

Оксана Онуфріївна ОХРИМЕНКО

доктор економічних наук, доцент,
професор кафедри міжнародної економіки,
Національний технічний університет України «Київський політехнічний інститут»
просп. Перемоги, 37, м. Київ, 03056, Україна
E-mail: goth12@mail.ru
Телефон: +380444549860

**МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ
ВЕНЧУРНИХ ПРОЕКТІВ**

Охріменко, О. О. Методичні підходи до оцінки ефективності венчурних проектів [Текст] / Оксана Онуфріївна Охріменко // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: С. І. Шкарабан (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2013. – Том 14. – № 2. – С. 70-77. – ISSN 1993-0259.

Анотація

Здійснено критичний аналіз основних методичних підходів до оцінки ефективності венчурних інвестицій. Досліджено особливості їх застосування у практиці функціонування венчурних фондів. Сформульовано основні принципи оцінки ефективності інвестицій. Акцентовано увагу на недоліках традиційного розрахунку показника NPV (чистої поточної вартості активів), що не враховує обсяг розподіленого капіталу. Розглянуто особливості застосування показників IRR та NPV в умовах виникнення протиріччя. Здійснено огляд основних методик оцінки бізнесу з точки зору венчурного капіталіста з їх прив'язкою до стадій розвитку компанії (проекту). Виявлено роль грошових мультиплікаторів, що застосовуються для визначення венчурної доходності на основі покупки/продажу акцій з метою отримання прибутку. Приведено досвід оцінки бізнесу на підставі Міжнародних директив з оцінки прямих та венчурних інвестицій. За результатами аналізу з'ясовано необхідність урахування ризиків інвестування, що стимулюватиме інвестиційний процес у сфері венчурних проектів.

Ключові слова: оцінка бізнесу; венчурний фонд; критерії оцінки ефективності інвестицій; грошові потоки; диверсифікація; венчурний капітал; ризики інвестування.

Оксана Онуфриевна ОХРИМЕНКО

МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ ВЕНЧУРНЫХ ПРОЕКТОВ

Аннотация

Осуществлен критический анализ основных методических подходов к оценке эффективности венчурных инвестиций. Исследованы особенности их применения в практике функционирования венчурных фондов. Сформулированы основные принципы оценки эффективности инвестиций. Акцентируется внимание на недостатках традиционного расчета показателя NPV (чистой текущей стоимости активов), который не учитывает объем распределенного капитала. Рассмотрены особенности применения показателей IRR и NPV в условиях возникновения противоречий. Осуществлен обзор основных методик оценки бизнеса с точки зрения венчурного капиталиста с их привязкой к стадиям развития компании (проекта). Выявлена роль денежных мультипликаторов, которые применяются для определения венчурной доходности на основе покупки / продажи акций с целью получения прибыли. Приведен опыт оценки бизнеса на основании Международных директив по оценке прямых и венчурных инвестиций. На основании результатов анализа сформулирована необходимость учета рисков инвестирования с целью стимулирования инвестиционного процесса в сфере венчурных проектов.

Ключевые слова: оценка бизнеса; венчурный фонд; критерии оценки эффективности инвестиции; денежные потоки; диверсификация; венчурный капитал; риски инвестирования.

Oksana Onufriivna OKHRIMENKO

Doctor of Sciences (Economics),
Associate Professor,
Professor of Department of International Economy,
National Technical University of Ukraine «Kyiv Polytechnic Institute»
Prospect Peremogy, 37, Kyiv-56, 03056, Ukraine
E-mail: goth12@mail.ru
Phone: +380444549860

Abstract

The critical analysis of the basic methodological approaches to evaluating the effectiveness of venture capital investment is carried out. The features of their application in practice of the operation of venture capital funds are investigated. The basic principles for evaluating the effectiveness of investments are formulated. Attention is focused on the shortcomings of the traditional calculation of the NPV (net present value of assets), not taking into account the amount of distributed capital. The features of target IRR and NPV in terms of the emergence of contradictions are considered. There has been done the overview of the main methods of business valuation in terms of venture capitalists with their binding to the stages of company development (project). There has been determined the role of money multipliers used to determine the profitability of venture based on purchase / sale of shares for a profit . There has been shown the experience of business valuation based on international guidelines to assess the direct and venture investments. On the basis of the analysis there has been formulated the need to consider the risks of investing that will stimulate investment process in venture capital projects .

Keywords: *business valuation; venture capital fund; the criteria for evaluating the effectiveness of investment; cash flow; diversification; venture capital; investment risks.*

JEL classification: G24

За даними «Десятого щорічного звіту про ситуації та тенденції на світовому ринку венчурного капіталу», підготованого фахівцями консалтингової компанії «Ernst&Young» у 2012 р. обсяг капіталу на світовому ринку венчурних інвестицій зменшився на 20% до 41,5 млрд. дол. США Національної асоціації венчурного інвестування США, обсяг світового ринку венчурного капіталу зріс за період з 1996 р. по 2011 р. з 64 до 257 млрд. дол. США. Цьому передувало скорочення у 2011р. кількості венчурних фондів на 13% з 323 до 280, а також їх вартості на 29 млрд. дол. США [1, с. 2]. Венчурні фонди надають перевагу проектам, що знаходяться на більш розвинених стадіях життєвого циклу.

Спостерігаються селективні ризики, пов'язані з нестачею перспективних проектів на тлі значного обсягу капіталів та потенційних інвесторів. Мінімізуючи їх, інвестори все частіше звертають увагу на нові ринки інновацій та збуту високих технологій: Ізраїль, Індію, Китай та Російську Федерацію. Окремі з них скорочують частку венчурних інвестицій у загальному обсязі капіталовкладень.

Зазначені вище фактори активізують процес пошуку методичних підходів щодо оцінки ефективності венчурних проектів з метою досягнення цільової величини прибутку з паралельним управлінням інвестиційними ризиками.

Питанням оцінки ефективності венчурних інвестицій присвячено чимало праць зарубіжних та вітчизняних вчених. Так науковці з США

І. Максиміліан, П. Суба Нарасимха та Р. Сигель [2] досліджували критерії відбору венчурних проектів з точки зору трьох груп венчурних капіталістів відповідно до їх ставлення до процесу інвестування: ретельно оцінюють конкурентоспроможність проекту та можливість реалізації ризиків; шукають швидкий шлях отримання прибутку; диверсифікують вкладення шляхом залучення значної кількості інвестиційних проектів. Зважаючи на те, що низка праць опублікованих цими фахівцями, були опубліковані у 80-х роках минулого століття, вони пройшли апробацію часом та довели обґрунтованість висновків. Показовими є результати факторного аналізу, що дозволили згрупувати ризики венчурних інвестицій у шість груп: втратити всі інвестиції; низької ліквідності інвестицій; невиконання підприємством умов інвестиційного договору (бізнес-плану); недоліків у системі управління; відмови керівництва від реалізації бізнес-плану; конкурентний ризик.

Оскільки існують статистичні обмеження при дослідженні фінансових показників, тайванські дослідники запропонували визначати оптимальне рішення щодо інвестування на основі багатокритеріальних алгоритмів – MCDM (Multiple Criteria Decision-Making), зокрема на основі методу GRA (Grey Relational Analysis) – теорії «сірого аналізу», що дозволило класифікувати елементи фінансових показників, які впливають на діяльність венчурних підприємств у Тайвані, а отже, регламентувати процес їх відбору з метою інвестування [3].

Німецькі вчені Д. Енгель та М. Кельбах

зосередили свою увагу якраз на тенденції венчурного фінансування на етапі комерціалізації інновацій, що дозволяє мінімізувати ризики, які наявні на ранніх етапах та максимізувати норму прибутку [4].

Варто згадати і дослідників із країн СНД, які зробили чималий внесок у методику обґрунтування доцільності та ефективності венчурних інвестицій з урахуванням національної економічної складової: В. І. Титова [5], О. О. Баранова, О. І. Музико [10] та інших. Водночас неповною мірою сформульовано методичні підходи до оцінки бізнесу з точки зору венчурного капіталіста в умовах недостатності перспективних проектів та, на цьому тлі, надлишку інвестиційного капіталу, що прямує в інші сегменти ринку капіталів.

Метою статті є обґрунтування критеріїв селекції венчурних проектів з урахуванням основних показників їх ефективності з акцентуванням уваги на вирішенні основних завдань: сформулювати принципи оцінки ефективності інвестицій при венчурному фінансуванні; обґрунтувати методичні підходи щодо оцінки параметрів розподілу ресурсів венчурного фонду між інвестиційними проектами з огляду на їх ефективність, обсяг капіталу, що перебуває у розпорядженні венчурного фонду, та рівень інвестиційних ризиків.

Основними принципами оцінки ефективності

інвестицій при венчурному інвестуванні є такі: урахування специфіки сфери інвестування з метою розрахунку періоду окупності інвестицій та рівня їх рентабельності, що максимально наближені до реальних; при наявності бази порівняння застосування бенчмаркінгу; оптимізація витрат на управління фондом; урахування всіх фінансових потоків проекту; зіставлення вартості позикового капіталу та рентабельності інвестицій; обґрунтований розподіл фінансових ресурсів між венчурними проектами з огляду на критерій їх ефективності тощо.

Оскільки відбувається перетікання венчурного капіталу у проекти, які перебувають на розвинених стадіях життєвого циклу, то оцінка ефективності інвестицій має відбуватися у такому аспекті (рис. 1). При цьому обсяг фінансування всіх проектів на відповідних стадіях життєвого циклу не повинен перевищувати розміру венчурного фонду з урахуванням витрат на його управління, а саме:

$$\sum_{i=1}^t x_i \leq F - t \times M, \text{ де}$$

x_i – планові потреби для фінансування i -го проекту;

F – обсяг фінансових ресурсів венчурного фонду;

t – термін фінансування проектів;

M – щорічна плата за управління активами фонду.

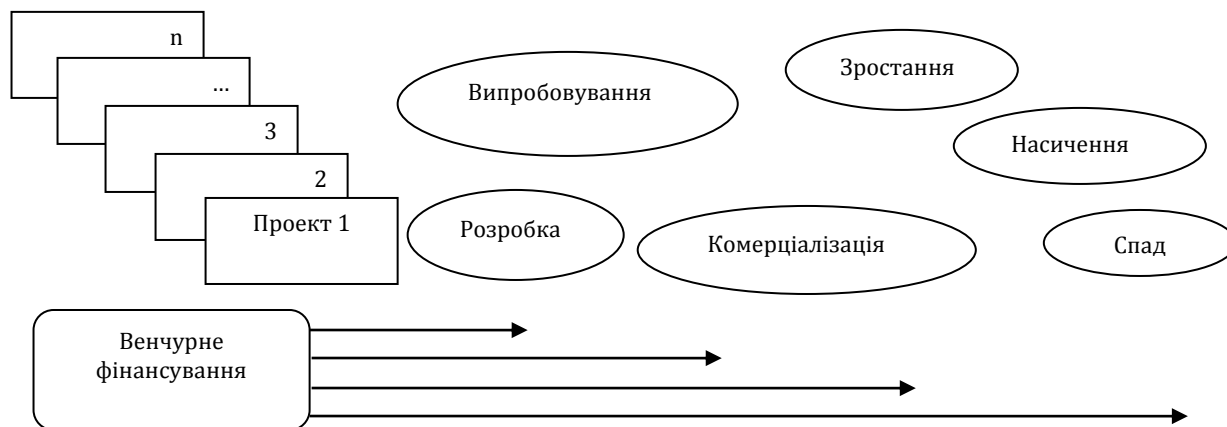


Рис. 1. Розподіл венчурного капіталу між інвестиційними проектами протягом життєвого циклу*

*Складено автором

При розподілі інвестиційного капіталу до уваги беруться такі умови [5, с. 292]: наявність альтернативних варіантів довгострокових інвестицій; вибір пріоритетних цілей, на досягнення яких спрямоване здійснення відповідних капіталовкладень; неможливість здійснення фінансування кожного з запропонованих до розгляду проектів; присутність різного роду обмежень, пов'язаних із внутрішніми та зовнішніми чинниками.

Критерієм відбору проекту з метою

інвестування можуть слугувати показники періоду окупності інвестицій, середньої ставки доходу, чистої теперішньої вартості, індексу рентабельності (прибутковості), внутрішньої ставки доходу тощо.

Проте при використанні показника періоду окупності інвестицій ігноруються вартість у часі вкладених коштів та планового обсягу доходів. Середня ставка доходу не відображає циклічність реалізації проекту, який пов'язаний з різноманітністю ризиків та рівнем їх оцінки на

кожній стадії реалізації проекту: достартовій (*seed investments*), стартовій (*startup*), початкового розширення (*early development*), швидкого розширення (*profitable but cash poor*), підготовчій (*bridge investments*), виходу (*exit*).

Поширеним методом аналізу інвестицій є розрахунок внутрішньої норми доходності (Internal rate of return – IRR). Перевага його полягає в тому, що значення внутрішньої норми останньої відображає [6, с. 34-38]:

- економічну нерівноцінність різнотермінових витрат, результатів та ефектів – вигідність більш пізнього здійснення витрат та більш раннього отримання результатів;
- мінімально припустиму віддачу на вкладений капітал, при котрій інвестор надає перевагу вкладенню коштів певної компанії перед іншою за умови припустимого рівня ризику;
- кон'юнктуру фінансового ринку, наявність альтернативних та доступних інвестиційних можливостей;
- невизначеність умов здійснення проекту, та, зокрема, рівень ризику, пов'язаного з участю в його реалізації.

В основу розрахунку IRR покладено такі складові: обсяг та термін інвестування; обсяг та термін інвестиційних витрат (відтоків капіталу); ставку дисконтування. Значення показника виводиться з формули:

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{I_t}{(1+IRR)^t} = 0 \quad (1)$$

де NPV(IRR) – чиста поточна вартість, розрахована за ставкою IRR;

CF_t – надходження грошових коштів у період t;

IRR – внутрішня норма доходності;

I_t – сума інвестицій (витрат) у t-му періоді;

t- часовий проміжок;

n – сумарне число періодів (інтервалів) t = 0, 1, 2, ..., n.

Водночас цей метод розрахунку має низку недоліків:

- передбачається, що вхідні фінансові потоки реінвестуються за ставкою, що дорівнює внутрішній нормі доходності. При цьому не враховується обсяг розподіленого капіталу, а отже, розмір дивідендів. Відбувається переоцінка показника внутрішньої доходності;
- неможливо визначити дохід від інвестування в абсолютному вираженні;
- в окремих ситуаціях критерії IRR та NPV дають протилежні результати для вибору ефективного проекту.

Е. Ф. Бріггемом було здійснено порівняльний аналіз методів IRR та NPV [7, с. 401-411] на основі введення поняття контуру чистої поточної вартості, що показує зв'язок між NPV та вартістю капіталу компанії. При цьому науковець зазначав, що конфлікт між критеріями NPV та IRR виникає тільки у випадку порівняння проектів (варіантів),

що є винятком один для одного. У випадку, якщо два проекти є незалежними, критерії NPV та IRR приводять до однакових рішень [7, с. 404].

В. В. Ковальов розкриває сутність коефіцієнта IRR через максимально припустимий рівень витрат, котрі наявні в межах конкретного проекту. Якщо проект повністю фінансується за рахунок позики комерційного банку, то значення IRR показує верхню межу припустимого рівня банківської відсоткової ставки, збільшення якої призводить до збитковості проекту [8, с. 202].

В. Галасюк у своєму дослідженні критеріїв NPV та IRR приходиться до висновку, що суб'єкт економічних відносин, прагнучи до максимізації різниці між додатними та від'ємними умовними грошовими потоками обирає насамперед варіанти з найбільшим значенням NPV, котра залежить у тому числі від конкретної ставки реінвестування. Значення цієї ставки обмежені значенням IRR [9].

З точки зору інвестора венчурного фонду, NPV матиме такий вигляд [10, с. 65]:

$$NPV = \sum_{t=0}^t \frac{DIV_t + PER_t + LR_t - I_t - L_t}{(1+r)^t} + \frac{TER(T)}{(1+r)^t} \quad (2)$$

де

DIV_t = NPAT_{t-1} · div_t · SHK – дивіденди, що виплачуються компанією–реципієнтом венчурному фонду у періоді t;

SHK – частка венчурного фонду у статутному капіталі компанії–реципієнта;

div_t – частка чистого прибутку компанії–реципієнта за попередній період t – 1, спрямована у періоді t на виплату дивідендів;

PER_t – відсотки, які виплачує венчурному фонду компанія–реципієнт у періоді t по наданому ним кредиту;

LR_t – повернення кредиту, наданого венчурним фондом компанії–реципієнту у періоді t;

L_t – надання кредиту венчурним фондом компанії–реципієнту у періоді t;

I_t – прями інвестиції, надані венчурним фондом компанії–реципієнту у періоді t;

TER(T) – ліквідаційна вартість, що визначається як дохід, котрий венчурний фонд отримає в останній рік свого перебування у бізнесі компанії–реципієнта від продажу належних йому акцій; r – прийнятна для фонду ставка дисконтування.

$$TER(T) = NPAT_{t-1} \cdot SHK \cdot P/E, \text{ де} \quad (3)$$

NPAT_{t-1} – чистий прибуток компанії–реципієнта у періоді, що передує виходу венчурного фонду з бізнесу;

P/E – очікувана величина відношення ціни акції до отриманого по ній доходу.

Розглянутий методичний підхід до розрахунку чистої поточної вартості компанії–реципієнта дозволяє врахувати специфіку інвестиційних потоків при венчурному

фінансуванні, а отже, опосередковано оцінити якість менеджменту. Водночас величину NPV венчурного фонду необхідно коригувати на величину потенційних ризиків.

Нобелівський лауреат Дж. Тобін доводив, що оптимальним для ризикового інвестора портфелем буде максимально диверсифікований, у котрому залишається тільки систематичний ризик, який неможливо усунути на основі диверсифікації [11]. Ця думка не втратила своєї актуальності і сьогодні. Тому інвестиційна стратегія венчурного капіталіста максимально диверсифікована. Крім того, його оцінка інвестиційних ризиків базується на результатах

інвестування «бізнес-ангелами».

Оцінка збитків інвестиційного процесу відштовхується від початкових інвестицій, що максимально наближені до вартості бізнесу. У практиці венчурного фінансування часто ціна компанії (венчурного проекту) безпосередньо формується у ході переговорного процесу між керівництвом компанії та потенційним інвестором. Кінцева ціна визначається через середню між ціною, запропонованою керівництвом, та ціною, рекомендованою інвестором [12].

Основними методами оцінки компаній у венчурному інвестуванні є наступні (табл. 1).

Таблиця 1. Методи оцінки вартості бізнесу при венчурному фінансуванні

Початкова вартість	Інвестиційна вартість
Метод зіставлених оцінок – вартість підприємства визначається на основі аналогії з підприємствами галузі з урахуванням рівня розміру підприємства, сукупності ризиків, спеціалізації тощо	Поточна ринкова вартість акцій – це сума дивідендів за окремі періоди, зведена до теперішньої вартості за дисконтною ставкою
Метод, що спирається на оцінку вартості активів – вартість бізнесу визначається сумою витрат на його відтворення або заміщення з урахуванням фізичного й морального зношування	Довгострокові боргові зобов'язання. Зобов'язаннями виступає заборгованість підприємства, яка виникає у зв'язку з придбанням товарів та послуг у кредит, або кредити, які підприємство отримує для свого фінансування.
Метод, що базується на розрахунку річного обсягу продажів та використовує експертне прогнозування, екстраполяцію, визначення частки на ринку, опитування потенційних споживачів тощо	Метод додаткових доходів поєднує оцінку вартості майна компанії та її майбутній потенціал
Гроші та грошові еквіваленти. Інформація про грошові еквіваленти надає користувачам фінансових звітів основу для оцінки спроможності підприємства генерувати грошові кошти та їхні еквіваленти, а також потреби підприємства щодо використання цих грошових потоків	Метод зворотного розрахунку виходить з передумови, що кінцевий прибуток повинен складати суму, яка була б достатньою для покриття витрат на ці роботи, на будь-які нові споруди і обладнання, необхідні для виробництва і збуту нової продукції
Метод мультиплікаторів (ринкових зіставлень) використовує коефіцієнти відношення вартості до операційних показників для аналогічних компаній	Венчурний метод. Прогнозна вартість компанії при виході дисконтується за ставкою, що прийнятна для венчурного інвестора

Методика оцінки бізнесу залежить від етапу розвитку компанії. Вартість компаній, що знаходяться на ранній стадії розвитку, визначається на основі методу венчурного капіталу. На стадії швидкого розширення застосовується метод ринкової вартості акцій та довгострокових боргових зобов'язань. Грошові мультиплікатори застосовуються для визначення венчурної доходності, що формується за рахунок купівлі акцій та їх подальшого продажу з метою отримання прибутку. Таким чином грошовий мультиплікатор становить відношення між цими двома величинами. На рівні компанії грошовий мультиплікатор є співвідношенням між сумою всіх

інвестицій у компанію та загальною сумою, отриманою при продажу участі незалежно від кількості окремих грошових потоків. Попри простоту використання цей метод дає можливість оцінити обґрунтованість ціни продажу бізнесу (або участі у бізнесі), враховуючи вкладені інвестиції та виручену ціну.

Розрізняють поняття доінвестиційної вартості (premoney), що відображає вартість підприємства до вкладення інвестицій, та післяінвестиційної вартості (postmoney), що складає доінвестиційну вартість, збільшену на вартість інвестицій. Варіанти розрахунків цих параметрів наведено у табл. 2:

Таблиця 2. Оцінка вартості венчурного підприємства*

Показник	Розрахунок	Примітка
Доінвестиційна вартість ДВ	$КАс \times ЦАн$ $ПВ - I$	ПВ – післяінвестиційна вартість ЦАн- ціна акції нової емісії (н) I- обсяг інвестиції
Післяінвестиційна вартість ПВ	$ДВ + I$ $I / Ч$ $(КАс+КАн) \times ЦА$	ДВ – доінвестиційна вартість Ч – отримана частка у капіталі КА – кількість акцій попередньої емісії (с), нової емісії (н)
Ціна акції ЦА	$I / КАн$ $ДВ / КАп$	I- обсяг інвестиції КАн – кількість акцій нової емісії ДВ – доінвестиційна вартість КАп – кількість переоцінених акцій
Приріст ціни акції ПЦА	$ЦАнр/ЦАср$ $ДВнр /ПВпр$	ЦАнр, ЦАср – ціна акцій нового (н), попереднього (с) раунду ДВнр – доінвестиційна вартість нового раунду ПВпр – післяінвестиційна вартість попереднього раунду

*Складено автором на основі [13]

При розрахунку ціни акції оперують таким поняттям, як переоцінені акції (wateredstocks). У науковій літературі можна зустріти дослівний переклад цього поняття як «розводнені акції», що не відображає їх сутності з точки зору чинного вітчизняного законодавства та практики обігу цінних паперів. Водночас у зарубіжному досвіді здійснення венчурного фінансування зустрічається альтернативне трактування, як-от: «overcapitalisation», «diluted share», що відповідає поняттю надмірної капіталізації, переоцінених акцій. Така ситуація виникає внаслідок виникнення збитків або сплати необґрунтовано високих дивідендів. Для венчурного інвестора переоцінені акції продукують ризик ліквідності, що реалізується у потенційній можливості втрати інвестованого капіталу через їх низьку ринкову (ліквідаційну) вартість. Ціна акції, визначена через кількість переоцінених акцій (у т. ч. кількість опціонів та варрантів), дає можливість її коригувати, мінімізуючи суб'єктивні фактори, що вплинули на її рівень.

У венчурному фінансуванні застосовуються три основних моделі формування структури капіталу та створення різних класів цінних паперів [12, с. 81]:

- винятково прості акції для всіх категорій інвесторів;
- привілейовані конвертовані акції для інституційних та венчурних інвесторів, а для засновників компанії та до венчурних

інвесторів («бізнес-ангелів») застосовуються звичайні акції;

- поєднання звичайних та привілейованих акцій.

У методах оцінки вартості компаній у Європі та США спостерігаються значні відмінності. Так у Великобританії при інвестуванні у приватні компанії члени Британської асоціації прямого інвестування та венчурного капіталу (BVCA) керуються рекомендаціями з оцінки вартості. Аналогічні рекомендації були прийняті європейською асоціацією прямого інвестування та венчурного капіталу (EVCA).

Початкові рекомендації обмежували можливість керуючих компаній коригувати вартість інвестицій у бік зростання, але передбачали умови, при яких можливо було списати вартість на 25% при умові невиконання фондом показників річного бюджету або невідповідності іншим поставленим цілям.

Наразі фігурує поняття справедливої вартості (fair value). Згідно з міжнародними директивами з оцінки прямих та венчурних інвестицій справедлива або обґрунтована вартість є тією ціною, за котрою може відбутися організована угода між учасниками ринку на звітну дату. При цьому для зареєстрованих цінних паперів ринкові ціни є основою для визначення обґрунтованої вартості. Для незареєстрованих цінних паперів необхідна професійна оцінка незалежного фахівця. При цьому алгоритм визначення обґрунтованої вартості набуває наступного вигляду:

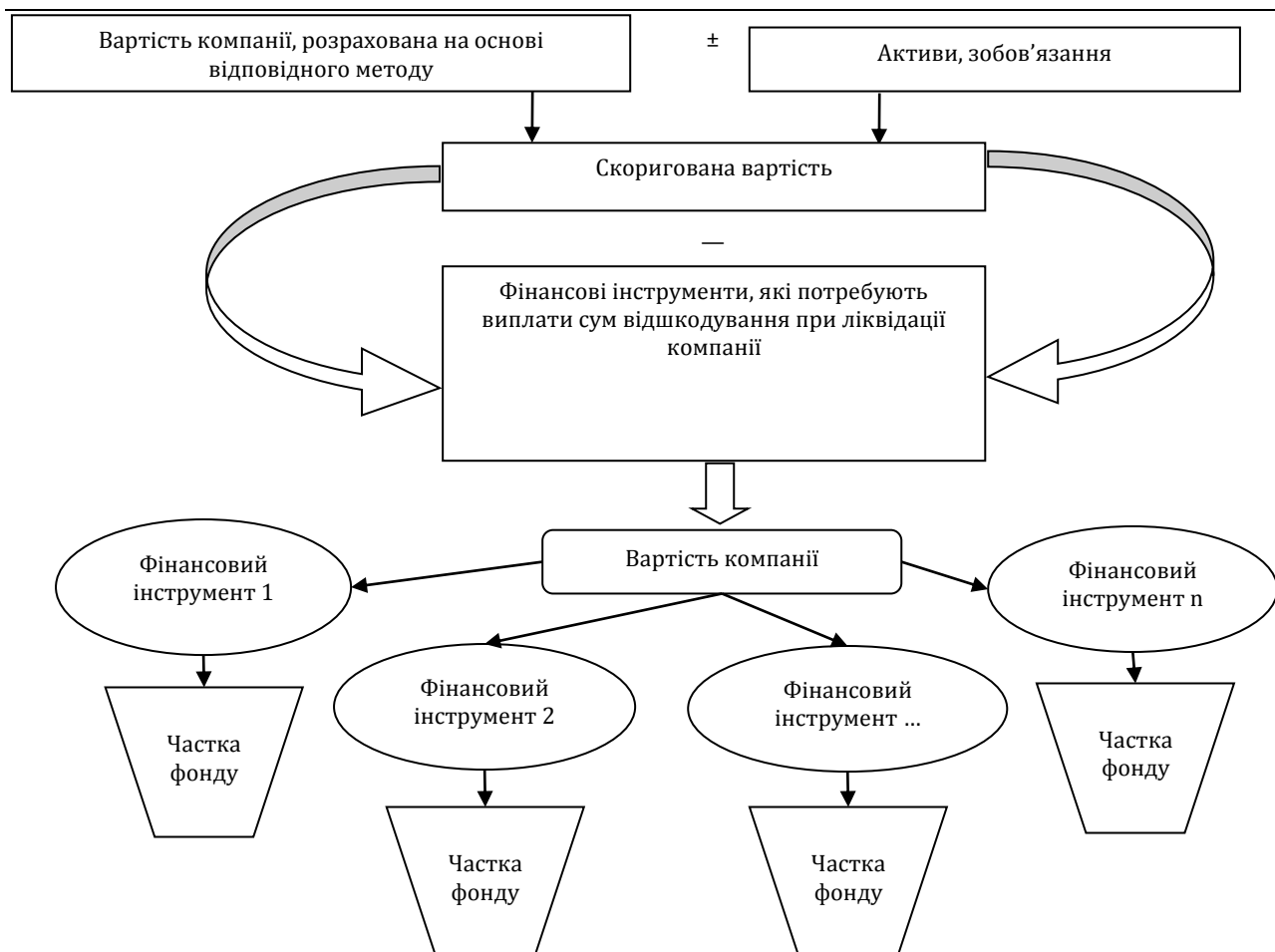


Рис. 1. Алгоритм визначення обґрунтованої вартості компанії*

*Складено автором на основі [14]

Таким чином, згідно з Міжнародними директивами з оцінки прямих та венчурних інвестицій, обґрунтована вартість компанії для венчурного фонду складає суму часток його внеску у фінансові інструменти, які становлять вартість компанії, що була розрахована шляхом коригування оціночних величин на вартість активів, зобов'язань та фінансових інструментів, що впливають на ліквідаційну вартість.

У США також є розроблені рекомендації щодо оцінки бізнесу. Проте вони мають суто консультативний характер. Водночас згідно з цими рекомендаціями керуючий може підвищувати вартість інвестицій між раундами фінансування, базуючись на очікуванні того, що новий раунд проходитиме з огляду на нову оцінку компанії.

Горизонт проведеного дослідження не дозволив повністю розкрити проблематику

комплексного оцінювання венчурних проектів. Як наукові, так і прикладні аспекти цього процесу потребують формування багатокритеріальних методичних підходів, які б ураховували не тільки ключові, але й другорядні аспекти, що здійснюють опосередкований вплив на ефективність інвестицій. З одного боку, економіка не може розвиватися без інновацій. Саме інноваційна компонента є тим мірилом якісних процесів, що продукують валові макропоказники та формують національні рейтинги. З іншого боку, ситуація з венчурним фінансуванням має бути під контролем зацікавлених сторін. Його негативні результати не повинні стати поштовхом масового виходу венчурних капіталістів з ринку таких інвестицій. Тільки комплексний їх розрахунок дозволить знайти порозуміння між сторонами інвестиційного процесу.

Список літератури

1. *Turning the corner. – Global venture capital in sight and trends 2013 [Текст]. – Ernst & Young – 17 p.*
2. *Macmillan, I. C. Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals [Текст] / Ian C. Macmillan, R. Siegel, Narasimha P. N. Subba // Journal of Business Venturing. – Volume 1. – Issue 1. – Winter 1985. – P. 119-128.*

3. Kung, C. -Y. *Applying Grey Relational Analysis and Grey Decision-Making to evaluate the relationship between company attributes and its financial performance* [Текст] / C. -Y. Kung, K. -L. Wen // *Decision Support Systems*. – 2007. – Volume 3. – Issue 2. – P. 842-852
4. Engel, D. *Firm-level implications of early stage venture capital investment — An empirical investigation* [Текст] / D. Engel, M. Keilbach // *Journal of Empirical Finance*. – 2007. – Volume 14. – Issue 2. – P. 150–167
5. Титов, В. И. *Экономическая оценка инвестиций* [Текст] : монография: в 2 т. Т. 2 / В. И. Титов. – М. : НИИ школьных технологий, 2009. – 400 с.
6. Гулькин, П. Г. *Оценка стоимости и ценообразование в венчурном инвестировании и при выходе на рынок IPO* [Текст] / П. Г. Гулькин, Т. А. Теребынькина. – СПб. : ООО «Аналитический центр Альпари СПб», 2002. – 190 с.
7. Бригхем, Е. Ф. *Основы финансового менеджмента* [Текст] / Е. Ф. Бригхем. – Київ: Молодь, 1997. – 1000 с.
8. Ковалев, В. В. *Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности* [Текст] / В. В. Ковалев. – М. : "Финансы и статистика", 1995. – 432 с.
9. Галасюк, В. *О конфликте критериев IRR и NPV* [Электронный ресурс] / В. Галасюк. – Режим доступа к документу: http://www.cfin.ru/finanalysis/invest/npv_vs_irr.shtml.
10. Баранов, А. О. *Реальные опционы в венчурном финансировании: оценка с позиций венчурного фонда* [Текст] / А. О. Баранов, Е. И. Музыко // *Вестник НГУ. Серия: Социально-экономические науки*. – 2011. – Т. 11. – Выпуск 2. – С. 62-70.
11. Tobin, J. *Liquidity preference as behaviour towards risk* [Текст] / J. Tobin // *The Review of Economic Studies*. The Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University –1958. – №67. – P. 65–86.
12. Лукашов, А. В. *Венчурное финансирование: стоимость компаний и корпоративное управление* [Текст] / А. В. Лукашов // *Управление корпоративными финансами*. – 2006. – №2. – Ч. 1. С. 78-97.
13. Wainwright, F. *Note on Private Equity Deal Structures* [Текст] / F. Wainwright, C. Blaydon. – Tuck School of Business at Dartmouth. –2005. –P. 1-15
14. *Международные директивы по оценкам прямых и венчурных инвестиций Европейская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования – 2009.* [Текст] / *Российская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования*. – 2010. – 80 с.

References

1. *Turning the corner. - Global venture capital in sight sand trends 2013.* (2013). Ernst & Young.
2. Macmillan, I. C., Siegel R., Subba, P. N. Narasimha (1985). *Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals.* *Journal of Business Venturing*, 1 (1), 119-128.
3. Kung, C. -Y., Wen, K. -L. (2007). *Applying Grey Relational Analysis and Grey Decision-Making to evaluate the relationship between company attributes and its financial performance.* *Decision Support Systems*, 3 (2), 842-852
4. Engel, D. & Keilbach, M. (2007). *Firm-level implications of early stage venture capital investment - An empirical investigation.* *Journal of Empirical Finance*, 14 (2), 150-167.
5. Titov, V. I. (2009). *Economic evaluation of investment.* Moscow: SRI technology school.
6. Gulkin, P. G. & Terebynkina, T. A. (2002). *valuation and pricing in venture investing and entering the market IPO.* St. Petersburg : LLC " Alpari Research Center of St. Petersburg.
7. Brigham, E. F. (1997). *Fundamentals of Financial Management.* Kyiv: Molod.
8. Kovalev, V. V. (1995). *Financial Analysis : Money Management. Investment choices. Reporting analysis.* – Moscow: Finances and Statistics.
9. Galasyuk, B. (n. d.). *The conflict criteria IRR and NPV.* Retrieved September 15, 2013, from : http://www.cfin.ru/finanalysis/invest/npv_vs_irr.shtml.
10. Baranov, A. O. & Musyko, E. I. (2011). *Real Options in venture financing Score positions with venture fund.* *Bulletin of the NSU . Series: Socio- economic sciences*, 11 (2), 62-70.
11. Tobin, J. (1958). *Liquidity preference as behaviour towards risk.* *The Review of Economic Studies.* The Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University, 67, 65-86.
12. Loukashov, A. V. (2006). *Venture Financing : companies' value and corporate governance.* *Corporate Finance Management*, 2 (1), 78-97.
13. Wainwright, F. & Blaydon, C. (2005). *Note on Private Equity Deal Structures.* Tuck School of Business at Dartmouth.
14. *International guidelines estimated equity and venture capital European Association of Venture Capital - 2009.* (2010).

Стаття надійшла до редакції 15.11.2013 р.