

ФАКТОРИ ВІДБОРУ ВЕНЧУРНИХ ПРОЕКТІВ У РАМКАХ ПРИЙНЯТТЯ РІШЕНЬ ІНВЕТОРАМИ ЩОДО ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ

©2019 МОСІЄВИЧ О. О.

УДК 330.32

JEL: G24

Мосієвич О. О. Фактори відбору венчурних проектів у рамках прийняття рішень інвесторами щодо венчурного фінансування

Метою статті є вивчення факторів відбору проектів та ранжування їх важливості в рамках прийняття рішень вітчизняними інвесторами щодо венчурного фінансування. Проведене комплексне дослідження, присвячене вивченню прийняття інвестиційних рішень при фінансуванні венчурних проектів, опитано 31 інвестор, у тому числі щодо чинників селекційного відбору. Респонденти в рамках опитування визначили фактори, які обумовлюють інвестиційний вибір, а також оцінили їх відповідно до їх важливості. Результати дослідження підтвердили та підкреслили верховенство команди проекту у свідомості вітчизняних венчурних інвесторів. При відборі угод інвестори у венчурні проекти розглядають команду менеджменту як більш важливий фактор, ніж пов'язані з бізнесом характеристики, такі як бізнес-модель, продукт, технологія. Проте фактор бізнес-моделі є більш вагомим для інвесторів пізніх стадій інвестування. Окрім цього, результати дослідження вказують на те, що на пізніх етапах інвестори піклуються швидше про інвестиційну оцінку, аніж про здатність додати цінності проекту.

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

DOI:

Рис.: 5. Табл.: 1. Бібл.: 15.

Мосієвич Олена Олегівна – здобувач, кафедра фінансів, Національний університет «Кієво-Могилянська академія» (вул. Г. Сковороди, 2, Київ, 04655, Україна)

E-mail: olena.info@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6395-4491>

УДК 330.32

JEL: G24

UDC 330.32

JEL: G24

Мосієвич Е. О. Факторы отбора венчурных проектов в рамках принятия решений инвесторами о венчурном финансировании

Целью статьи является изучение факторов отбора венчурных проектов и ранжирования их важности в рамках принятия решений отечественными инвесторами о венчурном финансировании. Проведено комплексное исследование, посвященное изучению принятия инвестиционных решений о финансировании венчурных проектов, анкетирован 31 инвестор, в том числе относительно факторов селекционного отбора. Респонденты в рамках опроса определили факторы, влияющие на инвестиционный выбор, а затем оценили их в соответствии с их важностью. Результаты исследования подтвердили и подчеркнули верховенство команды проекта в сознании отечественных венчурных инвесторов. При отборе венчурных проектов инвесторы рассматривают команду менеджмента как более важный фактор, чем связанные с бизнесом характеристики, такие как бизнес-модель, продукт, технология. Однако значение фактора бизнес-модели возрастает для инвесторов на поздних стадиях финансирования. Кроме этого, результаты исследования указывают на то, что на поздних этапах инвесторы заботятся скорее об инвестиционной оценке, нежели о способности добавить ценности проекту.

Ключевые слова: венчурное финансирование, принятие инвестиционных решений, оценка инвестиций.

Рис.: 5. Табл.: 1. Библ.: 15.

Мосієвич Елена Олеговна – соискатель, кафедра финансов, Национальный университет «Кієво-Могилянская академия» (ул. Г. Сковороды, 2, Киев, 04655, Украина)

E-mail: olena.info@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6395-4491>

Mosiyevych O. O. The Factors of Venture Projects Selection in the Terms of Investors' Decision-Making on Venture Financing

The article is aimed at researching the factors of selection of venture projects and ranking their importance in the decision-making by domestic investors on venture financing. A comprehensive study on investment decisions as to financing of venture projects was carried out, 31 investors were surveyed, including questions about the factors of selection. The survey respondents defined the factors influencing investment choices and then evaluated them according to their importance. The results of the research confirmed and underlined the supremacy of the project team in the minds of the domestic venture investors. In the selection of venture projects, investors consider a management team as a more important factor than business-related characteristics such as business model, product, technology. However, the value of the business model factor increases for investors in the later stages of financing. In addition, the results of the study indicate that in the later stages investors are more concerned about investment valuation than the ability to add value to the project.

Keywords: venture financing, decision-making on investment, evaluation of investments.

Fig.: 5. Tabl.: 1. Bibl.: 15.

Mosiyevych Olena O. – Applicant, Department of Finance, National University of «Kyiv-Mohyla Academy» (2 H. Skovorody Str., Kyiv, 04655, Ukraine)

E-mail: olena.info@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6395-4491>

Венчурні інвестори – це професіонали, які залучають капітал від інституційних інвесторів та інвестують ці кошти в перспективні молоді компанії [11]. Традиційно компанії, які ще не відповідають вимогам лістингу на біржі або вимогам для отримання банківських кредитів [7], розглядають

венчурних інвесторів як постачальників фінансової підтримки та послуг з доданою вартістю. Однак з роками роль інвесторів у венчурні проекти стала більш складною. Вони спираються на нові бізнес-ідеї, які можуть протистояти конкурентному середовищу [12]. Через природу невизначеності середовища

малого підприємництва венчурні інвестори дуже вибірково ставляться до своїх інвестиційних угод. Задokumentовано, що венчурні інвестори спеціалізуються на фінансуванні великих обсягів капіталу в малий бізнес, який вони вважають відносно привабливим [14]. Таким чином, не всі малі підприємства можуть залучити венчурні інвестиції. Досліджено, що венчурні інвестори мають досвід, щоб відокремити високоякісні фірми від маргінальних [11]. Втім, емпіричні висновки в країнах, що розвиваються, показують, що брак досвіду та неправильні рішення з боку венчурних інвесторів призводять до несприятливого відбору протягом тривалого часу [15].

Мета статті – дослідити, як вітчизняні інвестори у венчурні проекти приймають рішення щодо селекційного відбору в рамках венчурного фінансування та які фактори відбору вважаються найбільш вагомими.

Результати досліджень показують, що процес інвестиційного відбору починається з розгляду сотень потенційних проектів, кількість яких врешті-решт звужується до кількох інвестиційних угод [12]. С. Каплан і П. Стромберг у своєму дослідженні розглянули інвестиційні меморандуми венчурних інвесторів, що описують інвестиційні можливості та ризики. Вони виявили, що венчурні інвестори при прийнятті інвестиційних рішень зосередили увагу на таких факторах відбору, як якість управлінської команди; ринок або галузь; конкуренція; продукт або технологія та бізнес-модель [13]. Проте інвестиційні меморандуми не ранжують важливість різних критеріїв.

Існує багато суперечок серед вчених і практиків щодо того, які фактори відбору є найбільш важливими. С. Каплан і П. Стромберг описують і аналізують, як венчурні компанії здійснюють вибір інвестицій. Вони підтвердили результати минулих досліджень: венчурні капіталісти розглядають чинники, які включають привабливість ринку, стратегії, технології, продукт або послугу, показники сприйняття клієнтами, конкуренція, умови угоди, якість і досвід команда управління [13]. Професіоналізм підприємницької команди є важливим компонентом пошуку та процесу відбору.

Дж. Берон і М. Хеннан, Т. Хеллманн і М. Пурі фокусуються на тому, як формуються команди засновників та на їх привабливості з точки зору інвестиційних можливостей [1; 10]. П. Гомперс, А. Ковнер, Дж. Лернер і Д. Шарфштайн показують, що минулий успіх підприємця є важливим фактором, на якому венчурні фірми зосереджуються при залученні потенційних інвестицій [8].

Емпіричні дані свідчать про те, що венчурні інвестори мають різний погляд на те, як обирати проекти для інвестування. Деякі більшою мірою зосереджуються на команді управління, тоді як інші приділяють більше уваги бізнес-факторам: продукту, технології та бізнес-моделі [13].

У деяких більш пізніх дослідженнях вивчається важливість інвестиційних критеріїв та вплив культурних відмінностей між країнами на процес прийняття рішень щодо венчурного інвестування [4; 5].

Іншою проблемою, що обговорюється в цих дослідженнях, є різниця між концепцією венчурного інвестування, що практикується в країнах, що розвиваються, і традиційною концепцією інвестування венчурного капіталу, що практикується в розвинених країнах. Останні дослідження, однак, звертають увагу на важливість розуміння фізіологічних рис венчурних інвесторів та надмірне спрощення інвестиційних критеріїв у процесі прийняття рішень [3; 6].

Існування вищезазначених проблем визначає необхідність більш детального вивчення та розробки методики врахування факторів селекційного відбору венчурних проектів, що відповідає вимогам інвестора та враховує специфіку умов ведення венчурного бізнесу.

Задля вивчення вищенаведених питань автором статті було проведене комплексне дослідження, присвячене вивченню прийняття інвестиційних рішень при фінансуванні венчурних проектів, та опитано 31 інвестора у венчурні проекти, у тому числі щодо чинників селекційного відбору.

Респонденти в рамках опитування визначили фактори, які керують інвестиційним вибором, а потім оцінили їх відповідно до їх важливості. Результати дослідження наведено на *рис. 1*. Нижня панель *рис. 1* повідомляє про відсоток респондентів, які визначили відповідні фактори селекційного відбору венчурних проектів як важливі. На верхній панелі вказано відсоток респондентів, які визначили дані фактори як найважливіші.

Рис. 1 ілюструє, що команда управління є найбільш часто згадуваним фактором на думку 100% респондентів, і 93,5% респондентів вказали цей фактор як найважливіший.

Бізнес-фактори також часто згадуються як важливі: бізнес-модель (58%), продукт (74,2%), ринок (74,2%) і галузь (25,8%). Проте були оцінені як найбільш важливі значно меншою кількістю респондентів: бізнес-модель (29%), продукт (35,5%), ринок (38,7%) і галузь – (3,2%) відповідно.

Оцінка компанії та здатність інвесторів додати цінності проектам – кожен з цих факторів згадувався 38,7% та 38,5% інвесторами відповідно, дані фактори вважають найбільш важливими лише 9,7% та 12,9% респондентів відповідно. Відповідність інвестиційним цілям фонду та персональним вподобанням не мала особливого значення. Приблизно лише п'ята частина (19,4%) інвесторів-респондентів назвали цей фактор важливим, і лише 6% – найважливішим.

Отже, згідно з результатами опитування, команда менеджерів є найбільш важливим фактором для всіх груп інвесторів у інвестиційному відборі.

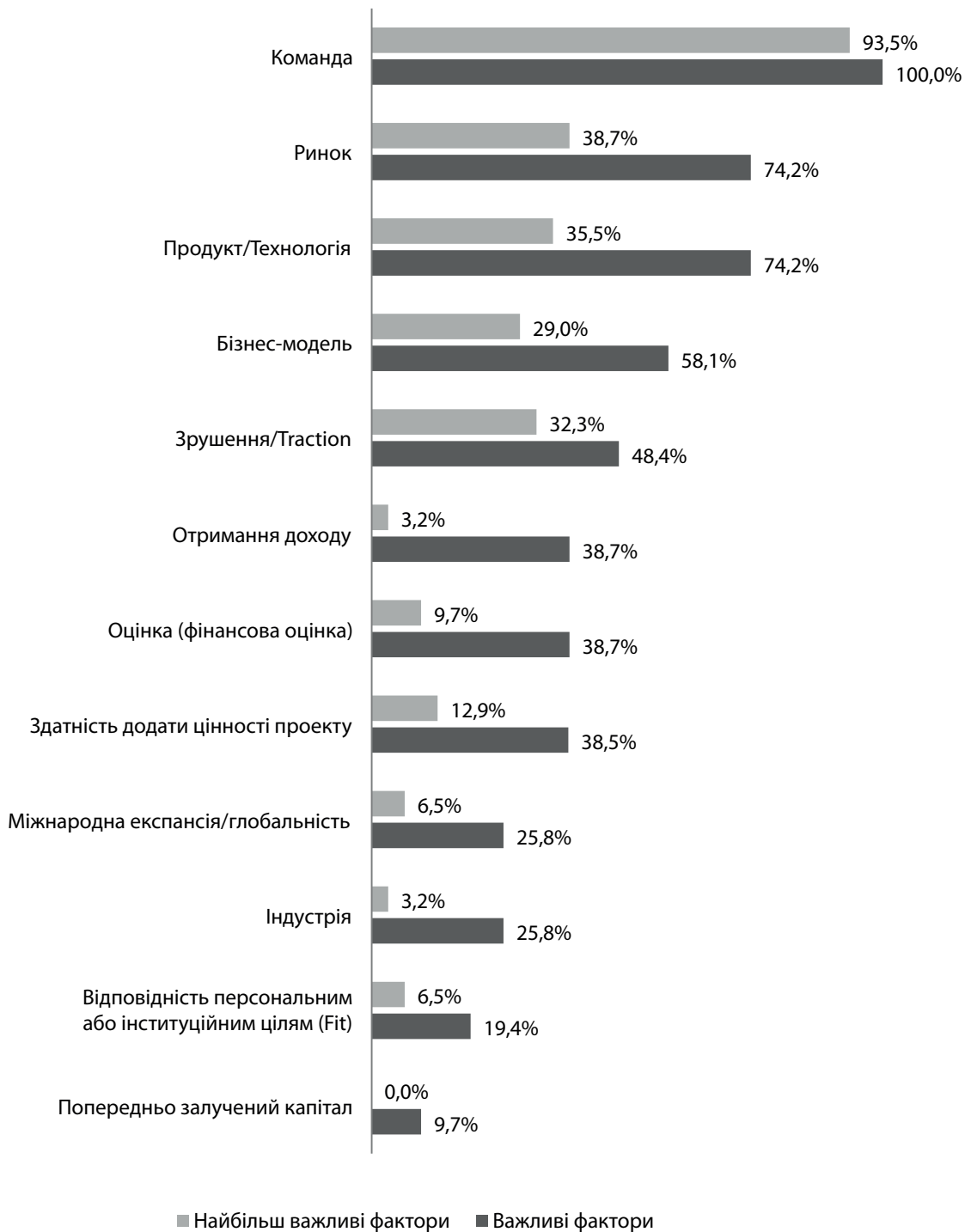


Рис. 1. Важливі та найбільш важливі фактори інвестиційного відбору у венчурні проекти, на думку інвесторів
 Джерело: авторська розробка на основі проведеного автором опитування.

Проте серед різних груп інвесторів у венчурні проекти існують відмінності щодо чинників селекційного відбору (табл. 1):

- ✦ для представників інкубаторів/акселераторів – це команда (80%), продукт (60%), ринок (40%), здатність додати цінності проекту (40%);
- ✦ для представників венчурних фондів – це команда (100%), продукт (46%), зрушення (36%);

- ✦ для представників фондів прямого інвестування – це команда (83%), бізнес-модель (83%), продукт (33%), ринок (33%);
- ✦ для бізнес-ангелів – це команда (100%), зрушення (67%), ринок (56%).

Існують також інші крос-секційні спостереження:

- ✦ фактор індустрії є більш вагомим для інвесторів «посівних» і ранніх стадій фінансування (рис. 2);

Найбільш вагомі фактори вибору інвестиційних проектів для різних груп інвесторів у венчурні проекти

Найбільш вагомі фактори	Групи інвесторів			
	Інкубатори/акселератори, %	Венчурні фонди, %	Фонди прямих інвестицій, %	Бізнес-ангели, %
Команда	80,0	100,0	83,3	100,0
Бізнес модель	20,0	18,2	83,3	11,1
Продукт/Технологія	60,0	45,5	33,3	11,1
Ринок	40,0	27,3	33,3	55,6
Індустрія	20,0	0,0	0,0	0,0
Оцінка (фінансова оцінка)	0,0	18,2	0,0	11,1
Здатність додати цінності проекту	40,0	0,0	16,7	11,1
Відповідність персональним або інституційним цілям	0,0	18,2	0,0	0,0
Зрушення (Traction)	0,0	36,4	0,0	66,7
Попередньо залучений капітал	0,0	0,0	0,0	0,0
Отримання доходу	0,0	0,0	0,0	11,1
Міжнародна експансія/ глобальність	20,0	9,1	0,0	0,0
Разом респондентів, осіб	5	11	6	9

Джерело: авторська розробка на основі проведеного автором опитування.

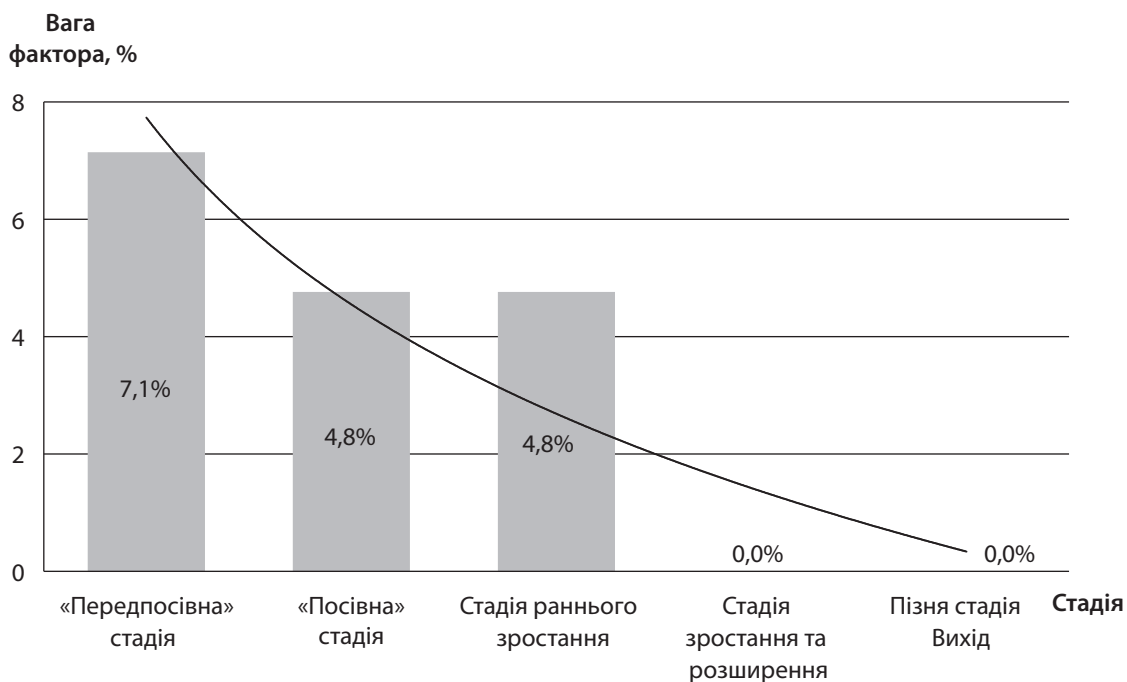


Рис. 2. Індустрія як вагомий фактор відбору інвестиційного проекту з точки зору інвесторів різних стадій фінансування

Джерело: авторська розробка на основі проведеного автором опитування.

- ✦ фактор бізнес-моделі є більш вагомим для інвесторів пізніх стадій фінансування (рис. 3);
- ✦ оцінка також є більш важливим фактором для інвесторів на пізніх стадіях фінансування (рис. 4);

- ✦ здатність додати цінності проекту знижується з кожною наступною стадією інвестування (рис. 5).
Порівнюючи дані результати, робимо висновок, що інвестори у венчурні проекти на пізніх стадіях

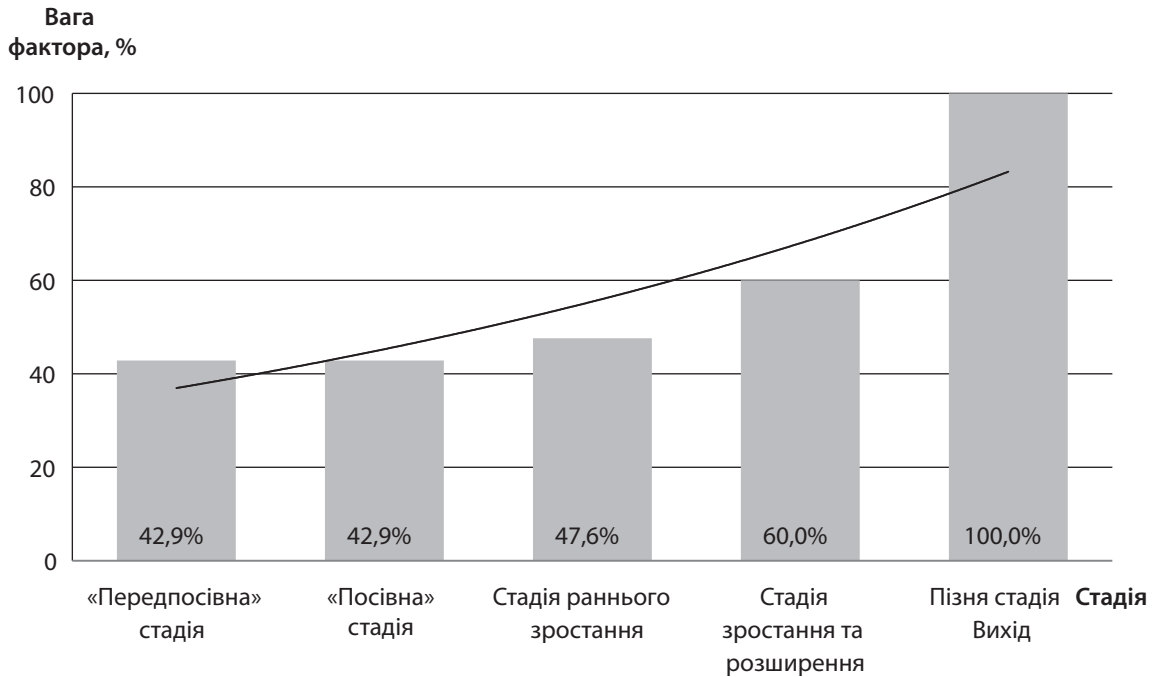


Рис. 3. Бізнес-модель проекту як вагомий фактор відбору венчурного проекту з точки зору інвесторів різних стадій фінансування

Джерело: авторська розробка на основі проведеного автором опитування.

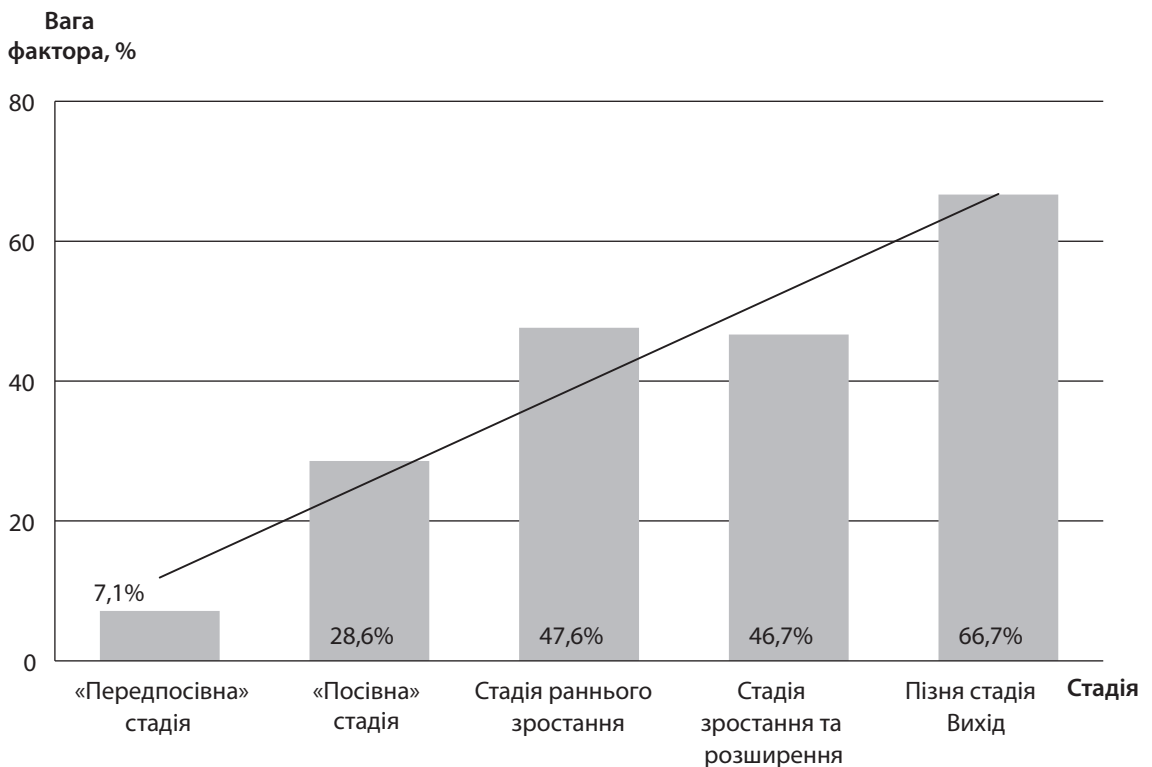


Рис. 4. Інвестиційна оцінка проекту як вагомий фактор відбору інвестиційного проекту для інвесторів різних стадій фінансування

Джерело: авторська розробка на основі проведеного автором опитування.

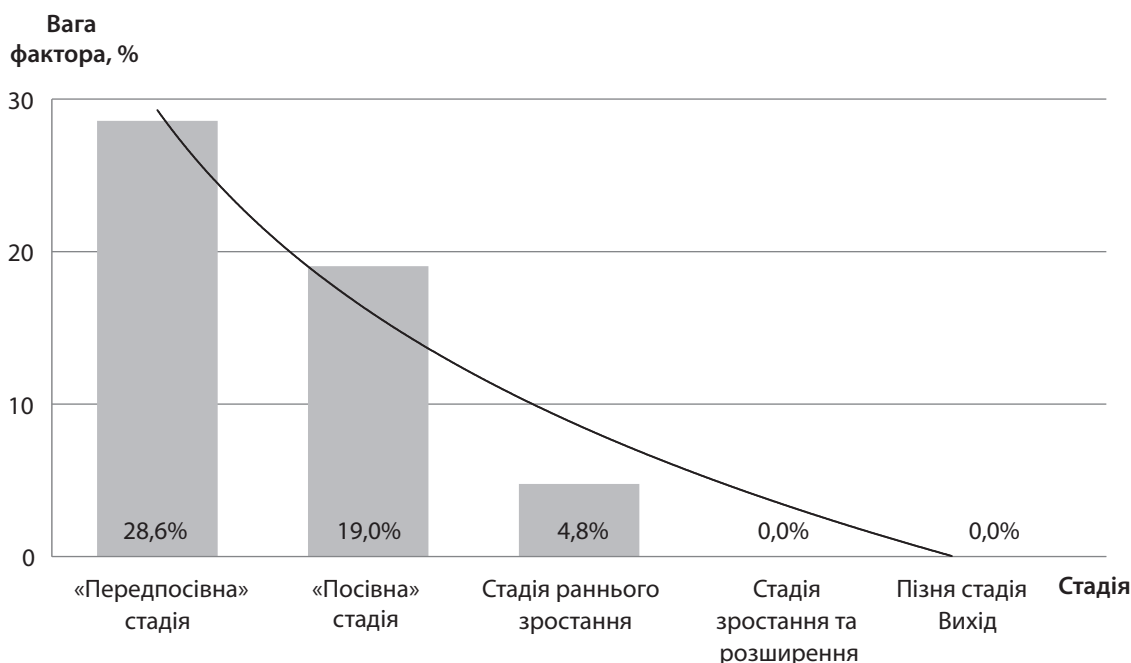


Рис. 5. Здатність інвестора додати цінність проекту як вагомий фактор відбору інвестиційного проекту на різних стадіях фінансування

Джерело: авторська розробка на основі проведеного автором опитування.

інвестування є більше схожими на фонди прямих інвестицій, оскільки вони вважають, що бізнес-модель є надзвичайно важливою. Результати дослідження вказують на те, що на пізніх етапах інвестори піклуються швидше про інвестиційну оцінку, аніж про здатність додати цінності проекту.

ВИСНОВКИ

Венчурний капітал робить значний внесок у розвиток технологій, економічне зростання та зайнятість. Таким чином, важливим питанням є те, як інвестори у венчурні проекти оцінюють та відбирають інвестиційні пропозиції.

Результати проведеного автором дослідження показують, що інвестори у венчурні проекти слідує багатокритеріальній перспективі прийняття рішень.

Результати дослідження підтвердили та підкреслили верховенство фактора команди проекту у свідомості венчурних інвесторів. При відборі угод інвестори у венчурні проекти розглядають команду менеджменту як більш важливий фактор, ніж пов'язані з бізнесом характеристики, такі як бізнес-модель, продукт чи технологія. Цей результат узгоджується з результатами попередніх досліджень С. Бернштайна, А. Кортвега та К. Лоуса [2]. Проте дослідження перспектив первинних розміщень (ІРО) успішних венчурних інвесторів виявило, що бізнес-фактори (продукт, технологія або бізнес-модель) є більш стабільними, аніж управлінська команда [12]. Такий значний акцент на команді проекту як на найбільш вагомому факторі селекційного відбору венчурних проектів є, безперечно, матеріалом для подальших досліджень.

Результати дослідження є корисні як для венчурних інвесторів у процесі прийняття ними інвестиційних рішень, так і для підприємців у процесі залучення ними венчурного фінансування.

Дані результати допоможуть підприємцям представити відповідну інформацію в потрібний час і, використовуючи венчурний капітал, максимізувати свій успіх.

Інвесторам у венчурні проекти дослідження допоможе сконцентруватися на високорелевантних інвестиційних критеріях, при цьому враховуючи, що ці фактори можуть не лише вплинути на успіх інвестицій, але також допоможуть уникнути негативних упереджень, які можуть здатися привабливими та впливатимуть на прийняття інвестиційних рішень. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. **Baron J. N., Hannan M. T.** Organizational blueprints for success in high-tech start-ups : Lessons from the Stanford project on emerging companies. *California Management Review*. 2002. Vol. 44. Issue 3. P. 8–36.
2. **Bernstein S., Korteweg A. G., Laws K.** Attracting Early Stage Investors: Evidence from a Randomized Field Experiment. *The Journal of Finance*. 2017. Vol. LXXII. No. 2. P. 509–534.
3. **Blair E. S.** Venture capitalist decision making and the priming of the subconscious risk construct in entrepreneurial business plan. University of Wisconsin-Madison, 2008. 64 p.
4. **Bruton G. D., Ahlstrom D.** An institutional view of China's venture capital industry: Explaining the differences between China and the West. *Journal of Business Venturing*. 2003. Vol. 18. Issue 2. P. 233–259.
5. **Bruton G., Ahlstrom D., Yeh K. S.** Understanding venture capital in East Asia: The impact of institutions on the

industry today and tomorrow. *Journal of World Business*. 2004. Vol. 39. Issue 1. P. 72–88.

6. Khanin D. M. Venture Capitalists' Investment and Reinvestment Decisions / Unpublished doctoral dissertation. University of Maryland. 2006.

7. Florin J. Is venture capital worth it? Effects on firm performance and founder's returns. *Journal of Business Venturing*. 2005. Vol. 20. Issue 1. P. 113–135.

8. Gompers P., Kovner A., Lerner J., and Scharfstein D. Performance Persistence in Entrepreneurship. *Journal of Financial Economics*. 2010. Vol. 96. Issue 1. P. 18–32.

9. Gompers P., Gornall W., Kaplan S., Strebulaev I. How Do Venture Capitalists Make Decisions? *NBER Working Papers*, No. 22587. 2016.

10. Hellmann T., Puri M. The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *Review of Financial Studies*. 2000. Vol. 13. Issue 4. P. 959–984.

11. Jain A. B. Predictaor of venture capitalist-backed organizations. *Journal of Business Research*. 1999. Vol. 52. Issue 3. P. 223–233.

12. Kaplan S. N., Sensoy B. A., Stromberg P. Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies. *The Journal of Finance*. 2009. Vol. 64. Issue 1. P. 75–115.

13. Kaplan S. N., Stromberg P. E. Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *The Journal of Finance*. 2004. Vol. 59. Issue 5. P. 2177–2210.

14. Schweinbacher A. A theoretical analysis of optimal financing strategies for different types of capital-constraint entrepreneurs. *Journal of Business Venturing*. 2007. Vol. 22. Issue 6. P. 753–781.

15. Wang C. W., Wang K., Lu Q. Effects of venture capitalist' participation in listed companies. *Journal of Banking & Finance*. 2003. Vol. 27. Issue 10. P. 2015–2034.

REFERENCES

Baron, J. N., and Hannan, M. T. "Organizational blueprints for success in high-tech start-ups : Lessons from the Stanford project on emerging companies". *California Management Review*, vol. 44, no. 3 (2002): 8-36.

Bernstein, S., Korteweg, A. G., and Laws, K. "Attracting Early Stage Investors: Evidence from a Randomized Feld Experiment". *The Journal of Finance*, vol. LXXII, no. 2 (2017): 509-534.

Blair, E. S. *Venture capitalist decision making and the priming of the subconscious risk construct in entrepreneurial business plan*. University of Winconsin-Madison, 2008.

Bruton, G. D., and Ahlstrom, D. "An institutional view of China's venture capital industry: Explaining the differences between China and the West". *Journal of Business Venturing*, vol. 18, no. 2 (2003): 233-259.

Bruton, G., Ahlstrom, D., and Yeh, K. S. "Understanding venture capital in East Asia: The impact of institutions on the industry today and tomorrow". *Journal of World Business*, vol. 39, no. 1 (2004): 72-88.

Florin, J. "Is venture capital worth it? Effects on firm performance and founder's returns". *Journal of Business Venturing*, vol. 20, no. 1 (2005): 113-135.

Gompers, P. et al. "How Do Venture Capitalists Make Decisions?" *NBER Working Papers*, no. 22587 (2016).

Gompers, P. et al. "Performance Persistence in Entrepreneurship". *Journal of Financial Economics*, vol. 96, no. 1 (2010): 18-32.

Hellmann, T., and Puri, M. "The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital". *Review of Financial Studies*, vol. 13, no. 4 (2000): 959-984.

Jain, A. B. "Predictaor of venture capitalist-backed organizations". *Journal of Business Research*, vol. 52, no. 3 (1999): 223-233.

Kaplan, S. N., and Stromberg, P. E. "Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses". *The Journal of Finance*, vol. 59, no. 5 (2004): 2177-2210.

Kaplan, S. N., Sensoy, B. A., and Stromberg, P. "Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies". *The Journal of Finance*, vol. 64, no. 1 (2009): 75-115.

Khanin, D. M. "Venture Capitalists' Investment and Reinvestment Decisions": *Unpublished doctoral dissertation*, 2006.

Schweinbacher, A. "A theoretical analysis of optimal financing strategies for different types of capital-constraint entrepreneurs". *Journal of Business Venturing*, vol. 22, no. 6 (2007): 753-781.

Wang, C. W., Wang, K., and Lu, Q. "Effects of venture capitalist' participation in listed companies". *Journal of Banking & Finance*, vol. 27, no. 10 (2003): 2015-2034.