

РЫНОК ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА В КИТАЕ И ЯПОНИИ: СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ

© 2020 А. ДАЛАЛ, А. ХОРОШУНОВ

DOI: 10.31857/S032150750008729-3

ДАЛАЛ Адель, аспирантка НИУ ВШЭ, Санкт-Петербург (adalal@hse.ru)
ХОРОШУНОВ Александр Сергеевич (Украина), магистрант НИУ-ВШЭ, Санкт-Петербург (askhoroshunov@edu.hse.ru)

Резюме. Целью работы является сравнение характеристик рынка венчурного капитала в Китае и Японии. Инструменты государственных программ по поддержке инноваций отличаются в двух странах ввиду особенностей их институционального развития. В рамках исследования проведен анализ драйверов роста венчурного финансирования в КНР и Японии. Результаты исследования иллюстрируют влияние институциональных факторов на эффективность проведения реформ в сфере финансирования инноваций, что актуально для инвесторов и регулирующих органов.

Ключевые слова: венчурный капитал, институциональное развитие, Китай, Япония

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

VENTURE CAPITAL MARKET IN CHINA AND JAPAN: COMPARATIVE STUDY

Adel DALAL, Post-graduate student, Higher School of Economics, Saint-Petersburg (adalal@hse.ru)
Oleksandr S. KHOROSHUNOV (Ukraine), Master's student, Higher School of Economics, Saint-Petersburg (askhoroshunov@edu.hse.ru)

Abstract. The goal of this paper is to compare a state of venture capital market in China and Japan. Both countries have faced an outstanding increase in volume of venture financing in recent years. Although the emergence of VC in these countries was forced by state reforms, instruments of government innovation policies are found to be different due to the unique features of their institutional development. For the purpose of the study, we conducted a comparative analysis of drivers of venture capital growth seen in China, a closed economic system with high level of government regulation, and Japan, an example of open market economy. Among venture capital drivers observed in the countries, entrepreneurial base, financial markets development, regulation of foreign investments and support of private business sector are found to be of a high significance. Moreover, structure and heterogeneity of investors positively affect venture growth as it provides a more diversified pool of capital. The exit stage of a deal is to be of an extreme importance for venture capitalists, that is why government actions towards an opening of new exit ways, including creation of alternative stock exchanges and easing of M&A regulation, cause booms on VC market. The declarative manner of innovation programs in China makes public funds the main player on the market, which flow budget capital to large-scale projects. On the other hand, Japanese government prefers to act as an intermediary between private investors and start-ups. Our findings illustrate how institutional factors affect an efficiency of government support, which provides valuable inputs for practitioners and policymakers.

Keywords: venture capital, institutional development, China, Japan

По итогам 2018 г. Китай вышел на 2-е место в мире, после США, по объему инвестиций в венчурный капитал, который достиг \$105,7 млрд [1]. Сделка китайской технологической компании *Chinese Ant Financial* в \$14 млрд стала самой крупной в истории венчурной индустрии [1]. Однако особенности институционального развития КНР, в т.ч. влияние государства на финансовые рынки, вызывают трудности в выявлении факторов подобного стремительного роста. С другой стороны, более открытый рынок венчурного капитала в Японии с высокой долей частных инвесторов, в т.ч. корпоративных венчурных фондов, также показал высокие темпы роста, увеличив объемы финансирования в 5 раз с 2012 г. [2].

Влиянию действий государства на возникновение и формирование венчурного рынка посвяще-

но большое количество публикаций. В частности, хорошо известно, что каждая венчурная система была создана благодаря поддержке правительства [3; 4]. Дженг, проф. Гарвардской школы бизнеса, и Уэллс, представитель Национального бюро экономических исследований США, выявили детерминанты венчурного капитала в 21 стране, среди которых уровень развития финансового рынка и стандарты отчетности [5]. Гро и Уоллмерот из бизнес школы *EMLYON* продемонстрировали, что драйверы рынка венчурного капитала могут варьироваться в зависимости от степени развития страны [6]. Уровень занятости, коррупция и инновации показали большую степень влияния в развивающихся странах. Культурные различия, степень развитости рынка капитала и законодательной системы также оказывают позитивное

воздействие на эффективность венчурного капитала в глобальном контексте [7]. Однако в существующих исследованиях нет ответа на вопрос, как институциональное развитие страны влияет на эффективность государственной инновационной политики.

В представленной работе предпринята попытка сравнить роль государства на разных этапах возникновения венчурного капитала в Китае - как стране с переходной экономикой и Японии - как примера открытой рыночной системы.

Работ по венчурному капиталу в Китае мало [8; 9], нет исследований, где бы сравнивались особенности регулирования венчурного капитала в Китае с развитыми странами. В данной статье мы проведем такой сравнительный анализ.

Сравнение двух стран основано нами на структуре условий, способствующих росту рынка венчурного капитала, приведенной в работе Лингельбаха, проф. Балтиморского университета [10], и включающей в себя: 1) предпринимательскую базу; 2) капитал, доступный для инвестиций с высоким риском; 3) развитую институциональную структуру. Особое внимание уделим роли институционального контекста в процессе возникновения венчурного капитала. Исследователи в области предпринимательства и венчурного капитала подчеркивают необходимость стабильной институциональной среды для снижения неопределенности исхода венчурного предприятия [11], называют его основным фактором формирования венчурной индустрии, в т.ч. и в Китае, который имеет множество интересных особенностей, отличающих его от венчурной системы Японии [4].

По причине того, что венчурный рынок формируется благодаря национальным институтам, в разных странах можно наблюдать различия в становлении индустрии в зависимости от особенностей траекторий государственного развития [12]. Переходные экономики, в т.ч. Китай, часто не обладают развитой институциональной структурой, которая подразумевает наличие открытых рынков капитала, разнообразие доступных форм бизнеса, защиту интеллектуальной собственности [13]. Как результат, мы наблюдаем, что инструменты политики по развитию технологий в КНР отличны от тех, что представлены в Японии.

КИТАЙ

В КНР термин «венчурный капитал» впервые появился в официальных документах в 1985 г. Несмотря на то, что к 1978 г. Китай открылся для

иностранных инвестиций и разрешил частный бизнес, стимулирование экономики продолжало идти по плановой модели, что отражалось и на венчурной индустрии.

Первый венчурный фонд - *New Technology Venture Capital Company* - был создан приказом Министерства науки и технологий, который стал революционным в Китае, т.к. впервые после ухода от плановой экономики устанавливал роль рынка в качестве движущей силы инновационного процесса. Более того, инновационная политика не была ограничена поддержкой определенных индустрий, например, оборонной промышленности [14]. Однако при отсутствии прямого регулирования правительство КНР оказывало влияние на частных инвесторов, склоняя их финансировать госкомпании, которые отвечали интересам политического режима [15].

Предпринимательская база

По мнению экспертов аналитической платформы *Pitchbook*, расцвет венчурного капитала в Китае стал возможен благодаря программе *Torch*, инициированной Министерством науки и технологии в 1988 г. *Pitchbook* называет ее одной из самых успешных программ по созданию национальной инновационной системы в мире [16]. Главной целью *Torch* являлось продвижение предпринимательства и создание инновационной среды.

В соответствии с программой были выделены зоны наибольшего технологического потенциала, в которых сосредотачивались основные фонды и человеческие ресурсы [16]. Структура и цели зон наибольшего технологического потенциала включали: инновационные кластеры, научные и технологические индустриальные парки (*STIPs*), коммерциализацию технологий в процессе применения их в традиционных сферах производства, реструктуризацию промышленных производств для развития экономики регионов, и др.

К концу 2002 г. в 53 *STIPs* работали более 14 тыс. специалистов со степенью *PhD*, более 80 тыс. со степенью магистра и множество молодых предпринимателей [17]. Среди стартапов, поддержанных бизнес-инкубаторами программы *Torch*, были компании *Lenovo*, *Baidu*, *Huawei* и *Alibaba*. К 2013 г. продукция научных и технологических индустриальных парков составляла 7% ВВП Китая и практически 50% от затрат на НИ-ОКР в стране [18].

Капитал с высоким риском

Многие исследователи подчеркивают роль гетерогенности инвесторов как драйвера развития венчурной индустрии [10; 19; 20]. Ситуация, сло-

жившаяся в Китае, начиная с первого венчурного фонда и включая современное состояние рынка, где государство доминирует над другими типами инвесторов, осложняет расширение пула независимых фондов. По данным *Zero2IPO Research*, центра по изучению рынка венчурного капитала в Китае, к концу 2018 г. в стране насчитывалось 1600 госфондов с капиталом в 4,05 трлн юаней (\$584,8 млрд) [21]. Основными инвесторами в них выступают государственные корпорации и финансовые институты, центральное и региональные правительства.

В 2014 г. Китай анонсировал модель, согласно которой государство предоставляет финансирование без непосредственного участия в распределении средств; менеджмент одного из крупнейших гос. фондов также был передан частным организациям посредством тендера. Однако, несмотря на недавние шаги по ослаблению регулирования, исследователи сомневаются в эффективности таких фондов [8]. Деятельность подобных институтов характеризуется низким уровнем доступности информации о структуре портфеля, нерыночными механизмами отбора компаний, возможным неэффективным использованием ресурсов, в т.ч. коррупцией. Отбор портфельных компаний регулируется комиссией по национальному развитию и реформе (*NDRC*) и ограничен несколькими секторами, входящими в национальную стратегию КНР. У большинства фондов отсутствуют механизмы распространения информации, они не имеют веб-сайтов и не публикуют финансовую отчетность, что делает невозможным сбор аналитической информации и оценку их деятельности.

Смягчение регулирования для частных инвесторов всегда происходило после кризисных явлений, когда возникала необходимость быстрого притока финансирования. Однако вслед за периодом роста венчурного капитала источники финансирования ограничивались. Открытие рынка для зарубежных инвесторов также происходило медленно, и до сих пор политика по привлечению иностранного капитала остается противоречивой. По этой причине мы можем наблюдать две волны притока инвестиций из-за рубежа, за которыми следовали периоды бума венчурной индустрии.

Первыми зарубежными фондами в Китае стали *Per Beijing D&T Law Firm*, *International Digital Group (IDG)* и *the Pacific Technology Venture Capital Fund* в 1993 г. [22]. Они привлекли большой объем финансирования со стороны инвесто-

ров из развитых стран, что достигло пика в период «пузыря доткомов»¹. Последующий кризис в начале 2000-х гг. вынудил Китай смягчить контроль над притоком иностранных инвестиций, что вызвало стремительный рост венчурного капитала.

Следующий этап расцвета венчурной индустрии начался в 2011 г. несмотря на замедление роста экономики после мирового кризиса. Развитие рынка было связано с открытием новых форм организации бизнеса, которые позволили иностранным институциональным инвесторам производить капитальные инвестиции в местные компании, а также значительный рост финансирования со стороны Национального фонда социального страхования (*NSSF*), вызванный необходимостью поддержки населения пенсионного возраста.

Таким образом, волну притока инвестиций обеспечили новые виды игроков на рынке, что изменило структуру венчурных инвесторов в Китае. Однако в 2018 г., после значительного роста рынка капитала, источники финансирования стали более тщательно изучаться, по причине чего в скором времени ожидается снижение объемов привлечения капитала.

Институциональная база

Снижение экономической активности, связанное с коллапсом дотком пузыря в 2002 г., показало острую необходимость в реформах институционального характера. В начале 2000-х гг. китайское правительство выпустило несколько законодательных актов, направленных на создание благоприятной атмосферы для венчурных капиталистов (налоги, управление, формы бизнеса). Однако наибольшим прорывом стало введение в 2006 г. новой формы организации компании, партнерства с ограниченной ответственностью, что выдвинуло объемы венчурного капитала на новый уровень. Данная инициатива была частью 11-го пятилетнего плана (2006-2010 гг.), критическим элементом которого стало развитие независимой венчурной индустрии как драйвера устойчивого экономического роста.

Отбор портфельных компаний является одной из функций венчурного фонда. На данный процесс влияет количество стартапов на рынке, обеспеченное предпринимательской базой, как было описано выше, и эффективность оценки компаний. Правила бухгалтерской отчетности и определения стоимости нематериальных активов, основ-

¹ «Пузырь доткомов» - экономический пузырь, существовавший в период с 1995 по 2001 гг., после которого наблюдалось резкое падение технологического индекса *NASDAQ* и банкротство «доткомов» - компаний, чья бизнес-модель полностью основывается на работе в сети Интернет.

ной составляющей баланса молодых высокотехнологических компаний, в Китае отличаются от стандартов США и Европы, что замедляет процесс отбора для иностранных венчурных капиталистов, вынуждая их пользоваться услугами консультантов из Гонконга.

В работе Лин, исследователя из университета Сингапура, было эмпирически доказано, что работа рынков капитала в Китае непосредственно связана с развитием венчурной индустрии [8]. Формирование венчурного капитала в Китае осложнялось неразвитостью рынков вплоть до 1980-х гг.

Рынок капитала в Китае был открыт только в 1990 г. в связи с созданием бирж в Шанхае и Шеньжене. До этого момента венчурные фонды не имели возможность выхода из проекта через IPO. Однако, несмотря на реформы, режим IPO в Китае остается очень затруднительным. Это не только замедляет работу венчурных капиталистов, но и вызывает вопросы о прозрачности процесса отбора.

ЯПОНИЯ

Процесс возникновения венчурного капитала в Японии происходил под влиянием опыта США. Зависимость страны от сырья и возросшие цены на нефть подтолкнули правительство к изменению экономической структуры с акцентом на высокие технологии, что вызвало активный рост венчурной индустрии в 1970-е гг.

В 1963 г. был принят закон о малых и средних предприятиях, который можно рассматривать как первую попытку создания венчурных фондов в стране. В документе были отражены меры по продвижению инноваций среди малых и средних предприятий путем всесторонней поддержки со стороны государства [23]. В значительной степени это был ответ на закон об инвестициях в малый бизнес, принятый в США в 1958 г., однако, в отличие от последнего, японский вариант финансировался исключительно правительством [24]. Более того, первый японский венчурный фонд *Kyoto Enterprise Development Co., Ltd.* стал аналогом фонда «Американская компания исследований и разработок».

Предпринимательская база

Согласно исследованию *Global Entrepreneurship Monitor*, процент людей, которые собираются начать предпринимательскую деятельность или уже задействованы в ней, в Японии составляет 4,7% [25; 26]. Это второй самый низкий показатель среди развитых стран, после Италии. Пред-

принимательство не является популярной практикой в Японии.

Чтобы увеличить предпринимательскую активность, с 1990 г. Япония инициировала ряд масштабных программ, направленных на поддержку исследований и их коммерциализацию посредством стартапов. Так, в 1990 г. правительство анонсировало позицию в отношении малых и средних предприятий, а именно создание и поддержание справедливых условий рыночной конкуренции, удовлетворение потребностей малого бизнеса и активная поддержка новых отраслей [27]. В 1995 г. было принято сразу два закона, в которых обозначались меры по продвижению инноваций в Японии, в т.ч. стимулирование университетских научно-исследовательских центров и поддержка частных технологических предприятий [28].

Закон о содействии созданию нового бизнеса, принятый в 1998 г., предоставил господдержку инновационным малым предприятиям, аналогично инициативам *SBIR (The Small Business Innovation Research program)* в США. Однако в Японии поддерживали лауреатов за счет прямого финансирования, в то время как в США программа помогает призёрам получить доступ к частным инвестициям и закупкам со стороны правительства [29]. Поправка 2000 г. дала дополнительную поддержку венчурным предприятиям, планирующим выход через IPO [30].

В 2001 г. правительство инициировало финансовую программу, направленную на поддержку стартапов. В рамках «Новой программы стартап-займов» Национальная корпорация по финансированию жизни предоставляла ссуды до 10 млн йен для стартапов без необходимости предоставления залога, поручителей или личных гарантий. Эта схема широко использовалась компаниями и в период с 2002 по 2006 гг. [31]. Также в 2001 г. правительство инициировало план *Hiranuma*, целью которого было создание 1000 стартап-компаний на базе университетов Японии [32]. В 2003 г. Министерство экономики, торговли и промышленности освободило новые компании от требований к капиталу, уменьшив его размер с 10 млн йен (\$92 тыс.) до 1 йены в течение первых 5 лет работы [33]. В следующем году на проекты по поддержке малого и среднего бизнеса (в сфере венчурного инвестирования) было выделено 3,39 млрд йен (\$31 млн). Предприятиям малого и среднего бизнеса была оказана мощная поддержка как в техническом, так и в управленческом аспектах путем предоставления комплексных консультаций, направленных на материализацию и рыночное применение бизнес-планов и т.д. [34].

В 2012-2013 гг. стартовали 3 программы, направленные на создание пула молодых предпринимателей в стране: *START*, открытая инновационная платформа Японии (*JOIP*) и *Jump Start Nippon*. Они включали коммерциализацию как фундаментальных исследований научных учреждений, так и прикладных разработок с помощью венчурных фондов и государственной поддержки. Участие частных инвесторов, в т.ч. крупного бизнеса, в подобных проектах отличает японскую модель от инициатив по созданию предпринимательской базы в Китае, где проекты финансируются из бюджетных средств [35; 36].

Капитал с высоким риском

Структура капиталистов в Японии заметно отличается от Китая, что отчасти является следствием более открытой экономической системы с меньшей степенью влияния государства. Несмотря на относительно закрытый рынок в середине XX в., к 1970-м гг. меры японского правительства по дерегулированию экономики стали активно привлекать иностранных инвесторов, что ускорило развитие венчурного капитала.

Согласно закону об инвестициях 1950 г., иностранные прямые инвестиции допускались только в тех случаях, когда они способствовали улучшению платежного баланса страны, однако по факту большинство заявок было отклонено, поскольку правительство считало, что они несут риски для японского бизнес-сектора. В 1967 г. была принята программа по либерализации капитала, и уже к 1970 г. в 80% индустрий были разрешены иностранные вливания. В тот же период правительство Японии инициировало либерализацию процентных ставок, международной торговли и валютного законодательства.

В настоящее время структура инвесторов в японском венчурном капитале претерпела изменения. Мы наблюдаем появление государственных фондов на рынке, в то же время объем корпоративного венчурного капитала продолжает расти.

В 2009 г. Япония основала 3 государственных венчурных фонда: Фонд поддержки университетов (*University Spinoff Fund*), *International Network Corporation* и Фонд фондов. До этого момента доля государственного венчурного капитала была практически на нулевом уровне, однако благодаря данным инициативам к 2015 г. она достигла 17,4%. Несмотря на роль государства как главного провайдера капитала, все фонды создавались в кооперации с частными инвесторами [37].

Помимо таких крупных венчурных фондов, как *JAFCO* и *Globis Capital Partners*, корпорации

стали активными игроками на рынке. С помощью корпоративного венчурного капитала компании получают доступ к инновациям, в то время как сами являются эффективной платформой для развития стартапов.

Наиболее популярными отраслями для корпоративного венчурного капитала являются «Интернет вещей» (*IoT*) и искусственный интеллект, что соответствует тренду перехода к цифровой экономике [38; 39]. В 2017 г. *Toyota Motor* инвестировала более 10 млрд йен (\$91 млн) в *Preferred Networks* - компанию, обладающую технологиями внедрения искусственного интеллекта в производственные цепи. В августе того же года *Solcom*, основная платформа *IoT*, была приобретена *KDDI* - крупным оператором мобильной связи [40].

Даже в традиционных отраслях, таких как медиа и недвижимость, есть крупные предприятия, которые решили попробовать свои силы в венчурных инвестициях. Так, в августе 2017 г. национальная японская газета «Асахи Симбун», основанная в 1876 г., создала фонд венчурных инвестиций в размере 2 млрд йен (\$18 млн) - *Asahi Media Lab Ventures* [41]. В мае 2018 г. строительная компания *Mitsui Fudosan* открыла платформу для поддержки открытых инноваций для крупных компаний.

В 2018 г. правительство разработало стратегию, целью которой стала поддержка стартапов с потенциальной рыночной стоимостью более \$1 млрд. Был запущен проект *J-Startup* для развития компаний за рубежом, который включает участие правительства в иностранных миссиях и введение мер по дерегулированию экономической деятельности компаний [42; 43].

Институциональная база

В 1980-х гг. структура промышленности Японии переместилась из сектора вторичной экономики, которая сосредотачивалась на производстве и индустриализации, в сектор третичных услуг. Снижение листинговых стандартов для выхода на рынок *JASDAQ* создало условия для второй волны венчурного бума. В этот период появились такие известные компании, как *Softbank*, *Capcom*, *Square* и др.

В 1995 г. указом Министерства финансов был открыт второй внебиржевой рынок для быстрорастущих малых предприятий. Инициировались шаги по либерализации в сфере ценных бумаг, в т.ч. содействие диверсификации в структурах процентных ставок и ослабление внебиржевых листинговых требований для резидентов и нерезидентов [44]. Так, в 1996 г. 100 фирм стали публичными на внебиржевом рынке [45].

Таблица

Рынок венчурного капитала в Китае и Японии

| Китай | Япония |
|---|---|
| Общие характеристики рынка венчурного капитала | |
| Декларативный характер управления инновационным процессом. Нерыночные механизмы финансирования инноваций. Эффективная мобилизация ресурсов на масштабные технологические проекты. Высокая степень предпринимательской активности. Значительные объемы государственного финансирования. | Госпрограммы финансирования инноваций с активным участием частных инвесторов. Большой опыт корпораций в сфере венчурного капитала. Низкая предпринимательская активность. Относительно низкие объемы государственного финансирования. |
| Характеристики инвесторов | |
| Доминирование со стороны государственных и муниципальных фондов. Ограничение деятельности зарубежных инвесторов. Большое влияние государства на корпоративный венчурный капитал. | Незначительная роль гос. фондов. Стимулирование зарубежных инвестиций. Рекордные объемы финансирования со стороны корпоративного венчурного капитала. |
| Предпосылки и причины | |
| Переходная экономика с высокой степенью гос. регулирования. Низкое институциональное развитие, в т.ч. контрактных соглашений, корпоративного управления, рынков капитала. Высокие темпы экономического роста (6,9% в 2017 г.) [48]. Самая большая в мире система образования. Рост среднего класса и увеличение использования смартфонов. | Рыночная система, сформированная с помощью либеральных реформ. Развитая система институтов, в т.ч. открытые рынки капитала, инструменты структурирования сделок, формы организации бизнеса. Развитый частный сектор экономики. Склонность предпринимателей обращаться к банковскому финансированию, низкая осведомленность о венчурном капитале. |

Составлено авторами по: [8].

В 1998 г. принят закон об ограниченном партнерстве для инвестиций, основной целью которого было содействие беспрепятственному предоставлению капитала предприятиям и содействие их устойчивому росту и развитию путем создания системы соглашений об ограниченном партнерстве для осуществления инвестиций в предприятия [46].

В 2014 г. проведена налоговая реформа. Так, когда компания инвестирует в венчурные предприятия в период расширения бизнеса через венчурные фонды, ей разрешается включать резерв на инвестиционные убытки в вычитаемые расходы (включая потери в размере 80% от инвестиций) [47].

СРАВНЕНИЕ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА В КИТАЕ И ЯПОНИИ

В табл. приведены основные отличия венчурного капитала в Китае и Японии, которые наблюдаются ввиду институциональных особенностей развития этих стран и разной степени государственного регулирования.

Инновационный процесс в КНР осуществляется с помощью декларативных мер, которые включают 5-летние планы и масштабные национальные программы. Одно из преимуществ экономической системы Китая заключается в способности эффективно мобилизовать ресурсы на научные и технологические проекты, которые направлены на выполнение задач по трансформации инновационной среды.

Однако подобная стратегия осложняет работу независимых и иностранных инвесторов на рынке. Ограничительная политика по отношению к иностранным инвестициям замедляет темпы развития венчурного капитала в Китае. Компании, финансируемые зарубежными фондами, не могут листинговаться на внутренних биржах, поэтому проводят IPO на биржах в Гонконге и США.

В Японии, напротив, все госпрограммы направлены на построение каналов финансирования между частными инвесторами и предпринимателями. Однако небольшие вливания бюджетных средств в индустрию могут быть причиной более медленных, по сравнению с Китаем, темпов роста венчурного капитала.

Финансирование инноваций в КНР осуществляется преимущественно нерыночными способами. Вместо того, чтобы настраивать механизмы по привлечению частного капитала, государство само выступает инвестором. Политика, в основном, направлена на прямое субсидирование создателей инноваций, университетов и лабораторий, и на создание государственных венчурных фондов, в то время как рынки капитала стали развиваться относительно поздно, после 2000 г., и подвержены жесткому регулированию по сей день.

В отличие от Японии, где госпрограммы ориентированы на построение схемы распределения независимого капитала в наиболее привлекательные проекты, Китай может столкнуться с проблемой неоптимального использования бюджетных средств, распределяя их в компании, отобранные на основе не рыночных механизмов, а политичес-

кой целесообразности. Так, некоторые исследователи подчеркивают, что бизнес сталкивается с недобросовестной конкуренцией со стороны госкомпаний [4].

Международная конкурентоспособность инновационных продуктов также достигается нерыночными методами. Чтобы сделать свои технологии востребованными на мировом рынке, в Китае ввели программу *MLP 2020*, целью которой - создание многоуровневой системы стандартизации технологий [49]. Подобная стандартизация контролирует действия бизнес-сектора со стороны государства, что показывает командную составляющую политики по развитию инноваций. В Японии, в отличие от КНР, рыночные инструменты являются приоритетными и рассматриваются в качестве более эффективных [50].

Список литературы / References

1. Venture Pulse: Q4'18 Report. *KPMG*. 2018. <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2019/01/venture-pulse-q4-18-global-analysis-of-venture-funding.html> (accessed 23.11.2019)
2. Inagaki K. Japan Venture Capital Investment Hits Record Levels. *Financial Times*. 01.03.2018. <https://www.ft.com/content/927a9d14-1d21-11e8-aaca-4574d7dabfb6> (accessed 23.12.2019)
3. Lerner J., Moore D., & Shepherd S. A Study of New Zealand's Venture Capital Market and Implications for Public Policy. *Report to the Ministry of Research Science and Technology*. Auckland. LECG Ltd, 2005.
4. Ahlstrom D., Bruton K. S., Yeh G. D. 2007. Venture capital in China: Past, present, and future. *Asia Pacific Journal of Management*. February, Vol. 24, № 3, pp. 247-268.
5. Jeng L.A., Wells P.C. 2000. The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*. September, Vol. 6, № 3, pp. 241-89.
6. Groh A., Wallmeroth J. 2016. Determinants of Venture Capital Investments in Emerging Markets. *Emerging Markets Review*. December, Vol. 29, pp. 104-132.
7. Nahata R., Hazarika S., Tandon K. 2014. Success in Global Venture Capital Investing: Do Institutional and Cultural Differences Matter? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 49, № 4, pp. 1039-1070.
8. Lin L. 2017. Venture Capital Exits and the Structure of Stock Markets: Lessons from China. *Asian Journal of Comparative Law*. July, Vol. 12, № 1, pp. 1-40.
9. Guo D., Guo Y., Jiang K. 2016. Government Subsidized R&D and Innovation Outputs: An Empirical Analysis on China's Innofund Program. *Research Policy*. July, Vol. 45, № 6, pp. 1129-1144.
10. Lingelbach D. 2013. Paradise postponed? Venture capital emergence in Russia. *Critical Perspectives on International Business*. March, Vol. 9, № 1/2, pp. 204-225.
11. Bruton G. D., Ahlstrom D., Yeh K. 2004. Understanding venture capital in East Asia: The impact of institutions on the industry today and tomorrow. *Journal of World Business*. February, Vol. 39, № 1, pp. 72-88.
12. Çetindamar D. 2003. The growth of venture capital: A cross-cultural comparison. *Westport*. CT: Praeger.
13. McGregor J. One billion customers. *Wall Street Journal*. 25.10.2005. <https://www.wsj.com/articles/SB113018288460777853> (accessed 23.11.2019)
14. Baark E., Suying L. 1990. Science and Technology Policy Reforms in China - A Critical Assessment. *Copenhagen Journal of Asian Studies*.
15. Ahlstrom, D., Yeh, K.S., Bruton, G.D. 2006. Venture capital in China: High technology investing in an emerging economy. *H.Li (Ed.), Growth of new technology ventures in China's emerging market*. Northampton, MA, and Cheltenham: Edward Elgar. Pp. 261-286.
16. Venture Capital in China An overview and analysis of trends shaping Chinese VC activity. *Pitchbook*. 18.03.2019.
17. Torch Program in the Past 15 Years. *China.org.cn*. 17.09.2003.
18. Blank S. China's Torch Program - The Glow That Can Light the World. UC Berkeley Blog. 11.04.2013. <https://blogs.berkeley.edu/2013/04/11/chinas-torch-program-the-glow-that-can-light-the-world-part-2-of-5/> (accessed 23.11.2019)
19. Lingelbach D. 2009. Neither pirates nor politicians: the emergence of venture capital in weak institutional environments, unpublished Ph.D. thesis, University of Exeter.
20. Bertoni C., Colombo M., Grill, L. 2011. Venture Capital Investor Type and the Growth Mode of New Technology-Based Firms. *Small Business Economics*. April, Vol. 40, № 3, pp. 527-552.
21. Huang T. Government-Guided Funds in China: Financing Vehicles for State Industrial Policy. *Peterson Institute for International Economics*. 17.06.2019. <https://www.piie.com/blogs/china-economic-watch/government-guided-funds-china-financing-vehicles-state-industrial-policy> (accessed 15.11.2019)

22. Lin L. Venture Capital, Angel Capital & Other Finance, IPOs and Acquisitions. Chapter 4.4. *Fu Xiaolan, Bruce Mckern & Chen Jin eds., Oxford Handbook of China Innovation* (Oxford University Press, Forthcoming).
23. Small and Medium Enterprise Agency. Small and Medium-sized Enterprise Basic Act. https://www.chusho.meti.go.jp/sme_english/outline/08/01_02.html#01 (accessed 09.10.2019)
24. Peng L., Guoshun W. 2010. Venture Capital in Japan. Working Paper, School of Management Central South University, Changsha, P.R.China. Pp. 307-311.
25. Global Entrepreneurship Monitor Report. *GREM*. 2013.
26. Global Entrepreneurship Monitor Report. *GREM*. 2017.
27. Mukoyama H. 1998. Small Business in the United States, Taiwan, and Japan, and Their Small Business Policy. *RIM*. June, Vol. 40.
28. Cabinet Office, Government of Japan. The Science and Technology Basic Law. <https://www8.cao.go.jp/cstp/english/law/law.html> (accessed 06.11.2019)
29. Hiroyasu I., Eiichi Y. 2014. Evaluation of Small Business Innovation Research Programs in Japan. MPRA Paper No. 53898.
30. Rowen H., Toyoda A. M. 2002. From Keiretsu to Startups: Japan's Push for High Tech Entrepreneurship. Working Paper, Stanford University.
31. Takehiko Y. 2009. Programs to Stimulate Startups and Entrepreneurship in Japan: Experiences and Lessons. *The National Academies Press*. Washington, DC. Pp. 95-106.
32. Hasegawa K., Sugawara T. 2017. Characteristics of University startups in Japan. Analysis of startup companies at The University of Tokyo. IEEE Technology & Engineering Management Conference (TEMSCON). Santa Clara, CA, USA.
33. Rowen H., Toyoda A. M. 2002. From Keiretsu to Startups: Japan's Push for High Tech Entrepreneurship. Working Paper, Stanford University.
34. Understanding The Japanese Budget. Ministry of Finance, Japan. https://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2004/brief/2004e_04.htm (accessed 06.11.2019)
35. Hirai M. Introducing a Global Ecosystem for Japanese Technology Entrepreneurs: The University of Tokyo Edge Capital (UTEC). https://www.kauffmanfellows.org/journal_posts/introducing-a-global-ecosystem-for-japanese-technology-entrepreneurs (accessed 08.11.2019)
36. START - Program for Creating Start-ups from Advanced Research and Technology. <https://www.jst.go.jp/start/en/jigyo/index.html> (accessed 08.11.2019)
37. Kirihata, T. 2018. Japanese Government Venture Capital: What Should We Know? *Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship*. April, Vol. 12, pp. 14-31.
38. Котляров И.Д. Формы ведения предпринимательской деятельности в виртуальном пространстве: попытка классификации. *Экономическая наука современной России*. 2011, № 2, с. 89-100. (Kotlyarov I.D. 2011. Business in virtual space: an attempt of classification. *Economics of Contemporary Russia*. № 2) (In Russ.)
39. Устюжанина Е.В., Сигарев А.В., Шеин Р.А. Цифровая экономика как новая парадигма экономического развития. *Экономический анализ: теория и практика*. 2017, т. 16, № 12, с. 2238-2253. (Ustyuzhanina E.V., Sigarev A.V., Shein R.A. 2017. Digital economy as a new paradigm of economic development. *Economic Analysis: Theory and Practice*. Vol. 16. № 12) (In Russ.)
40. Tsuji T. Drowning in Venture. The barrier, which Japanese are not aware of (In Japan.). <https://toyokeizai.net/articles/-/228556> (accessed 08.11.2019)
41. Yamada T. Asahi Shimbun is going to venture. 2018 (In Japan.). <https://premium.toyokeizai.net/articles/-/18428> (accessed 10.11.2019)
42. Creating a Japanese role model to be effective on a global scale. *METI Journal in the Japan Times*. 15.02.2019. <https://meti-journal.japantimes.co.jp/2019-02-15/> (accessed 10.11.2019)
43. Sakurai R. Creating More Japanese Unicorns. *NHK World*. 20.09.2018. <https://www3.nhk.or.jp/nhkworld/en/news/backstories/246/> (accessed 12.11.2019)
44. Geithner T. 1995. Japan-United States: Measures Regarding Financial Services. *International Legal Materials*. May, Vol. 34, № 3, pp. 617-660. https://tcc.export.gov/Trade_Agreements/All_Trade_Agreements/exp_005569.asp (accessed 17.11.2019)
45. Robert C. Hsu. 1999. The MIT Encyclopedia of the Japanese Economy. Second edition, Cambridge: The MIT Press.
46. Limited Partnership Act for Investment. Ministry of Justice, Japan. http://www.japaneselawtranslation.go.jp/law/detail_main?id=96&vm=2&re= (accessed 12.11.2019)
47. FY2014 Tax Reform (Main Points). Ministry of Finance, Japan. https://www.mof.go.jp/english/tax_policy/tax_reform/fy2014/tax2014a.pdf (accessed 14.11.2019)
48. China: Growth Rate of Real Gross Domestic Product (GDP) from 2011 to 2023. *Statista*. January 2019.
49. Suttmeier R.P., Yao X. 2008. Standards and the state: Chinese technology policy in an age of globalization. E.Thomson and J.Sigurdson (Eds.). *China's science and technology sector and the forces of globalization*. Singapore: World Scientific Publishing. Pp. 79-118.
50. Breznitz D., Murphree M. 2011. Run of the red queen: Government, innovation, globalization and economic growth in China. New Haven and London: Yale University Press.