

УДК 336.64

О. О. Мосієвич,
 здобувач наукового ступеня кандидата наук, кафедра фінансів,
 Національний університет "Києво-Могилянська академія"
 ORCID ID: 0000-0001-6395-4491
 С. В. Сєміколенова,
 к. е. н., доцент кафедра фінансів,
 Національний університет "Києво-Могилянська академія"
 ORCID ID: 0000-0002-1669-3118

DOI: 10.32702/2306-6792.2020.6.93

ПІДХОДИ В ОЦІНЮВАННІ КОМПАНІЙ ПРИ ВЕНЧУРНОМУ ФІНАНСУВАННІ

O. Mosiyevych,
 Researcher, Finance Department, National University of "Kyiv-Mohyla Academy"
 S. Syemikolenova,
 PhD in Economics, Associate Professor, Finance Department, National University of "Kyiv-Mohyla Academy"

APPROACHES TO EVALUATING NEW VENTURES: EVIDENCE FROM UKRAINE

Метою статті є дослідження підходів вітчизняних венчурних інвесторів в оцінці компаній на різних стадіях венчурного фінансування. Для цього автором статті було проведено комплексне дослідження присвячене вивченню прийняття інвестиційних рішень при венчурному фінансуванні та опитано 31 інвестора у венчурні проекти, в тому числі, щодо підходів в оцінюванні венчурних інвестицій. Результати дослідження дозволили визначити притаманні інвесторам підходи та фактори, що найбільше впливають на їх рішення щодо оцінки венчурних інвестицій.

У результаті проведеного дослідження було виявлено, що більше половини респондентів у цьому опитуванні використовують просте правило прийняття рішення — встановлюють ймовірну оцінку компанії, використовуючи суму інвестицій та цільову частку власності. Водночас інвестори ранніх стадій венчурного фінансування для встановлення оцінки ймовірніше використовуватимуть цей спрощений метод. Оскільки такий підхід відповідає ранньому розвитку компаній, що мають мало фінансової інформації та високий ступінь невизначеності, що спонукає інвесторів до спрощення інвестиційного аналізу. Інвестори пізніх стадій мають більше інформації про компанії і, потенційно, можуть використовувати ускладнені методи інвестиційного оцінювання, щоб прийти до ймовірної оцінки компанії. Дійсно, як показало дослідження, венчурні інвестори, що інвестують на пізніх стадіях, є більш схильні використовувати традиційні методи оцінювання: дохідний, витратний, та ринковий метод.

Очікуваний вихід з венчурного проекту є найбільш вагомим фактором під час оцінки компанії/проекту для усіх груп інвесторів на усіх стадіях венчурного фінансування, а прогноз руху грошових коштів — найбільш вживаним фінансовим індикатором. Інвестори пізніх етапів розглядають вихід як важливий фактор, ймовірно, тому, що легше передбачити на цьому етапі розвитку компанії яку форму виходу буде здійснено. Як показали результати дослідження, в українських реаліях інвестори, що інвестують на ранніх стадіях турбуються про вихід на рівні з інвесторами пізніх стадій.

Конкурентний тиск (англ. competitive pressure) є важливим для третини опитаних інвесторів, особливо на ранніх стадіях фінансування в і важливість такого фактору знижується для інвесторів більш пізніх стадій. Це говорить про те, що ІТ-індустрія в Україні є досить конкурентною, і це може надати засновникам ІТ проектів перевагу в переговорному процесі під час укладання угоди з вітчизняними інвесторами у венчурні проекти.

This paper provides a critical review of approaches to venture valuation focusing on how venture investors make their investment decision and what are the key influential factors at the times of investment. We survey 31 venture investors in Ukraine to learn how they make decisions across venture valuation area at different stages of financing. We also explore (and find) differences in practices across stages and groups of venture investors. The survey results highlight that not all the venture investors follow the same approaches for evaluating new ventures.

It was found that roughly two thirds the venture investors in our survey use a simple decision making rule when evaluate the company using investment amounts and target ownership. This simplified approach of valuation corresponds to early company development stages. The fact that companies having little of financial information and high level of

uncertainty prompts investors to simplify their valuation analysis. Late stage investors have more information about company and, potentially, can use sophisticated methods for investment valuation in order to arrive at the implied valuation of the company.

According to the survey results the exit considerations are the most important factor on venture valuation for all groups of investors at all venture financing stages. Late-stage investors consider the exit as an important factor, most probably due to the fact, that it is much easier to predict at late development stage of the company which exit scenario will be used. However, it was found that early-stage venture investors in Ukraine are also concerned about exit the same as late-stage investors.

Competitive pressure is an important factor for the third part of local venture investors, especially at early stages of financing. This suggests that the IT industry in Ukraine is quite competitive and can provide IT project founders with better bargaining power during the negotiating process with local venture investors.

The results of this study are useful for both venture investors in their decision-making process and entrepreneurs in their venture capital applications to maximize their success rate.

Ключові слова: венчурне фінансування, оцінка венчурних інвестицій, прийняття інвестиційних рішень.

Key words: venture financing, venture valuation, investment decision making.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Оцінка інвестиційних пропозицій є важливою для венчурних інвесторів, оскільки вартість компанії визначає частку акцій, які вони отримують в обмін на їхні інвестиції, і, таким чином, їх кінцеву віддачу (return). Це важливо і для підприємців, оскільки занадто низька вартість призведе до надмірного розмивання їх частки в компанії. Більш того, коли підприємці знають, як венчурні капіталісти оцінюють інвестиційні пропозиції, вони краще підготовлені для адаптації свого бізнес-плану до потреб інвесторів. Вони зможуть отримати необхідну інформацію і зрозуміти, як венчурні інвестори використовують цю інформацію.

Процес оцінки складається з трьох послідовних кроків. По-перше, збирається інформація про компанію, його управлінську команду та її майбутні перспективи. По-друге, ця інформація використовується для оцінки ризиків і, отже, необхідного прибутку від інвестицій, а також для оцінки (майбутніх) грошових потоків і потенціалу прибутку. Нарешті, використовується один або декілька методів оцінки з метою обчислення вартості компанії.

Проте нечисленність історичної операційної інформації і невизначеність майбутніх грошових потоків робить рішення щодо венчурних інвестицій складним і менше схожими на ті, що викладені у фінансовій літературі. У зв'язку з несприятливими проблемами відбору та інформаційної асиметрії [1], оцінка є одним з найбільш важливих етапів у прийнятті інвестиційних рішень венчурними інвесторами.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Різні економічні агенти оцінюють компанії за різних умов. Наприклад, інвестиційні банкіри визначають вартість виведення нової компанії на фондовий ринок, або вони оцінюють компанію-кандидата для поглинання. Фінансові аналітики повинні оцінити чи є ринкова вартість компанії значно вищою або нижчою, ніж її "справжня" економічна вартість, щоб вирішити, коли продавати або купувати акції [2—4]. Процес оцінки венчурного інвестора, однак, може відрізнятися від тих, які використовуються для зазначених цілей, через дуже різний характер компаній, які венчурні інвестори повинні оцінювати. Інвестиційні пропозиції, отримані венчурними фондами, часто є доволі ризикованими, через ранні стадії розвитку компаній, відсутність досвіду засновників або ступінь інноваційності продуктів або ринків. Більше того, зазвичай компанії не представлені на фондовому ринку, тому публічно доступна інформація є обмеженою. У зв'язку з можливими агентськими проблемами, викликаними інформаційною асиметрією та проблемами морального ризику, скринінг та оцінка угод є надзвичайно важливим. Цьому приділена значна увага в науковій літературі [5]. Дослідження [6; 7] показали, що процес ретельної перевірки є ітеративним, коли першим кроком є оцінка того, чи відповідає пропозиція інвестиційним критеріям венчурного фонду (наприклад, щодо стадії інвестування, галузі або розміру необхідного капіталу) і чи є інвестиційна пропо-

зиція життєздатною на перший погляд. Відносно великий обсяг досліджень зосереджений на виявленні та ранжуванні критеріїв оцінки, які використовувались інвесторами при відборі (скринінгу) та оцінці нових венчурних пропозицій порівняно з іншими етапами процесу венчурного фінансування. Ґрунтовні дослідження проведені задля визначення критеріїв оцінювання та процесу прийняття рішень у венчурному фінансуванні у працях Таєбджі Т. та Бруно А. [8] Макміллана І. та ін. [9], Хісріча Р. [10], Робінсона Р. [11]. Більш ранні дослідження у вивченні процесу оцінювання венчурних інвестицій зосереджувалися на 1) критеріях, які використовувалися в процесі оцінювання, 2) яким чином застосовувалися критерії оцінки та 3) рівень важливості, наданий критеріям оцінки респондентами [12].

Дотепер не втрачає своєї популярності точка зору ряду авторів, які вважають достатнім критерієм аналізу венчурних проектів окремі фінансові показники і фінансові моделі, ігноруючи нефінансові компоненти інноваційного бізнесу [13]. Однак їм протистоїть думка інших авторів [14; 15], які наполягають на проведенні оцінки проектів на ранній стадії розвитку не тільки з фінансової точки зору, але і з урахуванням інших компонентів, оскільки існують об'єктивні труднощі прогнозування майбутніх грошових потоків, що призводить до спотворення фінансових показників.

Незважаючи на встановленні загальні принципи корпоративних фінансів, можливі відмінності в підходах до оцінювання залежно від країни інвестування. Міжкраїнні дослідження венчурних капіталістів [16; 17] показали, що інвестори поведуться по-різному на різних географічних ринках.

МЕТА СТАТТІ

Метою статті є дослідження підходів, які вітчизняні венчурні інвестори використовують в оцінці компаній на різних стадіях венчурного фінансування.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Венчурні інвестори проводять непростий процес дослідження, котрий носить назву "ретельне спостереження" або "вивчення" (англ. *due diligence*) перед тим, як інвестувати в компанію. Таким чином, вони хочуть звести до мінімуму свій інвестиційний ризик, дізнавшись більше інформації про підприємця або управлінську команду, продукт і потенціал ринку, представлені у інвестиційній пропозиції. Ця стадія — найтриваліша в венчурному інвесту-

ванні, продовжується часом до півтора року, завершується прийняттям остаточного рішення про здійснення інвестицій або відмову від них. Венчурні фонди та інвестиційні компанії за допомогою найнятих експертів детально вивчають як пропонування для фінансування продукт і його вплив на майбутній ринок, так і компанію, що його пропонує, її фахівців, окреслене поле інтелектуальної власності, менеджмент, фінансовий стан, історію діяльності. Розгляду піддаються всі аспекти стану компанії та бізнесу. За результатами такого дослідження, якщо приймається позитивне рішення про надання інвестицій, складається інвестиційна пропозиція або меморандум, де підсумовуються всі висновки і формулюється пропозиція для інвестиційного комітету, який і виносить кінцеве рішення. Формальну оцінку компанії буде виконано тільки тоді, коли пропозиція пройде цей початковий тест [18]. Таким чином, ретельна перевірка (*due diligence*) — це процес, тоді як сама оцінка є результатом.

Оскільки непублічні компанії пред'являють мало вимог до юридичної інформації, збір інформації складніший, ніж під час оцінювання публічних компаній. Через несприятливий вибір та проблеми з інформаційною асиметрією [1] це, тим не менш, є одним з найбільш важливих етапів під час прийняття інвестиційних рішень. Дослідники вважають, що одним з найбільш важливих джерел інформації є бізнес-план, який прогнозує майбутнє компанії [19; 20] разом з історичними бухгалтерськими даними (особливо бухгалтерський баланс і звіт про прибутки та збитки), а також прогнози руху грошових коштів. Аміт Р. ін. [1] вказують на той факт, що управлінський досвід підприємця і його знання продукту та галузі може дати деякі підказки щодо майбутнього успіху венчурного проекту.

Однак, венчурні інвестори стикаються з важливою інформаційною асиметрією щодо даних компанії, оскільки підприємці можуть розкривати тільки те, що вони вважають необхідними для отримання фінансування. Вони можуть свідомо або ненавмисно утримувати важливу інформацію або надавати упереджене уявлення про важливі факти [1; 21]. Таким чином, очікується, що венчурні інвестори будуть у значній мірі покладатися на звіти, видані незалежними бухгалтерами або аудиторамі, для доповнення (бухгалтерських) даних та інформації, наданою управлінською командою. Крім того, через інноваційний характер більшості проектів, ринкові дані та перспективи розвитку галузі важко оцінити. Оцінка мож-

ливого потенціалу нових продуктів і ринків має важливе значення для процесу оцінки. Отже, очікується, що венчурні інвестори також будуть значною мірою покладатися на зовнішню експертизу.

Отримана інформація використовується венчурними інвесторами для оцінки ступеня ризику проекту і, отже, необхідної норми прибутку від інвестицій. Фінансова теорія стверджує, що прибуток, який інвестор повинен очікувати від інвестицій, є функцією недиверсифікованого ризику інвестицій: чим вище ризик, тим вища необхідна прибутковість [22]. Окрім індивідуальних характеристик ризику проекту, загальні економічні умови також повинні впливати на очікуваний прибуток.

На етапі оцінювання компаній і інвестиційних проектів для остаточного прийняття рішення про їх фінансування використовується безліч підходів. У міжнародній професійній практиці, яка взята вітчизняними аналітиками на озброєння, існує кілька методів оцінки бізнесу компанії. Їх можна виділити в три основні підходи: методи, засновані на очікуваних майбутніх грошових доходах (дохідний метод); методи, засновані на даних бухгалтерського обліку (затратний метод); і методи, засновані на емпіричних даних (методи порівнянь).

Методи оцінки, засновані на даних бухгалтерського обліку (затратний метод), включають у себе всі види бухгалтерської оцінки активів фірми, такі як ліквідаційна вартість активів або балансова вартість власного капіталу (метод чистих активів).

У разі емпіричного підходу (ринковому) використовуються: метод ринку капіталу, метод угод та метод галузевих коефіцієнтів. Ці методи можуть включати, наприклад, множення продажів компанії на деякий фактор, котрий буде залежати від потенціалу отримання прибутку цього типу бізнесу або недавні дані вартостей угод для порівнянних компаній. Емпіричні підходи часто є специфічними для галузі. Вищезазначені методи дуже прості у використанні, але їм не вистачає теоретичного обґрунтування. Крім того, вони, в основному, вимагають історичної інформації, яка недоступна для компаній на початкових етапах розвитку. Ринковий метод також базується на обчисленні вартості компанії на основі поточних або прогнозних значень її операційних показників з використанням коефіцієнтів. Подібні коефіцієнти називаються множниками або ринковими мультиплікаторами. Значно більш обґрунтованою та об'єктивною версією підходу із використанням множників є вибір ринкового

мультиплікатора шляхом аналізу компаній, аналогічних оцінюваній по галузі, за розміром, за темпами зростання, за рівнем ризику. В рамках методу порівнянних оцінок слід враховувати структуру капіталу компанії і наявність боргів.

Метод дисконтованого грошового потоку [23] та метод дивідендної дохідності [24] є теоретично обґрунтованими методами оцінки, оскільки поточні інвестиції порівнюються з очікуваними майбутніми надходженнями, отриманими в результаті інвестування. Однак очікується, що метод дивідендної дохідності рідко буде використовуватися для оцінки потенційних інвестицій при венчурному фінансуванні, оскільки цей тип компаній майже ніколи не виплачує (суттєві) дивіденди, особливо на ранніх етапах розвитку.

Перевага методів дисконтованого вільного грошового потоку полягає в тому, що вони не покладаються на минуле з метою прогнозування вартості компаній. Це робить їх дуже корисними методами оцінки для нових венчурних проектів, оскільки ті ще не мають достатньо історичних фінансових даних. Проблема, пов'язана з підходом дисконтування грошових потоків, полягає в тому, що прогнозувати майбутні грошові потоки в умовах надзвичайної невизначеності нелегко, тому очікувана помилка прогнозу буде збільшуватися [25]. Аналіз чутливості може зарадити цій проблемі.

Ще одним недоліком цього методу є те, що коли часовий горизонт, який використовується в прогнозуванні, є відносно коротким, наприклад, п'ять-вісім років, важливу частину вартості компанії становить залишкова вартість або вартість виходу [23]. Ця величина є дуже чутливою до очікуваного відсотку зростання після прогнозованого часового горизонту, коли компанія вважається стабільною. Таким чином, незначна зміна цих даних здійснює значний вплив на оціночну вартість компанії.

Венчурний бізнес повинен мати в своєму арсеналі методи оцінки компаній, що враховують динаміку проінвестованих проектів та фінансування в кілька етапів. Найпростішим підходом такого роду є метод дисконтованого грошового потоку з урахуванням ймовірнісних сценаріїв з використанням "дерева рішень" (англ. "decision tree").

Підхід аналізу сценаріїв під час оцінки інвестиційного проекту знайшов подальший розвиток в методі реальних опціонів. У ньому замість "ручного" підрахунку ймовірностей можливих результатів використовується складні розра-



Рис. 1. Найбільш вагомі фактори при оцінці венчурних компаній

Джерело: розроблено автором на основі проведеного опитування.

хунки, запозичені з теорії фінансових опціонів. Підхід "реальних опціонів" [26] може бути краще адаптований для оцінки молодих компаній та проектів зі значним ступенем невизначеності, цінність виникає через те, що опціони створюються на основі майбутнього зростання завдяки розвитку нових можливостей для бізнесу [27]. У середовищі венчурного капіталу існує два важливих типу опціонів, вбудованих в інвестиційні проекти. По-перше, інвестування в компанію створює можливість для подальшого інвестування (при необхідності) і отримання вигоди від майбутнього зростання. Як і у випадку з фінансовими опціонами, інвестувати не обов'язково. Інвестор може почекати, поки нова інформація покаже справжню природу потенційних вигод. Залежно від перспектив на майбутнє, які (частково) були розкриті новою інформацією та подіями, венчурний інвестор може вирішити продовжувати інвестувати чи ні. Той факт, що подальші інвестиції є правом інвестора, а не зобов'язанням, дає інвестору цінний опціон в оцінці компанії. Другий тип опціону полягає в самій природі венчурних проектів. Інвестиції в науковий розвиток або специфічні знання компанії можуть привести до майбутніх грошових потоків, які набагато перевищують початкові капітальні витрати, але їх надто складно, якщо не неможливо, передбачити. Як і у випадку з фінансовими опціонами, невеликі інвестиції можуть привести до значних прибутків або ж повної їх втрати. Найпростішим методом оцінки вартості опціону є біноміальний метод, так само як і "дерево рішень", заснований на переборі сценаріїв. Складнішою для сприйняття, але разом з тим дуже широко вживаною в інвестиційній галузі, є оцінка вартості опціону за формулою Блека-Шоулза. Незважаючи на те, що підхід реальних опціонів теоретично є доволі перспективним, він має недоліки. По-перше, він є мало

відомим серед практикуючих фахівців, і по-друге, його дуже важко обчислювати через припущення, які необхідно здійснити.

З огляду на недоліки зазначених вище методів оцінки, доцільно використати і сучасні підходи до оцінки вартості бізнесу з метою підвищення достовірності результатів і підвищення ефективності інвестиційних проектів.

Незважаючи на відмінності в залежності від стадій розвитку компаній, в індустрії прямих і венчурних інвестицій був вироблений ряд підходів, модифікації яких придатні до проектів будь-яких стадій. Ці методи відрізняються від традиційних підходів, оскільки у компаній-реципієнтів відсутні ринкові котирування акцій або часток власності, що робить стандартну теорію оцінювання маловживаною [28].

Венчурний метод є адаптацією методу дисконтованого грошового потоку і враховує те, що основні об'єкти венчурного інвестування — компанії ранніх стадій.

Визначення вартості компанії венчурним методом складається з таких кроків:

1) прогнозується термінальна вартість компанії на "виході";

2) термінальна вартість дисконтується за дисконтною ставкою, що враховує високий ступінь ризику проекту.

Венчурний метод доречно використовувати, коли зрозуміло, кому, коли і якимось чином буде продана частка інвестора в венчурному проекті, та спрогнозувати вартість компанії на "виході". Як буде розглянуто далі, такий підхід венчурні інвестори вважають найбільш оптимальним з можливих.

Договірний метод є найпростішим з використовуваних при оцінці венчурних проектів. Він заснований на досягненні консенсусу між засновниками компанії та інвесторами щодо вартості проекту в ході переговорного процесу без залучення будь-якого стандартного раз-

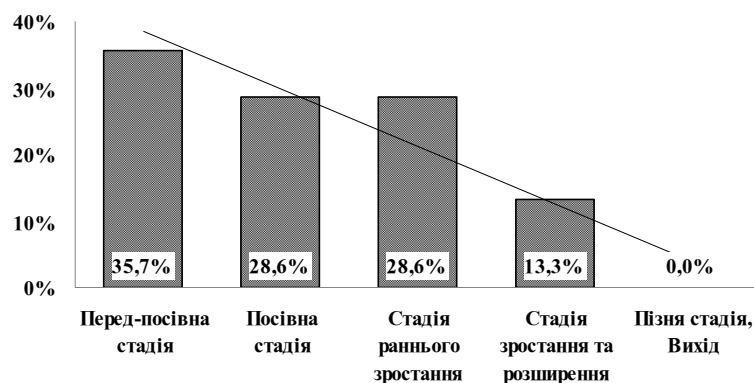


Рис. 2. Важливість фактору "Конкурентний тиск" на думку інвесторів при здійсненні ними інвестиційної оцінки на різних стадіях венчурного фінансування

Джерело: розроблено автором на основі проведеного опитування.

рахункового або математичного методу. Практика показує, що для оцінки венчурних проєктів посівної стадії і стадії раннього розвитку, коли інформація про обороти та прибутки ще є передчасною, цей метод є найбільш поширеним. Це пояснюється тим, що при високих ризиках багато інвесторів мають свої власні критерії відбору проєктів і часто керуються інтуїцією, сформованою їх досвідом.

Задля дослідження підходів, які вітчизняні венчурні інвестори використовують в оцінці компаній на різних стадіях венчурного фінансування автором статті було проведене комплексне дослідження, присвячене вивченню прийняття інвестиційних рішень при фінансуванні венчурних проєктів та опитано 31 інвестора у венчурні проєк-



Рис. 3. Методи інвестиційної оцінки, що використовуються венчурними інвесторами

Джерело: розроблено автором на основі проведеного опитування.

ти, в тому числі, щодо підходів в оцінці венчурних інвестицій.

У рамках цього дослідження було визначено фактори, що відіграють найбільш вагому

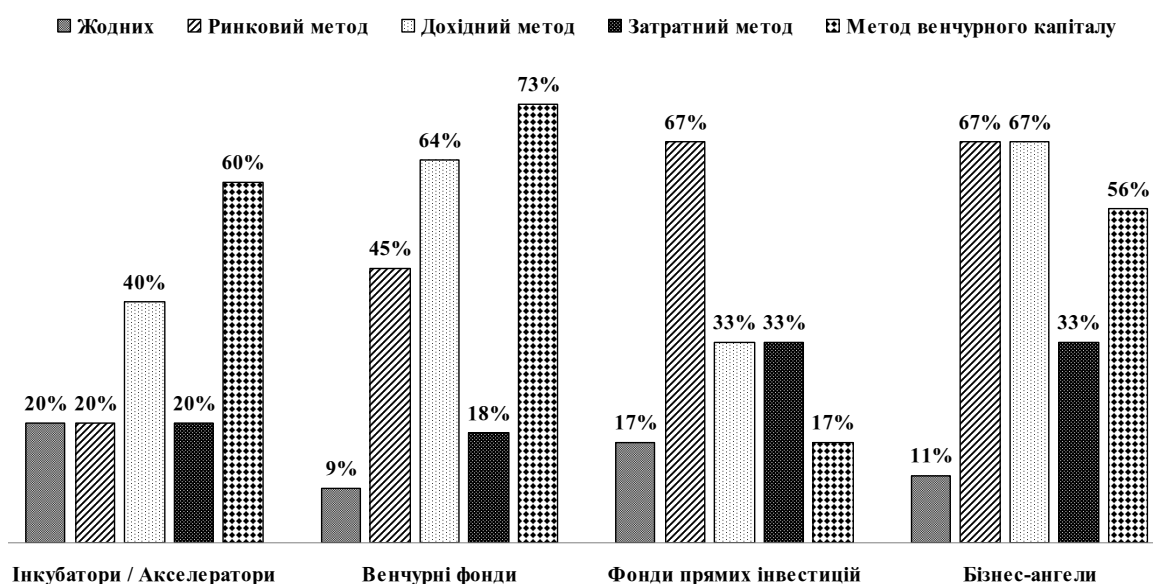


Рис. 4. Методи оцінки венчурних компаній за групами інвесторів

Джерело: розроблено автором на основі проведеного опитування.

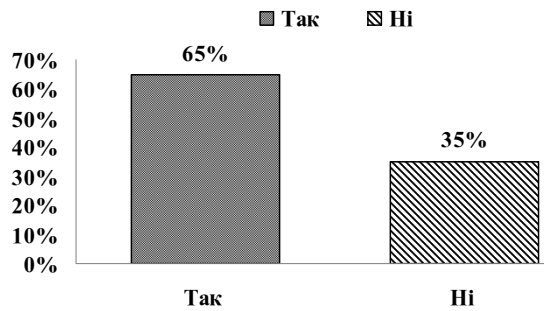


Рис. 5. Використання інвесторами спрощеної оцінки венчурних проектів

Джерело: розроблено автором на основі проведеного опитування.

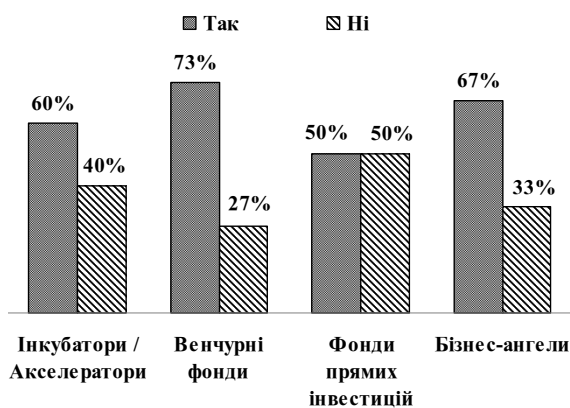


Рис. 6. Встановлення оцінки венчурного проекту різними групами інвесторів залежно від частки власності у ньому

Джерело: розроблено автором на основі проведеного дослідження.

роль в ухваленні рішення щодо інвестиційної оцінки, яку інвестори пропонують потенційній портфельній компанії та визначено методи, що найбільш часто використовуються.

Результати проведеного дослідження представлені на рис. 1. ілюструють міркування інвесторів про те, що очікуваний вихід з венчурного проекту є найбільш вагомим фактором при

оцінці компанії / проекту на усіх стадіях фінансування — 67,7% респондентів ідентифікують його як найбільш важливий фактор. Схожі компанії або порівняльні компанії (Comparable companies), так званий ринковий підхід, є другим важливим фактором (45%).

Конкурентний тиск (англ. Competitive pressure) є важливим для 32,3% респондентів, особливо для інвесторів ранніх стадій фінансування і важливість даного фактору знижується для інвесторів більш пізніх стадій (рис. 2); цей фактор також є більш важливим для венчурних фондів порівняно з іншими групами інвесторів. Це відрізняє підхід вітчизняних інвесторів від їх західних колег, для яких цей фактор був помітно менш вагомим при оцінці венчурних інвестицій [29]. Це говорить про те, що ІТ-індустрія в Україні є досить конкурентною, і це може надати засновникам ІТ проектів перевагу в переговорному процесі під час укладання угоди з вітчизняними венчурними інвесторами.

Бажана частка власності є помітно менш важливим фактором (25,8%) при оцінці портфельної компанії, відзначений, в основному, фондами прямих інвестицій та інвесторами на стадії зростання/експансії. І це також значно



Рис. 7. Використання фінансових індикаторів інвесторами при прийнятті рішень щодо фінансування венчурних проектів

Джерело: розроблено автором на осевій проведеного опитування.

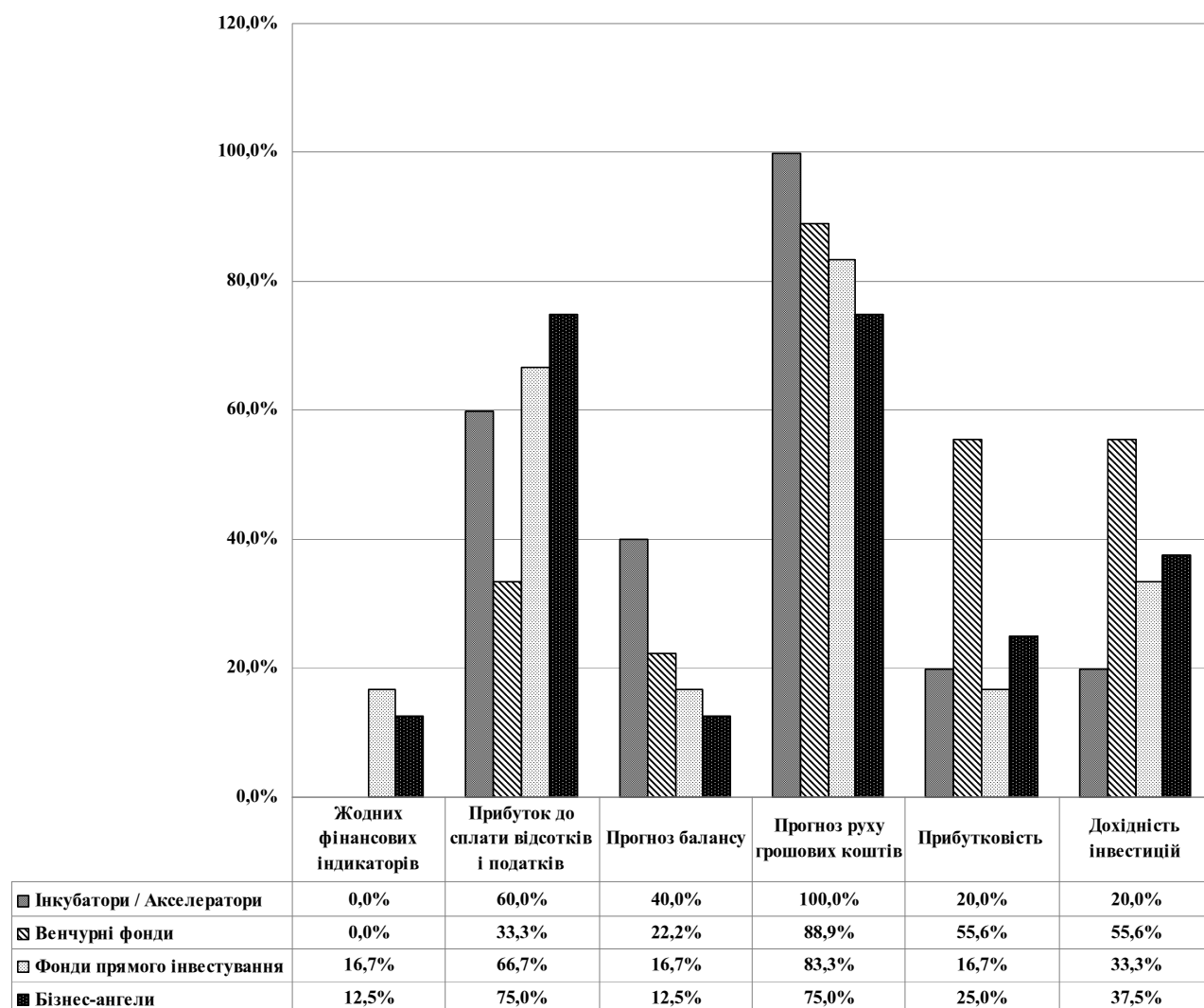


Рис. 8. Використання фінансових індикаторів різними групами інвесторів у венчурні проекти

Джерело: розроблено автором на основі проведеного опитування.

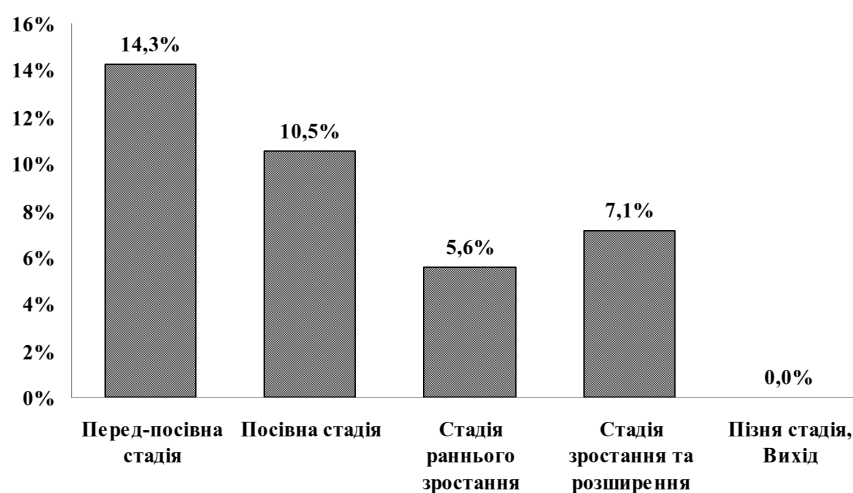


Рис. 9. Уникнення використання фінансових індикаторів інвесторами при фінансуванні венчурних проектів на різних інвестиційних стадіях

Джерело: розроблено автором на основі проведеного опитування.

відрізняє відповіді вітчизняних інвесторів від їх іноземних колег, які відзначити цей фактор як третій найбільш вагомий [29].

Лише 3% респондентів проведеного опитування відповіли, що намагаються не здійснювати оцінки портфельних компаній на їх стадії інвестування.

Інвестори пізнього етапу розглядають вихід як важливий фактор, ймовірно, тому, що легше передбачити на даному етапі розвитку компанії яку форму виходу буде здійснено. В українських реаліях інвестори, що інвестують на ранніх стадіях турбуються про вихід на рівні з інвесторами пізніх стадій.

У результаті проведеного дослідження було виявлено, що венчурні інвестори використовують наступні методи оцінювання інвестиційних проектів (рис. 3—4):

— респонденти в рівній мірі використовують дохідний, ринковий та метод венчурного капіталу — 54,8%, 51,6% та 54,8% відповідно;

— венчурний метод використовують венчурні фонди (73%) та акселератори (60%). Цей метод не використовують інвестори, які уникають інвестування в технологічні стартапи (0%).

— ринковий метод є найбільш популярним серед бізнес-ангелів (67%) та фондів приватних інвестицій (67%);

— меншою мірою інвестори використовують затратний метод — лише 25,8% опитаних респондентів, в основному на пізніх стадіях.

Слід зазначити, що 12,9% інвесторів не використовують жодних методів при оцінці компаній, особливо на посівних стадіях та при інвестуванні в технологічні стартапи (рис. 3).

У ході проведеного автором дослідження інвестори-респонденти дали відповіді на питання щодо використання ними спрощених підходів в оцінці інвестиційних проектів. Рисунок 5 ілюструє, що більше половини респондентів у даному опитуванні використовують просте правило прийняття інвестиційного рішення — 64,5% інвесторів схильні встановлювати ймовірну оцінку компанії, використовуючи суму інвестицій та цільову частку власності, особливо венчурні фонди та бізнес-ангели (рис. 6).

Проте інвестори, що інвестують на пізніх стадіях (стадія виходу), в т.ч. у нетехнологічні компанії та фонди приватних інвестицій, є більш схильні використовувати традиційні методи оцінювання: дохідний, витратний, а особливо ринковий метод (рис. 4).

Згідно з проведеним опитуванням, на думку венчурних інвесторів, прогноз руху грошових коштів є найбільш використовуваним фінансовим індикатором (86%) (рис. 7—8).

Тенденція уникнення використання фінансових індикаторів знижується по мірі зростання стадії інвестування (рис. 9).

ВИСНОВКИ

У результаті проведеного дослідження було виявлено, що інвестори ранніх стадій венчурного фінансування для встановлення оцінки ймовірніше використовуватимуть спрощений метод суми інвестицій та цільової частки власності. Цей підхід відповідає ранньому розвитку компаній, що мають мало фінансової інформації та високий ступінь невизначеності, що спонукає інвесторів до спрощення інвестицій-

ного аналізу. Інвестори пізніх стадій мають більше інформації про компанії і, потенційно, можуть використовувати ускладнені методи інвестиційного оцінювання, щоб прийти до ймовірної оцінки компанії та більш схильні використовувати традиційні методи оцінювання.

Очікуваний вихід з венчурного проекту є найбільш вагомим фактором при оцінці компанії / проекту для усіх груп інвесторів на усіх стадіях венчурного фінансування, а прогноз руху грошових коштів — найбільш вживаним фінансовим індикатором. Інвестори, що здійснюють фінансування на пізніх етапах, розглядають вихід як важливий фактор, ймовірно, тому, що легше передбачити на зазначеному етапі розвитку компанії яку форму виходу буде здійснено. Як показало дослідження, в українських реаліях інвестори, що інвестують на ранніх стадіях турбуються про вихід на рівні з інвесторами пізніх стадій.

Результати цього дослідження доповнюють існуючі наукові праці щодо процесу венчурного інвестування та мають значну практичну значущість, оскільки розширюють розуміння підходів у прийнятті рішень у венчурній індустрії, що дозволить інвесторам переглянути їх методи та інструментарій в оцінюванні венчурних інвестицій, а підприємцям надає розуміння підходів венчурних інвесторів у використанні інформації та більш ефективної підготовки інвестиційних пропозицій.

Література:

1. Amit R., Glosten L., & Muller E. (1993). Challenges to theory development in entrepreneurship research. *Journal of Management Studies* 30 (5). Pp. 815—34.
2. Arnold J., & Moizer P. (1984). A survey of the methods used by UK investment analysts to appraise investments in ordinary shares. *Accounting and Business Research*, Summer. Pp. 195—207.
3. Moizer P., & Arnold J. (1984). Share appraisal by investment analysts — Portfolio versus non-portfolio managers. *Accounting and Business Research*. 14 (56). Pp. 341—348.
4. Pike R., Meerjanssen J., & Chadwick L. (1993). The appraisal of ordinary shares by investment analysts in the UK and Germany. *Accounting and Business Research*. 23 (92). Pp. 489—499.
5. Muzyka D., Leleux B., & Birley S. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*. 11 (4). Pp. 273—287.
6. Fried V., & Hisrich R. (1994). Towards a model of venture capital investment decision making. *Financial Management* 23 (3). Pp. 28—37.

7. Steier L., & Greenwood R. (1995). Venture capitalist relationships in the deal structuring and post-investment stages of new firm creation. *Journal of Management Studies*. 32 (3). Pp. 337—357.

8. Tyebjee T. T. and Bruno A.V. (1984). "A Model of venture capitalists investment activity", *Management Science*. Vol 30. No 9. Pp. 1051—1066.

9. MacMillan I. C., Zeman, L. & Subba Narasimha, P. N. 1987, 'Criteria Distinguishing Successful From Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process', *Journal of Business Venturing*. Pp. 123—37.

10. Hisrich R. & Jankowicz Venture Capital Decisions: An Exploratory Study using a New Technique', *Journal of Business Venturing*. vol. 5. Pp. 49—62.

11. Robinson R.B. 1987, 'Emerging Strategies in the Venture Capital Industry', *Journal of Business Venturing*. vol. 2. Pp. 53—77.

12. Hall J. & Hofer W. 1993, 'Capitalists' Decision in Venture Evaluation', *Journal of Business Venturing*, vol. 8, no. 1, pp. 25—41.

13. Macmillan Ian C; Zemmann, Lawrian and Narsimha, Subba P.N. (1987). "Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures screening process", *Journal of Business Venturing*. Vol. 2. No 2. Pp. 123—137.

14. Levine R.I. and Travis V.R., "Small Company Finance: What Books Don't Say.", *Harvard Business Review*. 1987. Vol. (65). No. (6). Pp. 30—32.

15. Wright M. And Robbie K. "Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis", *Journal of Business Finance Accounting*. 1998. Vol. 25. No. 5—6. Pp. 521—570.

16. Sapienza H., Manigart S., & Vermeir W. (1996). Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*. 11 (6). Pp. 439—469.

17. Manigart S. (1994). The founding rates of venture capital firms in three European countries (1970—1990). *Journal of Business Venturing*. 9 (6). Pp. 525—541.

18. Wright M., & Robbie K. (1996). Venture capitalists, unquoted equity investment appraisal and the role of accounting information. *Accounting and Business Research*. 26 (2). Pp. 153—168.

19. MacMillan I., Siegel R., & Subbanarasimha P. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*. 1 (1). Pp. 119—128.

20. MacMillan I., Zamann L., & Subbanarasimha P. (1987). Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture

screening process. *Journal of Business Venturing*. 3 (1). Pp. 123—137.

21. Sahlman W. (1990). The structure and governance of venture capital organisations. *Journal of Financial Economics*. 27 (2). Pp. 473—524

22. Brealey R., & Myers S. (1996). *Principles of corporate finance*. 5th ed. New York: McGraw-Hill.

23. Copeland T.E., & Weston J.F. (1983). *Financial theory and corporate policy*, 2nd ed. Reading, MA: Addison—Wesley.

24. Damodaran A. (1994). *Damodaran on valuation*. New York: John Wiley & Sons.

25. Waldron D., & Hubbard C.M. (1991). Valuation methods and estimates in relationship to investing versus consulting. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 16(1). Pp. 43—51.

26. Dixit A.K., & Pindyck R.S., (1995). The options approach to capital investment. *Harvard Business Review*. May—June. Pp. 105—115.

27. Brophy D.J., & Shulman J.M. (1992). A finance perspective on entrepreneurship research. *Entrepreneurship Theory & Practice*. 7 (2). Pp. 61—71.

28. Hicks J.R. (1975) *Value and Capital*, Oxford University Press, USA; 2 edition 7 (2). Pp. 356.

29. Gompers P., Gornall W., Kaplan S., Strebulaev I., (2016). "How Do Venture Capitalists Make Decisions?," NBER Working Papers 22587, National Bureau of Economic Research, Inc.

References:

1. Amit, R. Glosten, L. and Muller, E. (1993), "Challenges to theory development in entrepreneurship research", *Journal of Management Studies*, vol. 30 (5), pp. 815—34.

2. Arnold, J. and Moizer. P. (1984), "A survey of the methods used by UK investment analysts to appraise investments in ordinary shares", *Accounting and Business Research*, Summer, pp. 195—207.

3. Moizer, P. and Arnold, J. (1984), "Share appraisal by investment analysts - Portfolio versus non-portfolio managers", *Accounting and Business Research*, vol. 14 (56), pp. 341—348.

4. Pike, R. Meerjansen, J. and Chadwick, L. (1993), "The appraisal of ordinary shares by investment analysts in the UK and Germany", *Accounting and Business Research*, vol. 23 (92), pp. 489—499.

5. Muzyka, D. Leleux, B. and Birley, S. (1996), "Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists", *Journal of Business Venturing*, vol. 11 (4), pp. 273—287.

6. Fried, V. and Hisrich, R. (1994), "Towards a model of venture capital investment decision

making", Financial Management, vol. 23 (3), pp. 28—37.

7. Steier, L. and Greenwood, R. (1995), "Venture capitalist relationships in the deal structuring and post-investment stages of new firm creation", Journal of Management Studies, vol. 32 (3), pp. 337—357.

8. Tyebjee, T. T. and Bruno, A.V. (1984), "A Model of venture capitalists investment activity", Management Science, Vol 30, No 9, pp. 1051—1066.

9. MacMillan, I. C. Zeman, L. and Subba Narasimha, P. N. (1987), "Criteria Distinguishing Successful From Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process", Journal of Business Venturing, pp. 123—137.

10. Hisrich, R. and Jankowicz, A. (1990), "Venture Capital Decisions: An Exploratory Study using a New Technique", Journal of Business Venturing, vol. 5, pp. 49—62.

11. Robinson, R. B. (1987), "Emerging Strategies in the Venture Capital Industry", Journal of Business Venturing, vol. 2, pp. 53—77.

12. Hall, J. and Hofer, W. (1993), "Capitalists' Decision in Venture Evaluation", Journal of Business Venturing, vol. 8, no. 1, pp. 25—41.

13. MacMillan, I. Zamann, L. and Subbanarasimha, P. (1987), "Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures screening process", Journal of Business Venturing, Vol 2, No 2, pp 123—137.

14. Levine, R.I. and V.R. Travis, (1987), "Small Company Finance: What Books Don't Say.", Harvard Business Review, Vol. (65), No. (6), pp. 30—32.

15. Wright, M. and K. Robbie (1998), "Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis", Journal of Business Finance Accounting, Vol. 25, No. 5—6, pp. 521—570.

16. Sapienza, H. Manigart, S. and Vermeir, W. (1996), "Venture capitalist governance and value added in four countries", Journal of Business Venturing, vol. 11(6), pp. 439—469.

17. Manigart, S. (1994), "The founding rates of venture capital firms in three European countries (1970—1990)", Journal of Business Venturing, vol. 9 (6), pp. 525—541.

18. Wright, M. and Robbie. K. (1996), "Venture capitalists, unquoted equity investment appraisal and the role of accounting information", Accounting and Business Research, vol. 26 (2), pp. 153—168.

19. MacMillan, I. Siegel, R. and Subbanarasimha, P. (1985), "Criteria used by venture capitalists to evaluate newventure proposals", Journal of Business Venturing, vol. 1 (1), pp. 119—128.

20. MacMillan, I. Zamann, L. and Subbanarasimha, P. (1987), "Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process", Journal of Business Venturing, vol. 3 (1), pp. 123—137.

21. Sahlman, W.(1990), "The structure and governance of venture capital organisations", Journal of Financial Economics, vol. 27 (2), pp. 473—524.

22. Brealey, R. and Myers, S. (1996), Principles of corporate finance, 5th ed., McGraw-Hill, New York, USA.

23. Copeland, T. E. and Weston, J. F. (1983), Financial theory and corporate policy, 2nd ed, Addison- Wesley, Boston, USA.

24. Damodaran, A. (1994), Damodaran on valuation, John Wiley and Sons, New York, USA.

25. Waldron, D. and Hubbard, C.M. (1991), "Valuation methods and estimates in relationship to investing versus consulting", Entrepreneurship Theory and Practice, vol. 16 (1), pp. 43—51.

26. Dixit, A. K. and Pindyck, R. S. (1995), "The options approach to capital investment", Harvard Business Review, vol. 5—6, pp. 105—115.

27. Brophy, D. J. and Shulman. J. M. (1992), "A finance perspective on entrepreneurship research", Entrepreneurship Theory and Practice, vol. 7 (2), pp. 61—71.

28. Hicks, J.R. (1975), Value and Capital, 2 edition, Oxford University Press, USA.

29. Gompers, P. Gornall W. Kaplan, S. and Strebulaev, I. (2016), How Do Venture Capitalists Make Decisions?, NBER Working Papers 22587, National Bureau of Economic Research, Inc, USA.

Стаття надійшла до редакції 20.03.2020 р.

www.dy.nayka.com.ua

Електронне фахове видання

ДЕРЖАВНЕ УПРАВЛІННЯ
удосконалення та розвиток

Виходить 12 разів на рік

включено до переліку наукових фахових видань України
з питань **ДЕРЖАВНОГО УПРАВЛІННЯ**
(Категорія «Б»)

Наказ Міністерства освіти і науки України
від 28.12.2019 №1643

e-mail: economy_2008@ukr.net

тел.: (044) 223-26-28

(044) 458-10-73