. et al. (2004). The macroeconomic determinants of private equity investment economies: a comparative analysis of Eastern European and German Markets Venture Capital. (6). 257-282.

Gompers P. and Lerner J. (2000). Money chasing deals? The impact of funds inflows on the valuation of private equity investments The Journal of Financial Economics. (55). 281-325.

Groh A. and von Liechtenstein H. (2010). The European venture capital and private equity attractiveness indices Journal of Corporate Finance. (16). 205-224.

Hellmann T. and Puri M. (2000). The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital Review of Financial Studies. (13). 959-984.

Jeng L. A. and Wells P. C. (2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countriesJournal of Corporate Finance. (6). 241-289.

Kelly R. (2012). Drivers of private equity investment activity: are buyout and venture investors really so different? Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance. (14). 309-330.

Kortum B. S. and Lerner J. (2000). Assessing the contribution of venture capital to innovation Rand Journal Economics. (31). 674-692.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et al. (1997). Legal determinants of external finance Journal of Finance. (52). 1131-1150.

Lerner J. (2011). The Future of Private Equity European Financial Management. (3). 423-435.

Levine R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda Journal of Economic Literature. (35). 688-726.

Musatova M.M., Lugacheva L.I. (2018). Rossiyskie fondy pryamyh chastnyh investitsiy: novaya ekonomicheskaya i investitsionnaya realnost [Russian Private Equity Funds: New Economic and Investment Reality]. Eco. (2). 139-154. (in Russian).

Sturm J. E. and de Haan J. (2005). Determinants of long-term growth: new results applying robust estimation and extreme bounds analysis Empirical Economics. (3). 597-617.